

Nieuwsbrief 10 jan 2022 van de Stichting Pensioenbehoud.

Al in 2004 is de eerste onwaarheid over ons huidige pensioenstelsel uitgesproken door de toenmalige staatssecretaris SZW Mark Rutte door te stellen dat ons pensioen bij pensioenfondsen 'onvoorwaardelijk' is. Die onwaarheid is de basis geworden voor de Pensioenwet 2007 (PW) opvolger van de toenmalige Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW). Op basis van een daarop gebaseerde regeling met de naam *Financieel Toetsingskader 2007 (FTK)* worden pensioenfondsen verplicht gebruik te maken van een 'actuele nominale marktrente' (risicovrije rekenrente) in plaats van maximaal 4%.

Sinds de invoering in de vijftiger jaren van de vorige eeuw maakte de PSW het mogelijk dat de deelnemer een goed eigen pensioen kon opbouwen als onderdeel van de collectieve arbeidsvoorwaarde van zijn werkgever door de premies collectief en solidair te beleggen in één pot bij een non-profit pensioenfonds tegen lage kosten. Door te werken met een kostendekkende premie en het realiseren van goede rendementen van gemiddeld 5% tot 7% over al die jaren konden de pensioenen, een enkele uitzondering daargelaten, altijd worden verhoogd. Uit deze rendementen werd ook de indexatie van het zelf door werkenden opgebouwde pensioen betaald als hun uitgesteld toekomstend loon.

De dekkingsgraad werd toen berekend door de contante waarde van de pensioenverplichtingen met een zelf te kiezen vast percentage van maximaal 4% te hanteren, de zogenaamde rekenrente. Om de jaarlijkse premies te kunnen berekenen moest ook de contante waarde van de te verwachten rendementen op de beleggingen worden vastgesteld en daarvoor werd dezelfde rekenrente van maximaal 4% gebruikt. Zonder dat er aan aparte buffereisen moest worden voldaan, bleek sinds de vijftiger jaren tot 2007 dat indexatie vrijwel altijd mogelijk is geweest door de (zeer) hoge dekkingsgraden. Het geheim hiervan is dat het een sociale, collectieve en solidaire regeling was waarbij risico's werden gedeeld en er geen pech- en geluk-generaties ontstonden, maar wel een hoog pensioen voor de ingelegde premies. Daarom heeft Mercer Melbourne ons pensioenstelsel steeds weer als één van de beste ter wereld beoordeeld.

Het rekenen met één en dezelfde rekenrente voor premie en verplichtingen wordt in 2007 verschillend gemaakt. De berekening van de in 2007 ingevoerde risicovrije rekenrente is opgedragen aan De Nederlandsche Bank (DNB), terwijl in de Pensioenwet en het FTK sinds 2007 staat vermeld dat de marktwaarde van de verplichtingen moet worden gebruikt. Daar er geen markt is voor pensioenverplichtingen heeft DNB als vervanger de *Rente Termijn Structuur (RTS)* bedacht op basis van de risicovrije rekenrente van de SWAP-markt. De gemiddelde waarde van de RTS is momenteel circa 0,6%. Daardoor moet een pensioenfonds nu al bijna net zoveel pensioenkapitaal bezitten nodig om de pensioenen tot over 60 jaar te kunnen uitbetalen. Op die manier worden de pensioenverplichtingen tot gigantische hoogtes opgedreven, waardoor de dekkingsgraad van pensioenfondsen abnormaal laag is. Met als gevolg dat de pensioenen sinds 2008 niet of nauwelijks meer zijn geïndexeerd voor inflatie. Enkele pensioenfondsen zoals PMT en PME hebben de pensioenen in 2013 en 2014 zelfs moeten korten tot soms wel 7%. Een en ander heeft een onnodig koopkrachtverlies tot gevolg gehad van 25% of nog meer voor miljoenen deelnemers en gepensioneerden. Daar komt nog bovenop dat anders dan voorheen hoge eisen worden gesteld aan het minimaal eigen vermogen (MVEV) die onnodig zijn.

Dit pensioenonrecht moet stoppen, de pensioenen moeten direct weer worden geïndexeerd voor inflatie en de achterstallige indexatie en kortingen aan pensioen dienen met inhaalindexatie te worden gerepareerd. De totale kosten van de gemiste indexatie sinds 2008 bedraagt volgens berekeningen van Huub Esten voor alle gepensioneerden samen eenmalig minimaal € 42 miljard en maximaal € 47 miljard, omdat niet precies bekend is hoeveel pensioenen toch een indexatie hebben ontvangen. De inhaalindexatie voor werkenden en slapers bedraagt volgens dezelfde berekeningen eenmalig € 60 miljard. Dat is maximaal € 107 miljard herstelkosten op een huidig pensioenvermogen per 1 juli 2021 van meer dan € 1736 miljard (opgave DNB). Dat is slechts circa 6% van het pensioenvermogen aan pensioenherstelkosten. Dit pensioenherstel dient dan ook op korte termijn te worden uitgevoerd.

Een evenwichtige methode van beoordeling van de financiële kracht van pensioenfondsen

Door [Rob de Brouwer](#), 31 dec 2021

Eisen voor een beoordeling

De huidige manier waarop pensioenfondsen worden beoordeeld op hun financiële gezondheid is onbevredigend. Voor velen, waaronder ik ook mezelf reken, is de methode zoals vastgelegd in de Pensioenwet en uitgewerkt in het nieuwe besluit Financieel Toetsingskader hoofdoorzaak van de veronderstelde onhoudbaarheid van het bestaande pensioenstelsel. De onwerkbaarheid van de huidige financiële toetsing heeft twee oorzaken: het feit dat onvoldoende rekening wordt gehouden met de eisen die gesteld zijn aan het beleid van pensioenfondsen en de volstrekt onbevredigende uitkomst van de toetsing. Elke methode waarmee beoordeeld wordt of een pensioenfonds financieel gezond genoeg is om de aanspraken van deelnemers en de uitkeringen van gepensioneerden te kunnen indexeren moet aan een aantal eisen voldoen.

Evenwichtigheid

De belangrijkste eis is die van evenwichtigheid. Het uitdelen van geld voor een waardevast pensioen mag niet te koste gaan van toekomstige uitkeringen. Premies worden vastgesteld op basis van een verwacht rendement. Dat verwachte rendement moet dus gerealiseerd worden om aan de nominale uitkering die beloofd is te kunnen voldoen. Overrendement kan dan worden gebruikt voor indexatie als eerst andere relevante kosten, zoals die van de toename van de levensverwachting, zijn gedekt. Maar in het financiële toetsingskader wordt de gezondheid van een pensioenfonds niet beoordeeld aan de hand van het verwachte rendement. Het verwachte rendement wordt wel op een wetenschappelijk verantwoorde wijze en onafhankelijk van allerlei belangen die een rol kunnen spelen vastgesteld. Maar het wordt niet gebruikt voor de vaststelling van de dekkingsgraad die bepalend is voor de beoordeling of een pensioenfonds zo gezond is dat het de uitkeringen en de aanspraken kan verhogen of dat het sterk achterblijft op wat financieel noodzakelijk is en daarom moet korten op de uitkeringen en aanspraken. Daarvoor wordt een andere rekenrente gebruikt: de risicovrije rente. De anomalie van verschillende rendementen voor de berekening van de premie en voor de berekening van de dekkingsgraad zorgt bovendien voor ongewenste verschuivingen van vermogen van oudere generaties ten gunste van jongere generaties. Een evenwichtige financiële toetsing geeft eenieder waar hij of zij recht op heeft binnen de mogelijkheden van het pensioenfonds. Dat nu doet het huidige financiële toetsingskader niet.

Het sociale karakter

Een andere belangrijke voorwaarde is dat de methode recht doet aan de aard van een pensioenfonds. Pensioenfondsen mogen niet louter als financiële instellingen worden behandeld. Hun sociale functie en de driehoeksverhouding tussen de werknemers, werkgevers en pensioenfondsen moeten naar behoren worden onderkend en ondersteund als leidende richtlijnen van het beleid. Het huidige financiële toetsingskader is echter nu juist wél uitsluitend gericht op het pensioenfonds als financiële instelling. Het beoordeelt de gezondheid van een pensioenfonds op basis van dagkoersen en houdt geen enkele rekening met de verplichting die de fondsen hebben om een beleid te voeren dat door de deelnemers en gepensioneerden kan worden begrepen en gevolgd. Het gaat immers om het inhouden van een deel van het loon met als doel dat later uit te keren zodat na pensionering de levenswijze van vóór de pensioendatum kan worden gecontinueerd. De steeds dalende rekenrente, die zelfs in de buurt van de nul komt, leidde er toe dat de balanswaarde van de verplichtingen steeds omvangrijker werd. Daardoor zijn we in een situatie gekomen dat het totaal aan financiële middelen dat de komende zestig jaar moet worden uitgegeven nu al in de vorm van belegde middelen op de

balans moet staan. Inclusief de bijdrage die vanuit het vermogen jaarlijks moet worden gereserveerd om het tekort aan premies bij te passen, is de premie voor het aanvullend pensioen gestegen tot ongeveer 35%. Bij een inleg gedurende 42 jaar staat dat gelijk aan 18,4 jaren pensioenuitkering op het niveau van 80% van het ongeïndexeerde middelloon. In feite betaalt de werknemer voor zijn pensioenuitkering een bedrag dat gelijk is aan de uitkering zelf. Daarbij is geen rekening gehouden met de aanpassing aan de inflatie, de indexatie, maar die wordt dan ook nu al twaalf jaar overgeslagen. Een dergelijke pensioenregeling is niet sociaal, ja zelfs zeer onaantrekkelijk.

Lange termijn

Een derde belangrijke voorwaarde is dat de methode rekening houdt met de zeer lange termijnen waarmee pensioenfondsen gewend zijn te werken. Premies worden ingelegd voor een termijn van maximaal 42 jaar waarna de uitkeringsfase begint die meer dan 20 jaar kan doorlopen. Voor een deelnemer die op zijn of haar tweeëntwintigste jaar begint met premie betalen en die 102 jaar wordt is de termijn van premie inleggen, vermogen beheren en beleggen en uitkeren 80 jaar. De gezondheid van een pensioenfonds wordt daarentegen beoordeeld op basis van dagkoersen. De hoogte van de rente op een bepaalde dag, het rendement dat een pensioenfonds in een bepaalde maand maakt, ja, zelfs de gegevens uit het jaarverslag zijn niet erg relevant voor de beoordeling van de gezondheid van een fonds. Zolang een pensioenfonds over de gehele cyclus van de economische conjunctuur gemiddeld een rendement maakt dat voldoende is voor een waardevaste uitkering is er niet veel reden je zorgen te maken over de financiële gezondheid van een pensioenfonds. De eis die aan een fonds worden gesteld op het gebied van risicomanagement, waarbij, zolang een fonds niet beschikt over het vereiste eigen vermogen van meer dan 20%, het zijn risicoprofiel niet mag veranderen, is lachwekkend in het licht van de lange termijn waarop een fonds werkt. Het betekent dat een snelle stijging van de waarde van aandelen ertoe kan leiden dat aandelen op korte termijn moeten worden verkocht in ruil voor bijvoorbeeld obligaties. In deze benadering zijn obligaties officieel minder risicovol dan aandelen terwijl dat uitgangspunt in de huidige tijd ernstig moet worden betwijfeld.

Onbevredigende uitkomst van het huidige stelsel

Pensioenfondsen verkeren nu al jaren in een ernstige crisis, althans volgens de huidige uitgangspunten van de financiële toetsing. Verreweg de meeste fondsen kunnen nu al twaalf jaar niet of nauwelijks indexeren en sommige fondsen waren genoodzaakt de uitkeringen en aanspraken te verlagen om aan de minimum eisen van het toetsingskader te voldoen. Op basis van de uitkomsten van de berekeningen zoals voorgeschreven in het financiële toetsingskader is de dekkingsgraad onvoldoende en de meeste pensioenfondsen moeten dan ook herstelplannen maken en zijn onder toezicht gesteld van De Nederlandsche Bank die zich gedetailleerd bemoeit met de bedrijfsvoering.

DNB publiceert wel de dekkingsgraden, maar niet over een langere termijn. Ik laat daarom in onderstaande tabel het verloop over de laatste twaalf jaar zien van de actuele dekkingsgraad van het grootste Nederlandse pensioenfonds: het ABP.

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
105,5	93,7	93,7	96,6	105,9	101,1	97,2	96,7	104,4	97,1	97,8	93,5

Conclusie is dat het ABP in geen enkel jaar heeft voldaan aan de minimum eis om gedeeltelijk of geheel te indexeren. Dat wil zeggen dat bij het ABP gepensioneerden zo'n 22% achterlopen in koopkracht en dat bij de opbouw van de rechten voor nog actieve deelnemers waarschijnlijk nog

een groter koopkrachttkort is ontstaan. Voor de argeloze buitenstaander lijkt het alsof we te maken hebben met een noodlijdend pensioenfonds waar ofwel te weinig premie wordt afgedragen ofwel een veel te laag rendement wordt gerealiseerd. Er is ook geen verbetering zichtbaar op lange termijn, want de dekkingsgraad van 2020 is nog steeds gelijk aan die van 2010.

De uitkomst van het huidige financiële toetsingskader geeft echter een volkomen vertekend beeld van de werkelijkheid. Het ABP maakt in al deze jaren een gemiddeld rendement van meer dan 7%. Het verwachte rendement waarmee de premie werd berekend ligt in dezelfde periode gemiddeld op 3%. Er is in al die jaren dus ruim voldoende overrendement gemaakt om te kunnen indexeren. Vergelijken we enige kerncijfers van 2009 met 2020 dan valt het volgende op. Het totaal van de deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden is licht toegenomen van 2,8 miljoen naar 3 miljoen tussen 2006 en 2020. In dezelfde tijd is het belegde vermogen van het ABP toegenomen van € 210 miljard naar € 495 miljard. De premie-inkomsten stegen van € 7,5 miljard naar € 11,75 miljard en de uitkeringen stegen van € 6,1 miljard naar € 12,4 miljard. Over de gehele periode van 2006 tot en met 2020 waren de inkomsten aan premies hoger dan de uitgaven aan pensioenuitkeringen. In dezelfde tijd steeg het vermogen met € 285 miljard of 136%. In 2006 was de dekkingsgraad 133,5% en dit werd gezien als ruim voldoende om volledig te kunnen indexeren en in 2020 is de dekkingsgraad 93,5% en moet gevreesd worden voor kortingen nadat in een periode van twaalf jaar al niet meer werd geïndexeerd. In 2020 wordt er € 641 miljoen meer betaald aan uitkeringen dan er aan premie binnenkomt. Het belegde vermogen is dan genoeg om gedurende 772 jaar dit tekort te dekken zonder dat er tussentijds rendement wordt gemaakt over het vermogen. En tóch zou de financiële positie van het ABP zorgwekkend zijn? Wordt het niet eens tijd nuchter naar deze cijfers te kijken en te concluderen dat er eerder sprake is van veel te veel gespaard vermogen dan van tekorten? De uitkomst van de huidige rekenwijze is niet bruikbaar als instrument om richting te geven aan het indexatiebeleid. Het geeft een ondeugdelijk antwoord op de vraag of een pensioenfonds gezond genoeg is om te kunnen indexeren. Het onderschat systematisch de financiële kracht van pensioenfondsen. Het leidt tot het onnodig oppotten van spaarcenten voor de oude dag. Dat is niet alleen slecht voor de werknemers en de gepensioneerden die een deel van hun loon afstaan voor een goede ouderdomsvoorziening. Het is ook slecht voor de Nederlandse economie.

Maar het meest verbazingwekkend is wel het feit dat de officiële toezichthouders, de vakbonden, de werkgeversorganisaties en de meeste politici niet in staat zijn de juiste conclusie te trekken uit de enorme groei van het vermogen terwijl noodgedwongen de uitkeringen en aanspraken worden bevroren. Namelijk dat er wél kan worden geïndexeerd, dat de achterstanden die ten onrechte werden opgelopen wél kunnen worden weggewerkt, dat de premies ten gevolge van de verkeerde meetinstrumenten veel te hoog zijn gestegen en dat als gevolg hiervan netto lonen en pensioenuitkeringen te laag zijn.

Twee alternatieven

Er zijn twee methoden om de gezondheid van een pensioenfonds te beoordelen: via de balans of via de kasstroom. Elke onderneming maakt in zijn jaarverslag een balans op van bezittingen en schulden en een staat van inkomsten (baten) en uitgaven (lasten). De balans is een momentopname aan de hand van een aantal aannames en is daarmee dus subjectief. De staat van inkomsten en uitgaven ofwel het kasstroomoverzicht geeft weer wat er in een jaar is binnengekomen en wat er is uitgegaan en hoeveel het saldo van inkomsten en uitgaven is. Het is een objectief overzicht dat een bepaalde periode omvat. Je zou kunnen zeggen dat de balans een foto is en de kasstroom een film.

De balansmethode

Laten we eerst de balansmethode bekijken. De belegde middelen worden op de datum van de balans vastgesteld op de dagwaarde. Het gaat dan om aandelen genoteerd aan de aandelenbeurs, vastgoed, obligaties, zowel van een overheid als van bedrijven, ondershandse leningen, derivaten en directe investeringen. De waarde van deze bezittingen verandert dagelijks en de waarde op de balansdatum is dus een momentopname. Tegenover de bezittingen, de belegde middelen van een pensioenfonds, staan de schulden of de verplichtingen. Dat zijn alle toekomstige uitkeringen op grond van de aanspraken die door inleg van de premies voor deelnemers bij het pensioenfonds zijn ingekocht. De verplichtingen worden niet op een beurs verhandeld, sterker nog, er is geen markt voor de verplichtingen. De nominale waarde van de verplichtingen is uiteraard wel bekend, het is eenvoudigweg de optelsom van alle verplichtingen over de tientallen jaren. Maar deze nominale waarde vertegenwoordigt niet de waarde op het moment waarop de balans wordt opgemaakt. Want we mogen ervan uitgaan dat er rendement wordt gemaakt op de belegde middelen van het pensioenfonds. Dat is immers de essentie van ons kapitaaldeckingsstelsel, dat er kapitaal wordt opgebouwd met afgedragen premies en de rendementen daarop en dat uit de opbrengst de uitkeringen worden gefinancierd. Houden we geen rekening met een rendement dan is er sprake van een omslagstelsel: de ingekomen premies worden gebruikt om de uitkeringen te doen. Omdat we rekening houden met een zeker rendement behoeven we niet het totale bedrag van de nominale verplichtingen op de balans op te nemen maar slechts dat deel dat voldoende is om, rekening houdend met het rendement, de nodige financiële middelen te genereren om de toekomstige uitgaven te kunnen realiseren.

Ik licht dit beginsel, dat het berekenen van de contante waarde wordt genoemd, altijd toe aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. Als ik mijn kleinzoon van drie jaar op zijn achttiende verjaardag € 1.000 wil geven bijvoorbeeld om zijn rijbewijs te halen en ik wil het benodigde bedrag daarvoor nu al op een spaarrekening zetten dan hangt het van de spaarrente af hoeveel ik daarvoor nu nodig heb. Bij 2% rente kan ik nu volstaan met € 743. De renteopbrengsten zijn dan net voldoende om na vijftien jaar € 1.000 te hebben. Bij 4% rente zou ik maar € 555 nodig hebben. Hoe hoger de rente hoe meer de beleggingsopbrengst en hoe lager de inleg. We noemen deze manier van rekenen disconteren en de rente die we daarvoor gebruiken heet de discontovoet.

Op de creditzijde of de rechterzijde van de balans staan dus de verplichtingen contant gemaakt naar het moment van waardering. We hebben voor deze berekening een discontovoet nodig. De keuze voor een discontovoet is afhankelijk van veronderstellingen. Het duidt immers op de toekomstige rendementen die verwacht mogen worden. Een ding is zeker: die verwachte rendementen zijn onzeker. In de huidige regelgeving is er voor gekozen om uit te gaan van de risicovrije rente, dat wil zeggen dat een discontovoet wordt gekozen die behoort bij beleggingen waarmee geen risico wordt genomen. Dat zou een juist uitgangspunt kunnen zijn als de debetzijde of de linkerzijde van de balans uitsluitend zou bestaan uit vermogenstitels met een risicovrije rente, zoals overheidsobligaties. Maar dat is nu juist niet het geval. De belegde middelen van een pensioenfonds omvatten veel meer zoals hierboven al werd toegelicht.

De wetgeving geeft aanwijzingen voor de wijze waarop de balans moet worden opgesteld. In het Burgerlijk Wetboek Boek 2 artikel 384 worden eisen gesteld aan de waardering van de activa en de passiva in de jaarrekening (debet en credit ofwel de linker- en de rechterzijde van de balans): de actuele waarde moet vermeld worden. In het Besluit Actuele Waarde wordt nader uitgewerkt wat als actuele waarde beschouwd kan worden. Onder de actuele waarde van activa of passiva wordt verstaan de waarde die is gebaseerd op actuele marktprijzen of op gegevens die op de datum van waardering geacht kunnen worden relevant te zijn voor de waarde. Als actuele waarde komt,

afhankelijk van de soort activa of passiva dan wel van de omstandigheden, in aanmerking de actuele kostprijs, bedrijfswaarde, marktwaarde of opbrengstwaarde. De marktwaarde lijkt hierbij het enige begrip te zijn dat betrekking zou kunnen hebben op pensioenverplichtingen. In artikel 4 staat wat onder marktwaarde moet worden verstaan: het bedrag waarvoor een actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen terzake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn.

De wetgever heeft deze marktwaarde in de huidige Pensioenwet en het Financiële Toetsingskader verder uitgewerkt en bepaald dat wordt uitgegaan van de risicovrije rente en dat De Nederlandsche Bank daarvoor een curve publiceert, de rentetermijnstructuur, die voor elk jaar in de toekomst een bijbehorende discontovoet geeft. Gemiddeld ligt deze discontovoet in 2021 op 0,5%.

Is die uitwerking van het begrip marktwaarde wel redelijk? Individuele pensioenverplichtingen en collectieve verplichtingen kunnen met instemming van de betrokkenen worden overgedragen aan andere pensioenfondsen of aan verzekeringsmaatschappijen. Dan zou dus duidelijk moeten worden uit transacties tussen pensioenfondsen of tussen een pensioenfonds en een verzekeraar, welke discontovoet de marktwaarde van de verplichtingen weergeeft. Maar we lopen hier in een tautologische fuik: de waarde bij waardeoverdracht wordt bepaald door de condities van de rentetermijnstructuur gepubliceerd door De Nederlandsche Bank. We hebben hier als het ware van doen met een monopolist die zelf bepaalt wat de prijs mag zijn. Zo is de marktwaarde van het Besluit Actuele Waarde niet bedoeld. Een objectieve waarde voor pensioenverplichtingen, die tot stand komt op een markt waarin zowel vraag als aanbod onafhankelijk bewegen en de waarde het evenwicht tussen vraag en aanbod vertegenwoordigt is er niet. De door De Nederlandsche Bank gepubliceerde rentetermijnstructuur kan daar niet voor doorgaan.

Wat zou dan de juiste discontovoet voor bepaling van de waarde van de verplichtingen op de balans moeten zijn? Het is duidelijk dat een te lage discontovoet de verplichtingen overschat en daarmee de financiële kracht van het pensioenfonds onderschat. Omgekeerd is een te hoog vastgestelde discontovoet een overschatting van de financiële kracht. Omdat bij een onderschatting uitkeringen worden bevroren of zelfs gekort ten gunste van toekomstige generaties, leidt een onderschatting tot benadeling van gepensioneerden en tot bevoordeling van vooral de jongere deelnemers. En omgekeerd leidt een overschatting tot het uitdelen van geld in de vorm van indexatie van uitkeringen terwijl dit geld er bij nader inzien niet is, waardoor later jongere deelnemers moeten inleveren.

Het verwacht rendement

Een juiste discontovoet geeft iedereen waar hij recht op heeft. We kunnen daarbij terugrijpen op twee verschillende werkwijzen. In het eerste geval nemen we de vaststelling van de premie als uitgangspunt. De Commissie Parameters stelt ieder vijf jaar een verwacht rendement vast voor vaststelling van de premie. Het gaat daarbij om een reëel rendement dat wil zeggen gecorrigeerd voor de inflatie. De hoogte van dit verwachte rendement lag tot 2021 op ongeveer 2,8%, afhankelijk van de samenstelling van het vermogen van het betreffende pensioenfonds. Vanaf 1 januari 2021 is het verwachte rendement verlaagd naar 2% of iets daaronder. Als een balans precies in evenwicht is, met andere woorden als de waarde van de belegde middelen, de activa of de debetzijde van de balans gelijk is aan de met behulp van de discontovoet vastgestelde waarde van de verplichtingen, de passiva of de creditzijde van de balans zeggen we dat de dekkingsgraad 100% is. Als we het verwachte rendement van de Commissie Parameters gebruiken als discontovoet is de betekenis van dit evenwicht dat als het verwachte rendement waarmee de premie is berekend in de toekomst gemiddeld wordt gerealiseerd, er voldoende middelen zijn om aan alle nominale verplichtingen te

voldoen. Indexatie is alleen mogelijk als er meer rendement wordt gemaakt dan de discontovoet. De balans kan ook een overschot of een tekort vertonen, een positief of negatief eigen vermogen, resulterend in een dekkingsgraad die respectievelijk hoger of lager ligt dan 100%. In dat geval is er ofwel een reserve voor toekenning van indexering ofwel een tekort dat moet worden weggewerkt, bijvoorbeeld door een korting op de uitkeringen en aanspraken.

Het directe rendement

Een tweede bruikbare methode is om te kijken naar de activa en het directe rendement daarvan. Met direct rendement bedoelen we de opbrengst van de activa onafhankelijk van hun waardeontwikkeling, bijvoorbeeld het dividend voor aandelen, de huurinkomsten voor vastgoed en de rente voor vastrentende waarden. Het totale rendement van de belegde middelen van pensioenfondsen is volatiel, dat wil zeggen onderhevig aan schommelingen. Dat heeft vooral te maken met het indirecte rendement: de ontwikkeling van de waarde van de onderliggende vermogenstitels, aandelen, vastgoed en obligaties. Maar het directe rendement vertoont veel minder schommelingen. Volgens de statistieken van De Nederlandsche Bank is in de jaren tussen 2014 en 2020 het directe rendement van de Nederlandse pensioenfondsen minimaal € 19,7 miljard en maximaal € 22,2 miljard. In procenten van het vermogen is de schommeling groter maar dat komt door de volatiliteit van de onderliggende markten zoals de aandelenbeurzen. De uitdrukking: resultaten uit het verleden vormen geen garantie voor de toekomst heeft dan ook veel meer betrekking op de waarde van aandelen en andere vermogenstitels dan op het directe rendement zoals dividend en rente. Groot voordeel van het directe rendement als discontovoet, zeker als we het met het totale rendement vergelijken, is dat het veel minder onderhevig is aan sentimenten in de markt en speculatie. Zelfs in procenten van het vermogen is het directe rendement redelijk stabiel, hoewel enigszins dalend door de inflatie bij de aandelen en het vastgoed als gevolg van het beleid van de Europese Centrale Bank, zoals blijkt uit onderstaande tabel.

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
3,6%	2,3%	1,5%	1,6%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,4%	1,3%

Op grond van dit overzicht lijkt een discontovoet van 1,5% volstrekt verantwoord.

Het vertegenwoordigt een daadwerkelijke inkomende kasstroom die over de tijd genomen redelijk stabiel is en die bovendien direct gerelateerd is aan de samenstelling van het vermogen van een pensioenfonds.

Hoewel de waardeontwikkeling van aandelen en vastgoed een grote volatiliteit kent is het ook weer niet zo dat er geen trend te zien is. Rondom grotere schommelingen, die veroorzaakt worden door irrationele sentimenten, plotselinge en onverwachte gebeurtenissen of ingrepen door overheden (denk aan de rentemanipulatie van de ECB) volgen de aandelen- en vastgoedmarkten de groei van de economie. Zolang de economie blijft groeien zal ook de waarde van eigendomstitels die in de economie een belangrijke rol spelen blijven stijgen. Ook in de toekomst zal de economie blijven groeien, zij het dat het karakter van die groei zal veranderen en waarschijnlijk ook structureel lager zal uitvallen dan in het verleden als gevolg van de afname van de bevolkingsgroei en de langzamere ontwikkeling van de productiviteit.

Het kasstroommodel

Bij het kasstroommodel wordt niet naar de balans gekeken maar naar de staat van inkomsten en uitgaven. De eis die weergeeft of een pensioenfonds financieel voldoende robuust is om te indexeren is dan niet de dekkingsgraad van de balans maar de omvang van de belegde middelen

uitgedrukt in het aantal jaren dat de jaarlijkse pensioenuitkeringen kunnen worden gecontinueerd. Op dit moment hebben de gezamenlijke pensioenfondsen voor 50 jaar uitkeringen “in kas”, dat wil zeggen dat de belegde middelen voldoende zijn om, zonder verder toekomstige rendementen, 50 keer de huidige jaarlijkse uitkering te kunnen realiseren. Het is natuurlijk de vraag of dit te veel of te weinig of precies genoeg is. In publicaties van Jelle Mensonides en Jean Frijns wordt een norm gehanteerd van dertig keer de jaarlijkse uitkering.

Als we uitgaan van de norm van dertig jaar dan zijn er nog twee onbekenden die we moeten vaststellen. Behalve het prudent gekozen verwachte rendement gaat de vaststelling van de premie in dit model ook anders. Het is niet de Commissie Parameters die de grenswaarden voor de premieberekening vaststelt. De premie is in het kasstroommodel de gewenste toestroom van geldmiddelen aanvullend op het rendement. Het kasstroommodel kent daarmee dezelfde subjectieve aanpak als de balansmethode. Want niemand weet wat de toekomstige rendementen van de pensioenfondsen zullen zijn. Ook bij het kasstroommodel wordt bij een te hoog vastgesteld verwacht rendement te veel geld uitgekeerd ten koste van jongere generaties terwijl omgekeerd gepensioneerden tekort wordt gedaan bij een te laag vastgesteld verwacht rendement. Het grote voordeel van het kasstroommodel is echter dat er een omvangrijke reserve is, die als buffer kan dienen bij de invoering van het stelsel. Bovendien kan nauwkeurig worden berekend hoe toekomstige kasstromen zich zullen ontwikkelen. De premie is daarbij flexibel en vormt een stuurmechanisme dat gebruikt kan worden om een onderschrijding van het vereiste minimum aantal jaren uitkeringen te corrigeren.

Met de omvang van het huidige pensioenvermogen in Nederland kan, bij een verwacht rendement van 1,5%, de premie op 27% worden gehouden en dan blijft voor de komende zestig jaar het aantal uitkeringsjaren boven 30. Bovendien wordt gedurende deze hele periode een positieve kasstroom gerealiseerd. Dat wil zeggen dat het omvangrijke vermogen dat nu is opgebouwd in stand blijft en zelfs nog wordt uitgebreid. Let wel, we gaan er dan van uit dat de waarde van de bezittingen van pensioenfondsen niet meer verandert behalve door het bijschrijven van de positieve kasstroom. In deze berekening heb ik de uitkeringen per 1 januari 2022 verhoogd met 25% en ga ik er verder van uit dat daarna volledige indexering wordt gerealiseerd. Misschien lijkt het in dit model teleurstellend dat de premie nog zo hoog blijft, maar we moeten niet vergeten dat de huidige premie, die ongeveer op 27% gemiddeld uitkomt, een premiedekkingsgraad heeft van ongeveer 70%. Uit het opgebouwde vermogen wordt dus elk jaar weer een tekort op de inkoop van nieuwe aanspraken afgedekt. Een premie met een premiedekkingsgraad van 100% zal tussen 35% en 40% liggen. Bovendien gaan we in dit model alleen uit van het directe rendement en laten we het indirecte rendement buiten beschouwing. Maar het indirecte rendement, hoewel volatiel met uitslagen naar boven zowel als naar beneden, is wel degelijk over de langere termijn positief. Bij groeiende economieën groeien de bedrijven mee en voegen zij waarde toe aan hun bezittingen hetgeen vertaald wordt in waardevermeerdering van vermogenstitels als aandelen en vastgoed. In de praktijk zal dit model dus bij een flexibele toepassing lagere premies kennen bij een waardevast pensioen. Het voordeel van een stelsel gebaseerd op de kasstroom is dat in de tijd, bijvoorbeeld met perioden van vijf jaar, flexibel kan worden ingespeeld op de werkelijke gerealiseerde rendementen. We zouden bijvoorbeeld uit kunnen gaan van een rendement van 3% en een daaruit resulterende premie van 15%. Als na vijf jaar blijkt dat dit rendement niet wordt gehaald dan kan de premie dienen als stuurmechanisme.

Conclusie

Het is niet noodzakelijk om het huidige stelsel van aanvullende pensioen volledig op de schop te nemen zoals in het Pensioenakkoord is afgesproken. Er zijn twee methoden waarmee volledig

verantwoord kan worden beoordeeld of een pensioenfonds voldoet aan de eisen van continuïteit en waarbij voldaan wordt aan de eisen van evenwichtigheid, het sociale karakter en de lange tijdshorizon waarmee pensioenfonds werken.

Twee modellen kunnen worden gebruikt voor de discontovoet als wordt vastgehouden aan de dekkingsgraadmethode: het verwachte rendement volgens de Commissie Parameters of het directe rendement van een pensioenfonds. De discontovoet ligt dan tussen 1,5% en 2% en de dekkingsgraad komt daarmee 15 tot 25 procentpunten hoger uit dan met de huidige rentetermijnstructuur. Voordeel is ook dat de discontovoet voor vijf jaar vastligt. Het renterisico is daarmee aanzienlijk lager dan met de huidige methode.

Een alternatieve methode is het kasstroommodel. Met instandhouding van het in het verleden opgebouwde vermogen kan hiermee een waarde vaste pensioenuitkering, inclusief inhaalindexatie worden gerealiseerd bij een lagere pensioenpremie dan wij nu kennen.

De polder en de politiek kiest echter voor een uiterst ingewikkelde en juridisch aanvechtbare weg met het omzetten van de bestaande 20 miljoen contracten naar een nieuw stelsel, het verdelen van het enorme vermogen dat is opgebouwd over 20 miljoen potjes en een introductie van systematiek van lifecycle beleggen waarvan is aangetoond dat het niet werkt.

Rob de Brouwer 31 december 2021