**Position Paper Tweede Kamer , 21 januari 2018**

**D.M. Sluimers**

***Inleiding***

In dit position paper wordt ingegaan op een aantal algemene uitgangspunten inzake de waarde bepalingen van pensioenaanspraken. Daarbij wordt geprobeerd de discussie aan de hand van een aantal voorbeelden zo doorzichtig mogelijk te maken. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat een van de problemen van het huidige pensioendebat is dat de discussie al snel uitmond in allerlei vrij gecompliceerde stellingnames die niet altijd voor een ieder even makkelijk te volgen zijn. Vandaar mijn wat basale benadering die mogelijk inzicht kan bieden in de problematiek, inclusief de stellingnames in de brief van DNB van 19 september 2018.

***Waardering pensioenaanspraken****.*

In beginsel is de berekening van pensioenaanspraken niet ingewikkeld. Stel u heeft een pensioenfonds met één deelnemer die u over één jaar 1000 euro moet betalen. Hoeveel geld heeft u nodig om er volledig zeker van te zijn dat u uw deelnemer over één jaar 1000 euro kunt uitbetalen? Als u het geld cash aanhoudt, is het antwoord simpel, nl 1000 euro. U kunt het ook risicovrij in AAA obligaties beleggen. U ontvangt dan een rendement van zo’n 0,5%. Dat betekent dat u in kas nu 995 euro hoeft aan te houden. Want u bent er nagenoeg zeker van dat u dit rendement gaat maken en dus 1000 euro kunt uitkeren. Als u de deelnemer echt zekerheid wilt bieden, is dit de wijze waarop u moet disconteren.

Ondanks de indruk die we ins ons land wekken dat we het zo doen, is dat niet het geval. Dat heeft te maken dat we bij het bepalen van de rentestructuur ook rekening houden met de zogenaamde UFR, de ultimate forward rate. Dat is geen rente die u daadwerkelijk krijgt op uw uitgezette geld, maar een taxatie waar op langere termijn de rente naar toe beweegt. Rekening houdende met deze verwachte lange termijn uitkomst, wordt momenteel een risicovrije rentestructuur gehanteerd die voor de meeste pensioenfondsen qua rekenrente uitkomt op 1,5%. Op zich is deze uitkomst niet risicovrij want het is onbekend of de rentecurve op basis van UFR uitkomst uiteindelijk wordt gerealiseerd. En dus of de daaruit voortvloeiende rente voor het pensioenfonds wel de juiste rekenrente is.

Dit betekent in ons voorbeeld dat als het pensioenfonds 985 euro in kas houdt, hetgeen volgens de huidige aanpak voldoende is, de deelnemer geen garantie heeft dat de 1,5% ook daadwerkelijk wordt gerealiseerd. In feite klopt de communicatie dan ook niet. Reeds op dit moment zou onze pensioendeelnemer al vertelt moeten worden dat het fonds niet volledig zeker is dat volgende jaar 1000 euro uitgekeerd kan worden. Een eerlijke communicatie zou uit moeten gaan van een gunstig en ongunstig scenario. Dat is ook iets waar minister Koolmees zegt aan te willen werken, maar nog steeds wordt gedaan alsof de deelnemer bij de gehanteerde discontovoet van zo’n 1,5% een zeker nominaal pensioen tegemoet mag zien. Maar wie 985 euro in kas houdt, weet alleen zeker dat na één jaar, mits belegd in AAA obligaties, er 990 euro uitgekeerd kan worden.

Deze onzekerheid neemt toe naarmate de gehanteerde discontovoet hoger wordt. Immers het verschil tussen de risicovrije rente van 0,5% en het gehanteerde, verwachte rendement loopt op. Stel dat we zouden uitgaan van de indertijd gehanteerde, vaste 4% rekenrente dan heeft ons fonds maar 962 euro nodig om aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen. Maar of het fonds dat ook daadwerkelijk gaat halen, is de vraag. Anders gezegd: hoe hoger de disconto voet, des te groter is de kans dat het beloofde resultaat niet gehaald wordt. In die zin is het niet zo dat je bij een grotere onzekerheid een hogere discontovoet mag gebruiken, maar is het juist omgekeerd: als je een hogere discontovoet gebruikt, moet je aangeven dat het resultaat onzekerder gaat worden. Immers je boekt een rendementsverwachting in, waarvan het niet zeker is dat je die gaat realiseren.

Is voor dit pensioenresultaat nu alleen de discontovoet van betekenis? Nee, want er zijn nog twee andere factoren van belang die nogal eens vergeten worden. Ten eerste ontvangt het fonds niet alleen vermogensinkomsten, maar ook pensioen premies die van belang zijn voor het financieren van zijn pensioenverplichtingen. Als het goed is, wordt bij de berekening van de pensioenpremie ook uitgegaan van de risicovrije rente. Anders is de premie voor een risicovrij pensioen te laag. Op dit moment wordt echter bij een groot aantal pensioenfondsen de premie niet risicovrij vastgesteld. Zo wordt bij het grootste pensioenfonds in ons land (ABP) bij de bepaling van de kostprijspremie uitgegaan van een prudent reëel rendement van 2,8%. Feitelijk betekent dit dat de jonge, nieuwe deelnemers (en hun werkgevers) te weinig betalen voor hun risicovrije pensioen. Dit impliceert dat de facto dat iedere toetredende nieuwe deelnemer leidt tot een daling van de dekkingsgraad van het fonds. Immers het gehanteerde rendement bij de premieberekening is hoger dan de risicovrije (nominale) rekenrente van 1,5% waarmee de dekkingsgraad wordt berekend.

Het tweede verschil zit in de buffer die de pensioenfondsen aanhouden. Die buffer is geïntroduceerd om er voor te zorgen dat de beleggingsportefeuille van de pensioenfondsen risico technisch als het ware wordt gelijk getrokken met een risico vrije belegging. Immers pensioenfondsen beleggen niet alleen in risicovrije obligaties, maar ook in risicovolle, zakelijke waarden. Om nu te zorgen dat die uitkomst van die risicovollere portefeuille (nagenoeg) gelijk is aan een portefeuille met alleen maar risicovrije beleggingen moet het fonds een buffer aanhouden. Hoe meer zakelijke waarden een fonds aanhoudt, hoe groter deze buffer moet zijn. Interessant is nu dat in het huidige FTK deze buffer niet alleen gebruikt wordt om het risico van de risicovollere portefeuille gelijk te trekken met een risicovrije portefeuille, maar dat daar ook (gedeeltelijk) uit geïndexeerd mag worden. In beginsel is dit onjuist. Pas als de gehele buffer is volgestort, en de beleggingen als het ware risicovrij zijn, dan pas zou er sprake kunnen zijn van indexatie.

Wie deze uitkomst beziet, kan niet anders doen dan constateren dat het risicovrije beeld dat in de communicatie van onze pensioenaanspraken wordt geschetst, niet strookt met de werkelijkheid. De gehanteerde discontovoet is (deels) op verwachtingen gebaseerd, de kostprijspremie is te laag en de buffer, noodzakelijk om de risico’s van een risicovolle portefeuille op te vangen, wordt al deels ingezet voor indexatie. Het feit dat dit niet duidelijk wordt gecommuniceerd naar de deelnemers is op z’n minst opmerkelijk. Ook geeft het aan dat in het huidige beleid de facto geen volledige zekerheid van de pensioenaanspraken wordt nagestreefd. De discussie gaat naar mijn mening dan ook vooral over de vraag hoeveel zekerheid we de deelnemer willen bieden.

***De brief van DNB***

De brief van DNB gaat eigenlijk maar in op één aspect van de drie hiervoor genoemde factoren, namelijk de gehanteerde buffer. Op zich is het uiteraard juist dat een hogere buffer meer zekerheid biedt. Maar het uitgangspunt van de zekerheid zit toch echt in de gehanteerde rekenrente. In de brief van DNB wordt net gedaan of die rekenrente en de daaraan gekoppelde zekerheid niet ter discussie staat en dat, uitgaande van een risicovrije rente, het alleen maar gaat of er voldoende buffer is om bij een risicovolle portefeuille deze portefeuille voldoende te “vertalen’ in een risicovrije portefeuille. Op zichzelf is dat een juiste redenering, maar gaat voorbij aan het startpunt. Immers dat startpunt, dat willen zeggen de gehanteerde discontovoet, bepaalt de basis van de zekerheid. De buffer geeft alleen maar aan in welke mate een meer risicovolle portefeuille spoort met deze risicovrije benadering. Maar ook bij hogere rekenrentes zijn er buffers. Maar die leiden niet tot een risicovrij pensioen.

Een hogere dekkingsgraad door een hogere rekenrente leidt dan wel tot een hogere buffer maar die buffer heeft nu een heel andere betekenis gekregen. Het is niet meer een buffer die de risicovolle portefeuille gelijk te schakelt met een risicovrije portefeuille, maar een buffer die de bestaande portefeuille gelijk schakelt met een iets minder risicovolle portefeuille. Je kunt ook wat meer indexeren, maar anderzijds neemt de kans dat het fonds daadwerkelijk aan zijn nominale verplichting tegemoet kan komen, wel af. In zoverre bestaat ‘rijk rekenen’ dan ook niet. Er wordt wel meer geïndexeerd, maar in zijn totaliteit wordt er uiteraard niet meer uitgekeerd. De hogere indexatie gaat ten koste van de zekerheid van de nominale basis toezegging. Uiteindelijk is het een zero sum game.

Deze tegenstelling is volgens mij exact de kern van de discussie inzake de toekomst van ons pensioenstelsel. Hoe zekerder we de nominale toezegging willen houden, des te minder zal er ruimte zijn voor indexatie. Willen we eerder en meer indexeren, dan zal de nominale zekerheid (verder) omlaag moeten. Die nominale zekerheid wordt dan meer een ambitie en geen echte toezegging. Precies waar de discussie in de SER over is gegaan. Verrassend is hoe hard de stellingen zijn geweest die daarbij zijn ingenomen. Terwijl de huidige toezegging ook al niet volledig zeker is, zeker niet voor het overheidspensioen. Het gaat derhalve om de gradatie van zekerheid en die zit in de discontovoet, niet in de buffer. De buffer zorgt er alleen maar voor dat een risicovollere portefeuille wordt terug vertaalt naar het uitgangspunt van een risicovrije portefeuille.

Als we een fonds nemen met een duration van 15 jaar, is een dekkingsgraad van 105 bij een discontovoet van 0,5% gelijk aan een dekkingsgraad van 142% bij een discontovoet van 3,0%. Het laatste fonds heeft dan wel een grotere buffer, maar ook het startniveau ligt hoger. Dit fonds heeft voldoende buffer om zijn portefeuille terug te vertalen naar het startpunt, maar dat is wel een (veel) risicovoller startpunt dan bij de hantering van een discontovoet van 0,5%. Wel meer indexatie, maar een grotere kans dat de nominale toezegging niet wordt gehaald. En dat moet dan weer heel helder worden gecommuniceerd. Er is niet meer dan er is.

*De jongeren discussie*

Wat betekent dit alles nu voor jongeren? In ons simpele pensioenfonds maakt het niet uit. Maar in werkelijkheid wel. Niet qua indexatie, want als er meer geïndexeerd wordt, is dat gunstig voor actieven en inactieven. Het probleem zit in de nominale toezegging. Als je een hogere rekenrente hanteert, neemt de kans dat de nominale toezegging wordt nagekomen, af. Dat maakt op één jaar niet zoveel uit. Als het rendement in één jaar wat lager uitkomt, scheelt dat niet zo veel. Maar over een periode van bijvoorbeeld 40 jaar maakt dat wel heel veel uit. Het verschil tussen een rekenrente van 0,5% en 3,0% is in voor een periode van één jaar: 995 euro versus 962 euro. Over 40 jaar is dat verschil aanmerkelijk groter: 671 euro versus 306 euro. Anders gezegd: als je het ingeboekte rendement niet haalt, maakt dat voor een oudere niet zo veel uit, maar voor een jongere kan dat wel degelijk heel veel schelen.

Omgekeerd is het uiteraard zo dat de lagere rekenrente van de afgelopen jaren gunstig heeft uitgepakt voor jongeren. Zelfde voorbeeld als in het begin aangegeven. Een daling van de discontovoet van 3,0 naar 0,5% leidt voor een verplichting van één jaar tot een stijging van het noodzakelijk vermogen van 962 naar 995 euro. Maar voor de verplichting van 40 jaar stijgt het noodzakelijk vermogen van 306 euro naar 671 euro. Dit is ook de reden dat het aandeel van bijvoorbeeld 40-minners in de pensioenaanspraken fors is opgelopen. Berekeningen van Mercer, die ook in kamerstukken zijn gehanteerd, laten al snel een financiële transitie zien van oud (40-plussers) naar jong (40-minners) van zo’n 100 miljard euro. Overigens is dit vooral een transitie op papier. Als de rente gaat stijgen, zal deze transitie weer de andere kant opgaan. Maar de gedachte dat er zo dadelijk geen (aanvullend) pensioen voor jongeren zou zijn, klopt niet met de feiten. Sterker nog, momenteel wordt het uitkeringsniveau van de pensioenen gekort om vooral de (duurdere) zekerheid voor jongeren te kunnen financieren.

*Hoe nu verder?*

Het is helder dat ons stelsel niet de zekerheid biedt die velen er in zien of van verwachten. Het idee om dan maar volledig op individuele systemen over te stappen, zal qua zekerheid niet helpen. Eerder omgekeerd. De uitkomsten van individuele regelingen mogen dan wel duidelijker zijn, ze zijn tegelijkertijd ook veel onzekerder. In de individuele markt zijn de afgelopen 10 jaar forse tegenvallers opgetreden voor de deelnemers. Verder wordt nogal eens vergeten dat we na de pensioneringsdatum nog meer dan de helft van ons pensioen moeten verdienen. Om dat op individueel niveau tot de verantwoordelijkheid van gepensioneerden te rekenen, gaat niet tot meer zekerheid leiden. We moeten oppassen dat we na de woekerpolissen niet in de woekerpensioenen belanden, zoals bijvoorbeeld in het VK is gebeurd.

Daarbij komt dat ons huidige stelsel wel collectief wordt uitgevoerd, maar in zijn opzet qua pensioenaanspraken al zeer individueel is. Dat geldt bij uitstek voor bedrijfstakpensioenfondsen. Het is niet voor niets dat onder IFRS de pensioenaanspraken van een bedrijf dat is aangesloten bij een bedrijfstakpensioenfonds, als DC op de balans mogen worden opgenomen. Dit komt omdat bedrijfstakpensioenfondsen wel exact de pensioenaanspraak van de individuele deelnemer kunnen uitrekenen, maar niet die van het bedrijf. Het bedrijf koopt in feite zijn aanspraak af via de premie die hij betaalt aan het pensioenfonds. Het opheffen van bedrijfstakpensioenfondsen zou op dit gebied nog wel eens voor onaangename verrassingen kunnen zorgen.

De zekerheid van ons huidige pensioenstelsel zal overigens sowieso niet toenemen. Waarom niet? Omdat het pensioenresultaat steeds afhankelijker zal worden van het rendement op vermogen. Immers het vermogen zal, net als de afgelopen 25 jaar, naar alle waarschijnlijkheid veel sneller stijgen dan het premieplichtig inkomen. Op dit moment (stand eind november 2018) bedraagt het vermogen van het ABP 409 miljard euro en het premieplichtig inkomen van het ABP ligt rond de 35 miljard euro. Een verhoging van het rendement van 1,0% levert derhalve voor het fonds evenveel op als 12% premiestijging. En die verhouding zal in de toekomst alleen maar toenemen. Met die oplopende afhankelijkheid van het vermogen wordt de zekerheid dat de fondsen hun nominale toezegging kunnen nakomen, steeds minder. Tenzij we steeds hogere buffers gaan aanhouden.

In zoverre lijkt het verstandiger te erkennen, en dat moeten we eigenlijk al bij het huidige systeem doen, dat de pensioenuitkomst onzeker is. En dat we niet meer in pensioenoverzichten de deelnemer tot op de euro nauwkeurig voorspellen wat zijn of haar pensioenuitkomst over 20, 30 jaar zal zijn. Het huidige, te veel op zekerheid gebaseerde beleid zal op termijn alleen maar tot grotere teleurstellingen leiden. Op dat punt is de brief van DNB ook geen goede benadering. Het enige wat we kunnen zeggen is dat met een collectieve beleggingsstrategie we die onzekerheid beter kunnen beheersen.

Verder zal het dan de vraag zijn hoeveel onzekerheid we bereid zijn te accepteren. Daar gaat de discussie over de rekenrente in feite over. Al eerder heb ik in een krantenartikel betoogd dat door het huidige complexe FTK de (zichtbare) relatie tussen rendement en rekenrente vrijwel geheel verdwenen is. En dat wordt terecht door deelnemers niet begrepen. Immers de overrendementen (rendement minus rekenrente) zouden ten goede moeten komen aan de deelnemers. Maar dat gebeurt niet omdat de fondsen die overrendementen in hun (te lage) buffers stoppen, er de te lage kostprijspremie mee subsidiëren en er de stijgende levensverwachting mee betalen. Zolang dit proces onduidelijk is, en de overrendementen zich ten minste niet voor een deel in indexatie uit betalen, zal het vertrouwen in ons pensioenstelsel blijven afnemen. Want uiteindelijk wint indexatie het altijd van communicatie. Wat overigens onverlet laat dat we nu al veel duidelijker moeten communiceren dat de huidige pensioenaanspraken minder zeker zijn dan we nu uitstralen.

Wat de hoogte van de rekenrente betreft het volgende. Gelet op het feit dat de toekomstige pensioenaanspraken steeds meer afhankelijk zullen worden van de rendementen op het pensioenvermogen, ligt het in de rede daar meer aansluiting bij te zoeken. En tegelijkertijd aan de deelnemer duidelijk te maken dat zijn pensioenuitkomst altijd binnen een zekere bandbreedte zal uitkomen. En hoe langer de deelnemer nog heeft te gaan, des te breder zal die aangegeven bandbreedte moeten zijn. Maar ook hier geldt dat er een zekere balans zal moeten zijn. De bandbreedte kan niet te groot worden, anders verdwijnt het vertrouwen van de deelnemer alleen maar verder. Er moet wel enig houvast voor de toekomst zijn. Uiteindelijk komt het er derhalve steeds op neer hoeveel onzekerheid voor de deelnemer acceptabel is. Het rekenrente debat blijft derhalve vooral een politiek debat.

D.M. Sluimers (Dick) is bestuurder en commissaris en voormalig CEO van de APG Groep.