



Een alternatieve maat voor de indexatiekwaliteit van pensioenen

Theo Nijman,
Bas Werker,
Peter de Goeij,
September 2006

1. Inleiding

Indexatie van pensioenrechten is niet vanzelfsprekend. De koopkracht van opgebouwde pensioenrechten of van opgebouwd pensioenvermogen kan door de lange looptijd van pensioentoezeggingen in hoge mate worden uitgehold door inflatie. In veel landen wordt het pensioensysteem gedomineerd door pensioen op basis van ingelegde premie (Defined Contribution, DC). In een dergelijk systeem loopt de deelnemer zowel individueel beleggingsrisico als indexatierisico. In Nederland is overwegend sprake van pensioen op basis van toegezegde rechten (Defined Benefit, DB) waarbij de nominale rechten van de deelnemer in hoge mate gegarandeerd zijn. Indexatie van die rechten wordt door vrijwel alle pensioenfondsen nagestreefd, maar alleen toegezegd indien de financiële situatie dat toelaat. De mate waarin pensioenen zullen worden geïndexeerd staat bekend als de indexatiekwaliteit van de pensioentoezegging.

De Tweede Kamer buigt zich momenteel over de pensioenwet. In het wetsvoorstel is regelgeving voorzien over de manier waarop pensioenfondsen hun deelnemers moeten voorlichten over de te verwachten indexatie. De voorgeschreven indexatiematrix vereist het gebruik van moeilijk toegankelijke standaardzinnen als "op basis van een continuïteitsanalyse, volgens de voorschriften van de toezichthouder, mag verwacht worden dat op lange termijn circa 80% van de maximale indexatie wordt toegekend". In deze notitie zal worden ingegaan op de vraag hoe de voorlichting aan deelnemers over indexatiekwaliteit beter kan worden vorm gegeven. Met name zal daarbij worden ingegaan op de vraag welke lessen getrokken kunnen worden uit de ervaringen met de Financiële Bijsluiter. Deze bijsluiter dient verstrekt te worden bij de aanschaf van vele financiële producten met beleggingsrisico. In de eerste (huidige) versie van de bijsluiter lag de nadruk ook op lange standaardzinnen. Inmiddels is uit de evaluatie van de bijsluiter gebleken dat consumenten dergelijke informatie nauwelijks begrijpen. Uitgebreid consumentenonderzoek, in opdracht van de AFM, heeft laten zien dat een grafische illustratie van (in dat geval) vijf mogelijke risiconiveaus wel begrepen wordt.

De voorziene wetgeving bevat ook regelgeving over de periodiek door pensioenfondsen uit te voeren continuïteitsanalyse. Hierin dienen de fondsen (op basis van stochastische simulaties) aan te met welke waarschijnlijkheid situaties als een dekkingstekort, een premiesprong of beperking van de indexatie zich zullen voordoen. Ook de indexatiematrix kan alleen met behulp van dergelijke stochastische simulaties worden ingevuld. In deze notitie zal worden betoogd dat, op basis van de berekeningen die voor de continuïteitsanalyse toch al noodzakelijk zijn, eenvoudig een aantrekkelijker maatstaf voor indexatiekwaliteit kan worden afgeleid. Deze alternatieve maatstaf is een variant van de risicometer die in de vernieuwde Financiële Bijsluiter zal worden opgenomen. De analyse beperkt zich tot Defined Benefit systemen met bindende nominale pensioentoezeggingen en veronderstelt expliciete toezeggingen over indexatie van rechten op basis van bijvoorbeeld een indexatiestaf¹.

De indexatiematrix, zoals die in de pensioenwet is voorzien, beperkt zich tot de verwachte indexatie. Daarbij blijven de risico's (de kans op een lagere koopkracht dan verwacht) buiten beeld. Ook is de indexatiematrix uitsluitend gericht op de vraag of het pensioenfonds voor de *gemiddelde* deelnemer ook de zogenaamde zachte verplichtingen (de indexatieambitie) nakomt. Voor gepensioneerden met een korte resterende levensverwachting zijn de consequenties van afzien van indexatie, die later mogelijk wordt ingehaald, echter anders dan voor jongeren. De vraag rijst dan ook of indexatiekwaliteit voor een gemiddelde deelnemer gepresenteerd zou moeten worden of juist voor iedere deelnemer individueel. Een belangrijk voordeel van de voorgestelde risicometer is dat deze op termijn relatief eenvoudig uit te breiden lijkt naar een web-based tool waarbij op basis van de persoonlijke situatie van de deelnemer de reële koopkracht van de al opgebouwde pensioentoezegging in beeld wordt gebracht. Ook de consequenties van keuzes (waardeoverdracht naar een ander fonds, eerder of later stoppen met werken, additionele pensioen-opbouw, waardeoverdracht aan een partner,...) voor de koopkracht van de pensioenuitkering kunnen daarbij geïllustreerd worden.

De kosten van de indexatietoezegging worden noch door de indexatiematrix noch door de voorgestelde maat van indexatiekwaliteit weergegeven. Juist die kosten zouden bij het afsluiten van het pensioencontract (CAO onderhandelingen) of bij het overdragen ervan (waarde overdracht door deelnemers, uitvoering van het contract door een derde partij) een grote rol moeten spelen. De kosten van de toezegging worden weergegeven door de marktwaarde ervan. Het gebruik van marktwaarden van pensioentoezeggingen is inmiddels gemeengoed geworden in de financiële verslaglegging (IFRS) en speelt een centrale rol bij het beoordelen van de solvabiliteit van pensioenfondsen (FTK). Het gebruik van de marktwaarde van

¹ De analyse kan worden uitgebreid met de mogelijkheid van het afboeken van nominale rechten alsmede naar koopkrachtrisico's in regelingen die gebaseerd zijn op opgebouwd pensioenvermogen. Veel recent afgesloten regelingen die als Collective Defined Contribution bekend staan bevatten overigens harde nominale toezeggingen voor de deelnemers en dienen vanuit de optiek van de deelnemer (en van deze notitie) dus als Defined Benefit te worden gekarakteriseerd.

de toezegging is evenwel minder geschikt voor voorlichting aan deelnemers. De onderliggende veronderstelling dat pensioentoezeggingen kunnen en zullen worden verhandeld is een te sterke vereenvoudiging van het gedrag van deelnemers aan een pensioenregeling. Voor de volledigheid zal, in de appendix, nader worden ingegaan op het meten van de indexatiekwaliteit van een toezegging in termen van marktwaarden.

De opbouw van deze notitie is als volgt. In paragraaf 2 zal nader worden ingegaan op het belang van het meten van de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen. Paragraaf 3 bespreekt een aantal gewenste eigenschappen van een indexatielabel. In paragraaf 4 komen de belangrijkste elementen aan de orde van de in het wetsvoorstel voorgestelde methode om de indexatiekwaliteit door middel van de indexatiematrix inzichtelijk te maken. In paragraaf 5 wordt een methode uitgewerkt om, analoog aan de vernieuwde Financiële Bijsluiter, de indexatiekwaliteit van pensioenen weer te geven door een kleurencode (van 'groen' naar 'rood'). In paragraaf 6 wordt stil gestaan bij de vraag welke horizon het best gehanteerd kan worden bij het evalueren van de indexatiekwaliteit en wordt de verwante vraag besproken of leeftijdseffecten in de indexatiemaatstaf zichtbaar gemaakt zouden moeten worden. Paragraaf 7, tenslotte, presenteert een aantal conclusies en inventariseert vragen voor vervolg onderzoek. In de appendix wordt nader ingegaan op de relevantie van het bepalen van de indexatiekwaliteit van een toezegging op basis van de marktwaarde.

2. Het belang van het meten van de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen

In het wetsvoorstel pensioenwet is een indexatiematrix opgenomen die beoogt om de indexatiekwaliteit van een pensioenregeling inzichtelijk te maken. Alvorens in de volgende paragrafen in te gaan op een alternatief voor deze indexatiematrix wordt in deze paragraaf het belang van inzicht in de indexatiekwaliteit van pensioenen nogmaals uiteen gezet.

Inflatie kan de koopkracht van nominale pensioentoezeggingen in hoge mate uithollen. De marktwaarde van een nominale pensioentoezegging voor een 50-jarige is grofweg de helft van de marktwaarde van een volledig geïndexeerde (reële) pensioentoezegging (zie appendix). Voor jongeren is het belang van indexatie nog groter. Vrijwel alle DB pensioenregelingen in Nederland streven indexatie na. Doorgaans is het moeilijk om in te schatten hoe goed de indexatiekwaliteit van een bepaalde regeling is ten opzichte van de extremen van een volledig nominaal dan wel reëel pensioen. Toch is inzicht in die indexatiekwaliteit van groot belang vanwege tenminste vier redenen:

- de keuze om al dan niet additioneel pensioen op te bouwen,
- beslissingen over andere keuze-elementen in de pensioenregeling,
- adequaat pensioentoezicht,
- het draagvlak voor het pensioenstelsel.

Periodiek worden deelnemers en slapers aan een pensioenregeling geïnformeerd over hun opgebouwde rechten. Zij dienen af te wegen of de opgebouwde rechten voldoende zijn dan wel of het aantrekkelijk is vrijwillig additioneel pensioen op te bouwen. Een belangrijke determinant van die keuze is de reële koopkracht van de opgebouwde rechten.

Het Nederlandse pensioenstelsel wordt steeds meer gekenmerkt door de mogelijkheid van maatwerk, waarbij deelnemers door gebruik te maken van keuze-elementen de pensioenregeling kunnen afstemmen op hun individuele situatie. Deelnemers kunnen bijvoorbeeld kiezen om langer door te werken en zo meer pensioen per jaar op te bouwen, om een tekort aan pensioenopbouw in het verleden aan te vullen, om pensioen over te dragen aan een partner of om bij aanvaarding van een betrekking bij een andere onderneming waarde over te dragen naar een ander pensioenfonds. Adequate beoordeling van de alternatieven bij dergelijke keuzes vereist dat men voldoende inzicht heeft in de koopkracht van de pensioenrechten.

Ook voor het goed functioneren van het pensioentoezicht zijn duidelijke afspraken over het meten van indexatiekwaliteit van belang. De Nederlandsche Bank heeft zich als toezichthouder op het gebied van pensioenen steeds op het standpunt gesteld dat pensioenfondsen niet alleen hun juridisch bindende (harde, nominale) verplichtingen moeten nakomen, maar ook moeten aantonen dat de indexatiedoelstellingen die vermeld worden realistisch zijn. Dat vereist afspraken over de wijze waarop de indexatiekwaliteit wordt gemeten. Pensioenvermogen is voor veel Nederlanders veruit de belangrijkste vermogenscomponent. Ook vanuit het perspectief van adequaat toezicht op informatieverstrekking over financiële producten aan particulieren is de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen dus van groot belang (ongeacht de vraag of dit toezicht nu door de Autoriteit Financiële Markten dan wel door De Nederlandsche Bank wordt ingevuld).

Het laatste argument dat pleit voor het verbeteren van de informatie over de indexatiekwaliteit is het draagvlak voor het pensioenstelsel zelf. In een tijd waarin transparantie van processen centraal staat kan gebrekkige transparantie gemakkelijk leiden tot een afkalving van het draagvlak voor solidariteit. Dat is des te sterker het geval indien onverhoopt tot aanzienlijke indexatiekortingen zou moeten worden overgegaan, terwijl het risico daarop bij de deelnemers onvoldoende bekend was. Daarbij zij overigens aangetekend dat beter inzicht in de indexatiekwaliteit van toezeggingen voor bepaalde groepen ook kan leiden tot de conclusie dat de bestaande pensioencontracten dienen te worden herzien, omdat sprake kan zijn van impliciete (mogelijk ongewenste) solidariteiten.

3. Gewenste eigenschappen voor een indexatiemaatstaf

Alvorens in te gaan op de indexatiematrix en op de alternatieve maatstaf voor indexatiekwaliteit is het zinvol een aantal gewenste uitgangspunten voor die

maatstaf te formuleren. Sommige daarvan kunnen strijdig zijn met andere en daar dienen keuzes gemaakt te worden.

1. Een indexatielabel dient inzicht te geven in de *reële koopkracht* van de pensioentoezegging aan de deelnemer. Het meest voor de hand liggend lijkt het om de koopkracht te meten door middel van de prijsinflatie.
2. Een indexatielabel dient *onderscheidend* te zijn. Dat wil zeggen dat de uitkomsten voor wezenlijk verschillende pensioenregelingen voldoende moeten verschillen om informatief te zijn.
3. Een label dient een adequate afweging tussen *verwachte* koopkracht en het *risico* dat de koopkracht lager is dan de verwachting mogelijk te maken. Een eendimensionale classificatie lijkt voor de hand te liggen.
4. Een indexatielabel moet *inzichtelijk* zijn voor de deelnemers en door hen op de juiste wijze geïnterpreteerd kunnen worden. Dit vereist ook dat duidelijk gemaakt wordt wat een dergelijk label wel en niet aangeeft.
5. Het indexatielabel moet voldoende *stabiel* zijn. Fluctuaties in de maatstaf op een frequentie die hoger ligt dan die waarop deelnemers en sociale partners het pensioencontract of het ingelegd vermogen (kunnen) herzien lijken weinig zinvol.
6. Het indexatielabel dient potentieel bruikbaar te zijn bij *alle typen pensioentoezeggingen*, dus ook in geval van individual of collective defined contribution.
7. Het is aan te bevelen de maatstaf zo op te stellen dat op termijn ook de *individuele pensioensituatie* van de deelnemer (bijvoorbeeld een vergelijking van de koopkracht op basis van de opgebouwde rechten in het verleden en het huidig salaris) kan worden geïncorporeerd en de gevolgen van keuzes in beeld gebracht kunnen worden ten aanzien van waardeoverdracht aan partner, eerder of later stoppen met werken, etc.
8. Het indexatielabel dient *vergelijkbaar* te zijn tussen verschillende pensioenregelingen. Dit vereist dat zo veel mogelijk uniforme veronderstellingen worden gemaakt over bijvoorbeeld de verwachte inflatie en de rendementen op financiële activa.
9. De berekening van een indexatielabel dient *verifieerbaar* te zijn. Externe partijen en toezichthouders dienen de bepaling van het label te kunnen repliceren.
10. Een indexatielabel dient *niet manipuleerbaar* te zijn. Minimale veranderingen in de specificatie van het pensioencontract dienen tot minimale veranderingen in het label te leiden.

4. De voorgestelde indexatiematrix

Nederland kent een veelheid aan pensioenregelingen. In het wetsvoorstel pensioenwet is door middel van een indexatiematrix aangegeven hoe voor

verschillende typen pensioenregelingen de indexatiekwaliteit gemeten en gepresenteerd zou kunnen worden. Deze paragraaf bevat een korte samenvatting van de meest relevante elementen uit dat voorstel waarbij we ons andermaal beperken tot Defined Benefit systemen met bindende nominale pensioentoezeggingen en expliciete toezeggingen over indexatie van rechten op basis van toekomstige dekkingsgraden². Ook zal worden ingegaan op de vraag in hoeverre de indexatiematrix bruikbaar is als maatstaf voor indexatiekwaliteit.

In de indexatiematrix wordt onderscheid gemaakt tussen regelingen waarbij al dan niet een specifieke indexatiemaatstaf (bijvoorbeeld prijsinflatie of loongroei in de sector) is vastgelegd. Indien de indexatietoezegging slechts gebaseerd is op de hoogte van een bestemmingsreserve, zonder dat een specifieke indexatiemaatstaf is aangegeven, neemt de verwachte procentuele indexatie een centrale plaats in bij het beoordelen van de indexatiekwaliteit. In de mededelingen aan de deelnemer dienen de volgende standaardzinnen te worden opgenomen:

“Het pensioenfonds probeert de pensioenrechten en -aanspraken jaarlijks aan te passen. Op basis van een continuïteitsanalyse, volgens de voorschriften van de toezichthouder, mag verwacht worden dat op lange termijn circa x% indexatie kan worden toegekend”.

Indien bijvoorbeeld de CBS prijsindex als indexatiemaatstaf is aangegeven zien de standaardzinnen er als volgt uit:

“Het pensioenfonds probeert de pensioenrechten en -aanspraken jaarlijks aan te passen aan de procentuele stijging van de consumenten prijsindex zoals vastgesteld door het CBS. Op basis van een continuïteitsanalyse, volgens de voorschriften van de toezichthouder, mag verwacht worden dat op lange termijn circa x% van de maximale indexatie kan worden toegekend”.

Het weergeven van de indexatiekwaliteit van een pensioentoezegging zoals voorzien in de indexatiematrix kent een aantal bezwaren waarop hieronder nader zal worden ingegaan. Aansluitend zal de voorgestelde wetgeving worden geëvalueerd aan de hand van de in de vorige paragraaf geformuleerde uitgangspunten.

Toegankelijkheid van standaardzinnen

De eerste kanttekening bij de indexatiematrix betreft de toegankelijkheid van de standaardzinnen. De ervaring met de eerste versie van de Financiële Bijsluiter heeft aangetoond dat consumenten weinig kunnen met dergelijke lange standaardzinnen. Uitgebreid consumentenonderzoek in opdracht van de AFM rechtvaardigt de verwachting dat bij een grafische illustratie van slechts

² Veel van de aangedragen argumenten gelden evenzeer voor de andere typen pensioenregelingen die in de indexatiematrix worden onderscheiden.

een beperkt aantal mogelijke risiconiveaus de gewenste informatieoverdracht wel plaats zal vinden.

Niet vergelijkbaar

In de indexatiematrix wordt een groot aantal verschillende begrippen en standaardzinnen gehanteerd, afhankelijk van de indexatiecategorie (geen indexatietoezegging, geen doelgericht indexatiebeleid, voorwaardelijke indexatietoezegging niet/wel gekoppeld aan een ex ante bepaalde maatstaf) en de gespecificeerde indexatieambitie (prijsinflatie, algehele looninflatie, looninflatie in de sector,..). Dit maakt de maat moeilijk vergelijkbaar tussen regelingen.

Indexatie kwaliteit van de regeling als geheel

Een derde bezwaar tegen de indexatiematrix is dat deze betrekking heeft op de pensioenregeling als geheel en dus suggereert dat de indexatiekwaliteit van de toezegging dezelfde is voor alle deelnemers, ongeacht hun leeftijd³. Door mogelijke cumulatie van indexatiekortingen, maar ook door inhaalindexatie, zal de mate waarin men geraakt wordt door uitblijvende indexatie van pensioenrechten afhankelijk zijn van de leeftijd van de deelnemer. Door aan te sluiten bij het pensioenbericht kan individuele informatie worden verstrekt en kan tevens worden voorkomen dat de kwaliteit van de pensioenregeling als geheel zou worden verward met de indexatiekwaliteit van die regeling. De kwaliteit van de pensioenregeling als geheel hangt uiteraard mede af van de premiehoogte en -volatiliteit, van de kans op bonusindexatie, van componenten als het invaliditeits- en nabestaandenpensioen, etc. In paragraaf 6 zal nader ingegaan worden op de argumenten om wel of niet hetzelfde indexatielabel toe te kennen aan alle deelnemers in een regeling.

Inschatting te verwachten inflatie

De standaardzinnen specificeren de verwachte indexatie dan wel het verwachte deel van de geambieerde inflatiecompensatie. Om te kunnen beoordelen welke effecten gebrek aan indexatie zal hebben op de koopkracht dient de consument in beide gevallen zelf de te verwachten inflatie in te schatten. Dit zal niet voor eenieder eenvoudig zijn.

Risico's worden niet in beeld gebracht

De in de indexatiematrix beoogde informatie betreft uitsluitend de verwachte ontwikkeling. Tenminste even belangrijk is de onzekerheid in de toekomstige koopkracht van de toezegging.

Beeldvorming uitsluitend op basis van de indexatiekwaliteit t.o.v. de ambitie

³ In principe zal de indexatiekwaliteit ook afhangen van variabelen als de sterftékansen (en dus van het geslacht) en van het carrièreverloop. Daarvan wordt ook in dit rapport afgezien.

Tenslotte is de beeldvorming op basis van de maat voor indexatiekwaliteit van belang. Mogelijk kan de indruk ontstaan dat een regeling met de ambitie tot prijsindexatie en een hoge indexatiekwaliteit aantrekkelijker is dan een ambitie tot looninflatie en een lagere indexatiekwaliteit. Ook zou de vergelijking van pensioenregelingen ten onrechte versmald kunnen worden tot een vergelijking van de percentages in de standaardzinnen.

Bezien vanuit de in paragraaf 3 benoemde gewenste eigenschappen van de indexatiemaatstaf lijkt de indexatiematrix in ieder geval onvoldoende te voldoen aan de eigenschappen 3 (afweging verwachte koopkracht en de risico's) en 4 (inzichtelijk voor de deelnemer). Ook aan de eigenschappen 7 (uitbreiding naar persoonlijke pensioensituatie) en 8 (vergelijkbaarheid tussen regelingen) lijkt niet voldaan. Een volledig overzicht van de mate waarin de indexatie matrix voldoet aan de opgestelde criteria is te vinden in Tabel 1.

Een deel van de bezwaren die kleven aan de indexatiematrix kan worden ondervangen door gebruik te maken van de alternatieve methode om indexatiekwaliteit te meten die in paragraaf 5 zal worden geïntroduceerd.

Tabel 1: Overzicht van de eigenschappen van de indexatiematrix

| | Eigenschap | Oordeel over indexatiematrix |
|----|--|---|
| 1 | Inzicht in koopkracht van de toezegging aan de deelnemer | Matig, vereist inschatting verwachte prijs- en looninflatie |
| 2 | Onderscheidend | Nader te onderzoeken |
| 3 | Afweging verwachte koopkracht en risico's | Onvoldoende |
| 4 | Inzichtelijk voor deelnemer | Onvoldoende |
| 5 | Stabiel | Nader te onderzoeken |
| 6 | Alle typen toezeggingen | Voldaan, maar ten koste van inzichtelijkheid |
| 7 | Uit te breiden naar inzicht in persoonlijke pensioensituatie | Niet aan voldaan |
| 8 | Vergelijkbaar tussen pensioenregelingen | Niet aan voldaan |
| 9 | Verifieerbaar | Kan geïmplementeerd worden |
| 10 | Niet manipuleerbaar | Kan geïmplementeerd worden |

5. Het meten van indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen analoog aan de Financiële Bijsluiter

In deze paragraaf zal een alternatieve methode om de indexatiekwaliteit van een pensioentoezegging weer te geven worden geïntroduceerd. Deze methode beoogt de *mogelijke* uitkomsten van de koopkracht van de verworven pensioenrechten na pensionering inzichtelijk te maken. De onzekerheid in toekomstige koopkracht kan gekarakteriseerd worden door alleen de verwachte waarde van het pensioen op een bepaald moment, gecorrigeerd voor een bepaalde inflatieontwikkeling (prijsinflatie of looninflatie in een bepaalde sector). Dit is wat de indexatiematrix lijkt te beogen. Om de indexatiekwaliteit goed te kunnen beoordelen is het van belang ook informatie mee te wegen over de koopkracht van de toezegging in ongunstige economische scenario's (zoals bij achterblijvende rendementen op financiële markten en hoge inflatie). De informatie over de koopkracht van de pensioentoezegging zou kunnen worden gerapporteerd op een wijze analoog aan de rapportage van beleggingsopbrengsten in de Financiële Bijsluiter.

Indien de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen wordt gekarakteriseerd door de statistische verdeling van de koopkracht te beschrijven, dient gespecificeerd te worden ten opzichte van welke index deze reële koopkracht wordt gemeten. Betreffende de indexatiematrix in het conceptwetsvoorstel is er voor gekozen uit te gaan van de indexatieambitie⁴. Dat leidt ertoe dat de indexatiekwaliteiten van twee regelingen (met bijvoorbeeld prijsinflatie respectievelijk looninflatie in een bepaalde sector als ambitie) niet zonder meer vergelijkbaar zijn. Indien geen indexatieambitie is

⁴ Dit is uiteraard het gevolg van het uitgangspunt om na te gaan of de aan de deelnemers gerapporteerde indexatieambitie inderdaad wordt nagekomen.

aangegeven moeten afwijkende maatstaven worden gekozen (zie paragraaf 3). Voorgesteld wordt om ongeacht een al dan niet aangegeven indexatieambitie de koopkracht van de uitkering te bepalen ten opzichte van de ontwikkeling van de CBS prijsindex.






Op basis van modelveronderstellingen over de toekomstige ontwikkeling van rentestanden, inflatie en beleggingsrendementen kan de statistische verdeling van koopkracht van de pensioentoezegging op een bepaalde leeftijd worden gesimuleerd. Dergelijke modellen zijn in de pensioensector al zeer gebruikelijk en worden algemeen toegepast om het Asset Liability Management (ALM) beleid van een fonds te bepalen. Ook in de beoogde continuïteitsanalyse zullen ze, ongeacht de keuze van de maatstaf voor indexatiekwaliteit, een grote rol spelen. Met behulp van dergelijke modellen kan voor vele typen pensioentoezeggingen en individuele uitgangssituaties de statistische verdeling van de koopkracht van de pensioentoezegging bepaald worden. De hier voorgestelde maat voor indexatiekwaliteit kan dus gezien worden als een vrijwel gratis bijproduct van de continuïteitsanalyse.

Uit veel onderzoek is gebleken dat het pensioenbewustzijn en de bereidheid om zich in pensioenvragen te verdiepen van de meeste Nederlanders zeer beperkt is. Dit pleit ervoor de informatie over de statistische verdeling van de koopkracht van de pensioentoezegging in een gemakkelijk toegankelijk begrip samen te vatten. De evaluatie van de Financiële Bijsluiter suggereert dat een indeling in hooguit vijf categorieën, die grafisch worden weergegeven, goed kan worden begrepen. Bij de classificatie van beleggingsproducten in de vernieuwde Financiële Bijsluiter speelt de gemiddelde (nominale) waarde in de 10% minste gunstige gevallen een centrale rol⁵. Deze waarde wordt aangeduid als de 10%-Guise (Gemiddelde Uitbetaling In 10% Slechte Eventualiteiten)⁶. Naar analogie van de vernieuwde Financiële Bijsluiter zou een classificatie van de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen in vijf categorieën gebaseerd kunnen worden op de gemiddelde koopkracht van de uitkering in de 10% minst gunstige gevallen. Deze grootte zullen we in het vervolg aanduiden als de Gruise (Gemiddelde Reële Uitbetaling in 10% Slechte Eventualiteiten). Een toezegging zou bijvoorbeeld wat betreft indexatiekwaliteit in de hoogste klasse worden ingedeeld indien in de 10% slechtste scenario's de koopkracht nog tenminste 95% van de koopkracht van het in het pensioenoverzicht genoemde bedrag in Euro's zal bedragen. Voor de overige klassen zouden analoge condities aan de Gruise gesteld kunnen worden (zie Figuur 1). Nader onderzoek moet worden gedaan naar de meest relevante en onderscheidende waarden voor de klassengrenzen.

⁵ Het gebruik van deze maatstaf in plaats van een maatsstaf die slechts een kwantiel van de verdeling weergeeft reduceert de manipuleerbaarheid.

⁶ Zie Nijman en Werker (2003)





Figuur 1: Mogelijk classificatie van regelingen naar indexatiekwaliteit op basis van de 10% Gruise (Gemiddelde Reële Uitkomst in 10% Slechtste Eventualiteiten)

-  : 10% Gruise > 95% van toezegging
-  : 10% Gruise > 90% van toezegging
-  : 10% Gruise > 80% van toezegging
-  : 10% Gruise > 70% van toezegging
-  : 10% Gruise < 70% van toezegging

In de Financiële Bijsluiter ligt de nadruk op het in beeld brengen van de uitkomsten in ongunstige scenario's. Hiervoor is gekozen omdat de Bijsluiter aanvullend is op de door de aanbieder van het financieel product verstrekte informatie waarin doorgaans met name de kansen op hoge rendementen (de 'upside') worden benadrukt. Om overprudentie te voorkomen ligt het bij het in beeld brengen van de indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen voor de hand om zowel de verwachte uitkomst als de uitkomst in ongunstige scenario's mee te wegen⁷. Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren door als eis voor classificatie in een hoge categorie op te leggen dat zowel de verwachte koopkracht als de koopkracht in slechte scenario's (de 10% Gruise) aan bepaalde criteria voldoet. Dit wordt geïllustreerd in figuur 2. Ook hier geldt uiteraard dat nader onderzoek gedaan zou moeten worden naar de meest relevante klassenindeling.

⁷ Merk op dat hier risico en verwacht rendement tegen elkaar dienen te worden afgewogen. Deze afweging zal niet voor iedere deelnemer dezelfde zijn. Om tot een uniform label voor de indexatiekwaliteit te komen zal van een gemiddelde deelnemer moeten worden uitgegaan.

Figuur 2: Alternatieve classificatie van indexatiekwaliteit op basis van de 75% en 10% Gruise

-  : 10% Gruise > 95% van toezegging en
verwachte koopkracht > 100% van toezegging
-  : 10% Gruise > 90% van toezegging en
verwachte koopkracht > 95% van toezegging
-  : 10% Gruise > 80% van toezegging en
verwachte koopkracht > 90% van toezegging
-  : 10% Gruise > 70% van toezegging en
verwachte koopkracht > 80% van toezegging
-  : alle overige gevallen

Een meer gedetailleerde uitwerking van een maatstaf voor indexatiekwaliteit op basis van de Gruise vereist onder andere afspraken over het jaar waarin de koopkracht wordt gemeten. Deze vraag komt in de paragraaf 6 aan de orde. Daarop vooruitlopend kan de classificatie op basis van de Gruise getoetst worden aan de in paragraaf 3 benoemde gewenste eigenschappen (zie Tabel 2). Gemakshalve is daarbij het eerdere oordeel betreffende de indexatiematrix nogmaals opgenomen.

Tabel 2: Overzicht van het oordeel over de indexatiematrix en de Gruijse classificatie aan de hand van de gewenste eigenschappen

| | Eigenschap | Oordeel over indexatiematrix | Oordeel over Gruijse classificatie |
|----|--|--|---|
| 1 | Inzicht in koopkracht van de toezegging aan de deelnemer | Matig, vereist o.a. inschatting verwachte prijs- en looninflatie | Adequaat |
| 2 | Onderscheidend | Nader te onderzoeken | Onderscheidend te maken door keuze klassengrenzen |
| 3 | Afweging verwachte koopkracht en risico's | Onvoldoende | Adequaat indien ook verwachte koopkracht meeweegt bij classificatie |
| 4 | Inzichtelijk voor deelnemer | Onvoldoende | Adequaat |
| 5 | Stabiel | Nader te onderzoeken | Nader te onderzoeken |
| 6 | Alle typen toezeggingen | Voldaan, maar ten koste van inzichtelijkheid | Nader te onderzoeken, lijkt geen probleem |
| 7 | Uit te breiden naar inzicht in persoonlijke pensioensituatie | Niet aan voldaan | Nader te onderzoeken, lijkt geen probleem |
| 8 | Vergelijkbaar tussen pensioenregelingen | Niet aan voldaan | Adequaat |
| 9 | Verifieerbaar | Kan geïmplementeerd worden | Kan geïmplementeerd worden |
| 10 | Niet manipuleerbaar | Kan geïmplementeerd worden | Kan geïmplementeerd worden |

6. Keuze van de horizon en leeftijdseffecten

Het meten van de indexatiekwaliteit van een regeling op basis van de Gemiddelde Reële Uitbetaling In Slechte Eventualiteiten vereist de specificatie van het jaar waarin de koopkracht wordt gemeten. Een goede benadering van de koopkracht gedurende de hele periode van pensionering kan verkregen worden door tijdens de opbouwfase uit te gaan van de koopkracht op 75-jarige leeftijd⁸. De relevante horizon is voor jongeren dus veel langer dan voor ouderen. Indexatiekwaliteit is dus leeftijdsafhankelijk. In termen van relatieve marktwaarde ligt de indexatiekwaliteit van een puur nominaal pensioen voor jongeren veel lager dan voor ouderen (zie appendix). Het is vooralsnog een open vraag of de indexatiekwaliteit voor jongeren sterk afwijkt van die van ouderen indien uitgegaan wordt van de Gruise en zowel conditionele indexatie als inhaalindexatie in de analyse worden betrokken.

In de door DNB beoogde continuïteitsanalyse wordt uitgegaan van een horizon van 15 jaar. Derhalve wordt in de voorgestelde indexatiematrix ook de indexatiekwaliteit gemeten na een periode van 15 jaar. Deze horizon is hetzelfde ongeacht de leeftijd van de deelnemer en is veel korter dan de horizon van 50 jaar die voor 25-jarigen relevant is. Er is een aantal argumenten te benoemen die pleiten voor een beperktere horizon bij het bepalen van de indexatiekwaliteit.

De eerste en mogelijk belangrijkste reden is dat het weinig realistisch is om veronderstellingen te maken over de keuzes die een pensioenfondsbestuur over meer dan 15 jaar zal maken ten aanzien van premiestelling, asset allocatie en indexatie onder de dan geldende economische condities. De horizon wordt te lang om daar overtuigende aannames over te kunnen maken. Daarbij komt ook dat over een zo lange periode wellicht nieuwe beleggingscategorieën of innovatieve pensioenvormen zijn ontwikkeld. Om dezelfde reden beperken ook de gangbare ALM modellen zich tot een horizon van 15 jaar.

Zelfs indien betrouwbare informatie over financiële markten op langere horizon beschikbaar is, is er een tweede reden om die niet te gebruiken bij de bepaling van de indexatiekwaliteit. Werknemers werken doorgaans maar een beperkte periode bij dezelfde werkgever. Overgang naar een andere werkgever betekent veelal ook een overgang naar een andere pensioenregeling. De beleidsreacties van het fonds waaraan men momenteel deelneemt zijn dan minder relevant voor de werknemer.

Een derde reden om de analyse van indexatiekwaliteit tot een horizon van 15 jaar te beperken is dat de gehele continuïteitsanalyse van die horizon uitgaat. Interne consistentie van de continuïteitsanalyse en het beperken

⁸ Deze aanname kan onderbouwd worden door uit te gaan van een levensverwachting van 85 jaar en pensioenuitkeringen vanaf 65-jarige leeftijd.

van de toezichtsdruk suggereren om ook de indexatiekwaliteit te bepalen op deze horizon.

Een vierde en laatste reden om uit te gaan van een horizon van 15 jaar is de impliciete aanname binnen de continuïteitsanalyse dat na een periode van 15 jaar een fonds altijd weer in een evenwichtstoestand dient te verkeren. Hierin kunnen ook de gespecificeerde indexatieambities op adequate wijze worden nagekomen. Alleen het eventuele gebrek aan indexatie in eerdere jaren hoeft dan in beeld gebracht te worden.

De gevoeligheid van de indexatiekwaliteit voor leeftijdseffecten kan worden geanalyseerd door deze te bepalen voor een aantal hypothetische regelingen waarvan de specificatie op de zeer lange termijn volledig vastligt. Deze de uitkomsten kunnen dan vergeleken worden met de resultaten voor een horizon van 15 jaar. Voor gepensioneerden is een kortere horizon dan 15 jaar relevant omdat hun resterende levensverwachting korter is⁹. Met behulp van voorbeeldberekeningen kan worden nagegaan onder welke omstandigheden de indexatiekwaliteit voor ouderen substantieel afwijkt van die voor jongeren. Dit zou bijvoorbeeld het geval kunnen zijn als naar verwachting gedurende een lange reeks van jaren niet geïndexeerd zal worden, maar daarna inhaalindexatie waarschijnlijk is.

De indexatiekwaliteit voor actieven kan verschillen¹⁰ van die voor inactieven (slapers, gepensioneerden), bijvoorbeeld omdat voor actieven loonindexatie wordt nagestreefd en voor inactieven uitgegaan wordt van de prijsinflatie. In vervolg onderzoek dient nagegaan te worden of deze verschillen numeriek groot zijn en gemakkelijk tot een afwijkend label voor de indexatiekwaliteit van actieven en inactieven kunnen leiden.

7. Conclusies en nader te bestuderen vragen

In deze notitie hebben we een drietal methoden besproken die gebruikt zouden kunnen worden om de indexatiekwaliteit van pensioenregelingen te meten en inzichtelijk te maken voor deelnemers. De door DNB voorgestelde indexatiematrix brengt de risico's van lage koopkracht scenario's onvoldoende in beeld, is onvoldoende inzichtelijk voor de deelnemer en is moeilijk tussen regelingen te vergelijken. Een op marktwaarde gebaseerde maatstaf kan een nuttige rol spelen bij het afwegen van deze arbeidsvoorwaarde tegen andere arbeidsvoorwaarden in CAO onderhandelingen, bij individuele waardeoverdracht naar een ander fonds of bij collectieve waardeoverdracht naar een derde partij (fusie van ondernemingen, uitvoering door een derde partij). Een op

⁹ Voor gepensioneerden ouder dan 70 jaar zou uitgegaan kunnen worden van een uitkering over vijf jaar. Deze aanname kan onderbouwd worden door uit te gaan van een resterende levensverwachting van tien jaar.

¹⁰ Ook verschillen in sterftekansen tussen hoger en lager opgeleiden of tussen mannen en vrouwen zullen in principe een invloed hebben op de voor een individu relevante indexatiekwaliteit.

marktwaarde gebaseerde maatstaf is minder geschikt voor voorlichting aan deelnemers vanwege de onderliggende veronderstelling dat gegeven de marktwaarde van de toezegging de overige karakteristieken van de toezegging niet relevant zijn.

De voorgestelde methode om indexatiekwaliteit te meten is een classificatie in een beperkt aantal klassen op basis van gemiddelde reële koopkracht in pessimistische en minder pessimistische scenario's. Deze methode sluit nauw aan bij de indicator die gebruikt wordt in de vernieuwde Financiële Bijsluiter. Voorgesteld wordt om ongeacht de aard van de indexatietoezegging in de regeling de reële koopkracht te meten in termen van prijsinflatie. Hierdoor ontstaat een tussen regelingen vergelijkbare maatstaf. Voorgeschreven zou kunnen worden dat de indexatiekwaliteit van de regeling jaarlijks in het pensioenoverzicht vermeld wordt.

De voorgestelde maatstaf lijkt eenvoudig uit te breiden naar het in beeld brengen van de onzekerheid in de toegezegde koopkracht in, bijvoorbeeld, Defined Contribution regelingen waarin sprake is van beleggings- en conversierisico¹¹.

De maat voor indexatiekwaliteit zou op termijn kunnen worden uitgebreid naar een maat voor pensioenkwaliteit, waarin de koopkracht van de opgebouwde pensioenrechten gerelateerd wordt aan de koopkracht van het huidige salaris. Ook pensioendeficiënties als gevolg van carrièreonderbrekingen of van steil carrièreverloop in een middelloon regeling zouden zo zichtbaar gemaakt kunnen worden. Met behulp van internet applicaties kan de deelnemer bovendien inzicht worden verschaft over de gevolgen van bepaalde pensioenkeuzes voor de koopkracht van de pensioenuitkering.

Implementatie van elk van de maten voor indexatiekwaliteit vereist veronderstellingen over het voorgenomen beleid van het pensioenfonds. Conform de voorschriften van de continuïteitsanalyse zal voor alle pensioenfonds aangegeven dienen te worden hoe beslissingen over de premiehoogte, het indexeren of afboeken van opgebouwde rechten of de allocatie van de beleggingsportefeuille zullen worden beïnvloed door de dekkingsgraad van het fonds en de economische omstandigheden. De vereiste specificatie van beleidsvoornemens is sterk verwant aan de specificatie van de veronderstellingen van een ALM analyse zoals die periodiek bij vrijwel alle fondsen wordt uitgevoerd.¹² Om te garanderen dat de uitkomsten van de continuïteitsanalyse (waaronder de indexatie-

¹¹ Het beleggingsrisico betreft risico's in de omvang van het bij pensionering beschikbare vermogen. Het conversierisico betreft het risico van ongunstige marktomstandigheden bij het omzetten van dit vermogen in een periodieke uitkering tot overlijden.

¹² Het is wel belangrijk om het oordeel over de indexatiekwaliteit regelmatig (per kwartaal of jaarlijks bij het uitgeven van het nieuwe pensioenoverzicht) aan te passen aan gewijzigde marktomstandigheden. Om te voorkomen dat ook per kwartaal of jaar een continuïteit- of ALM-analyse moet worden uitgevoerd zou bij de initiële analyse voor elke voorziene marktomstandigheid al bepaald kunnen worden welk indexatielabel daarbij zou gaan horen.

kwaliteit) vergelijkbaar zijn tussen regelingen zullen veronderstellingen dienen te worden voorgeschreven omtrent cruciale parameters in de modellen. Dit geldt met name voor het verwachte rendement op aandelen, de verwachte inflatie en de onzekerheid in de toekomstige aandelen en rente ontwikkelingen.¹³

Een aantal belangrijke vragen is in deze notitie nog niet aan de orde gekomen. Een eerste belangrijke openstaande vraag is hoe de klassenindeling eruit zou moeten zien als gekozen wordt voor een indexatiemaat analoog aan de Financiële Bijsluiter. Aan de hand van voorbeeldberekeningen voor gestileerde regelingen kan een klassenindeling worden afgeleid die voldoende onderscheidend is. Nagegaan dient ook te worden hoe vaak naar verwachting de indeling naar indexatiekwaliteit van een regeling zou verschuiven en hoe hiermee in de communicatie met de deelnemers dient te worden omgegaan. In deze voorbeeldberekeningen zouden ook de in paragraaf 6 benoemde leeftijds- en horizonseffecten expliciet berekend kunnen worden. In deze notitie heeft de nadruk gelegen op het modelleren van de koopkracht voor Defined Benefit regelingen. De voorgestelde maatstaf lijkt eenvoudig te generaliseren naar Individual en Collective Defined Contribution regelingen maar dit zou nader onderzocht en aan de hand van rekenvoorbeelden geïllustreerd moeten worden. Het uitvoeren van de continuïteitsanalyse en het bepalen van de indexatiemaatstaf kan met name door kleinere pensioenfondsen als complex worden gezien. Nagegaan zou kunnen worden in hoeverre onder bepaalde beleidsvoornemens en condities op bijvoorbeeld de huidige dekkingsgraad eenvoudiger regels gehanteerd kunnen worden om een bepaald minimaal geldend niveau voor de indexatiekwaliteit aan te geven¹⁴. Tenslotte leert de ervaring met de Financiële Bijsluiter dat het in van groot belang is om veldonderzoek te doen naar de vraag of de voorgestelde maat voor indexatiekwaliteit voldoende inzichtelijk is voor de deelnemers.

¹³ Dit is ook het geval bij de implementatie van de solvabiliteitstoets en de Financiële Bijsluiter. Het stochastisch gedrag van de meest relevante grootheden in het ALM model (nominale en reële rente, inflatie, aandelenrendementen) is uitgebreid beschreven in de wetenschappelijke literatuur. Voorgeschreven waarden voor een aantal centrale parameters kunnen bevorderen dat de gehanteerde modellen voldoende overeenkomen met de bevindingen in de literatuur. Pensioenfondsen beleggen ook in derivaten, vastgoed, valuta, private equity, hedge funds, grondstoffen en infrastructuur. Het controleren van de aannames die hierover gemaakt worden is minder triviaal maar verschilt niet wezenlijk van de vergelijkbare check op interne modellen die gebruikt worden bij de implementatie van de solvabiliteitstoets.

¹⁴ Vergelijk de vereenvoudigde en gestandaardiseerde solvabiliteitstoets die in het FTK is opgenomen.

Referenties:

Jong, de F.J.C.M. (2005), "Pension fund investments and the valuation of liabilities under conditional indexation", working paper Tilburg University, University of Amsterdam and Netspar.

Kocken, Th.P. (2006) " Valuing and Hedging the Conditional Indexation Option", chapter 4 in "Curious Contracts & Pension Fund Redesign for the Future". Proefschrift, Vrije Universiteit, Amsterdam.

Nijman, Th.E. en B.J.M. Werker (2003), "Een risico-indicator op basis van de Guise", rapport in opdracht van de Autoriteit Financiële Markten.

Nijman, Th.E. and R.S.J. Koijen (2006), "Valuation and risk management of inflation sensitive pension rights", in *Fair Value and Pension Fund Management*, N. Kortleve, Th.E. Nijman and E. Ponds (eds), Elsevier Publishers.

Appendix: Het meten van indexatiekwaliteit van pensioentoezeggingen op basis van de marktwaarde

Pensioenafspraken worden in Nederland doorgaans per CAO vastgelegd. Om te kunnen beoordelen hoe de pensioenafspraken bijdragen aan het totale pakket van arbeidsvoorwaarden is een focus op alleen de in de contractperiode te betalen premie onvoldoende. Inzicht in de effecten van de afspraken op de koopkrachtontwikkeling van de toegezegde en op te bouwen pensioenrechten is tenminste even belangrijk¹⁵. Dit is in het bijzonder het geval indien wezenlijk andere pensioencontracten worden aangegaan, zoals bijvoorbeeld bij de overgang van eindloon- naar middelloonstelsel of bij de overgang van Defined Benefit systemen naar zogenaamde Collective Defined Contribution systemen. Ook indien de uitvoering van elementen van het pensioencontract wordt overgedragen aan externe partijen (bijvoorbeeld in geval van uitvoering als verzekerde regeling) is inzicht in de indexatiekwaliteit van groot belang.

Bij het meten van de indexatiekwaliteit van een pensioentoezegging zou uitgegaan kunnen worden van de marktwaarde van de toezegging. Een dergelijke benadering sluit aan bij de ontwikkeling van de regelgeving rond verslaglegging en solvabiliteitstoezicht waarbij in de afgelopen jaren ook is overgestapt naar waardering van de pensioenverplichtingen tegen marktwaarde. De marktwaarde van een puur nominale (reële) toezegging kan worden bepaald door de verwachte toekomstige kasstromen te disconteren tegen de huidige nominale (reële) rentetermijnstructuur. De marktwaarde van de conditioneel geïndexeerde contracten die in Nederland sinds enige jaren veel in expliciete vorm voorkomen kan minder direct uit de marktwaarde van verhandelde activa of waargenomen rentestanden worden afgeleid. Uitgaand van een aantal modelveronderstellingen kan op basis van dezelfde argumentatie de marktwaarde worden bepaald¹⁶.

Ook zonder expliciete modellering is duidelijk dat de relatieve marktwaarde van een nominale pensioentoezegging ten opzichte van een volledig geïndexeerde (reële) toezegging sterk samenhangt met de leeftijd van de deelnemer. Voor de 35-jarigen geldt dat zij gemiddeld gesproken hun pensioenuitkering over 40 jaar zullen ontvangen, voor 65-jarigen bedraagt deze periode slechts 10 jaar. Indien wordt uitgegaan van een verwachte inflatie van 2% per jaar kan het effect op de marktwaarde van het disconteren tegen de nominale termijnstructuur in plaats van tegen de reële termijnstructuur met behulp van duration analyse eenvoudig worden benaderd¹⁷. Voor 65-jarigen bedraagt het verschil in marktwaarde tussen reële en nominale pensioenen ongeveer 20%, terwijl voor 35-jarigen dit ongeveer 80% zal bedragen.

¹⁵ Uiteraard zijn ook de effecten op de dekkingsgraad van het fonds en op toekomstige premies van belang.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld De Jong (2005), Nijman en Koijen (2006) en Kocken (2006) voor gestileerde waarderingsmodellen voor conditioneel geïndexeerde pensioenen.

¹⁷ Duration analyse veronderstelt dat de verandering in de marktwaarde van een kasstroom gelijk is aan de gemiddelde looptijd ervan maal de verandering in de disconteringsvoet.

Relevanter dan de vergelijking tussen puur nominale en puur reële pensioenen is een vergelijking van de marktwaarde van conditioneel geïndexeerde toezeggingen met die van reële toezeggingen. Met name als gevolg van partiele indexatie en van inhaalindexatie zouden de kosten van het afzien van indexatie voor jongeren wel eens veel lager kunnen zijn dan een directe vergelijking van de marktwaarde van nominale en reële pensioenen suggereert.

Uiteraard zal de marktwaarde van conditionele indexatie toezeggingen waarin nominale rechten zijn gegarandeerd en nooit meer dan volledige indexatie wordt verleend altijd liggen tussen de marktwaarde van nominale en reële toezeggingen. Op basis hiervan kan dus eenvoudig een maat voor de indexatiekwaliteit van een toezegging worden geconstrueerd als de relatieve afstand ten opzichte van de waarde van de reële toezegging:

$$\text{Index. Kwaliteit reg.} = \frac{[\text{Marktwaarde reg.} - \text{marktwaarde nominaal}]}{[\text{Marktwaarde reëel.} - \text{marktwaarde nominaal}]}$$

Het meten van de indexatiekwaliteit van een pensioentoezegging op basis van marktwaarden heeft een aantal aantrekkelijke eigenschappen. Een dergelijke waardering sluit aan bij de internationale trend naar waarderen op basis van marktwaarde die ook bij andere pensioenvragen vereist is. Marktwaardering vat alle toekomstige kasstromen weer in een waarde en leidt in tegenstelling tot de indexatiematrix niet tot ambiguïteit over de gewenste horizon waarop de indexatiekwaliteit zou moeten worden gemeten. Waarderen van de toezegging tegen marktwaarde levert ook zeer waardevolle informatie op bij onderhandelingen over het samenstellen of overdragen van het pensioencontract. Op basis van marktwaardering kunnen de economische kosten van de indexatietoezegging direct worden vergeleken met de kosten of baten van andere arbeidsvoorwaarden. Waarderen op basis van marktwaarde betekent dat in principe¹⁸ de waarde van de toezegging direct wordt afgeleid uit waargenomen marktprijzen, zodat weinig discussie kan ontstaan over de onderliggende model- of parameterveronderstellingen.

Waardering van pensioentoezeggingen tegen marktwaarde en het meten van de indexatiekwaliteit van de toezegging op basis van marktwaarden kent één groot bezwaar. De onderliggende impliciete veronderstelling is dat de deelnemer pensioentoezeggingen kosteloos kan en zal verhandelen indien ze niet optimaal voldoen aan de eigen pensioenbehoefte. Vanwege deze veronderstelling doet alleen de marktwaarde van de toezegging ter zake. Gegeven die marktwaarde doen de karakteristieken van de pensioentoezegging (bijvoorbeeld of rente- en/of aandelenrisico gelopen wordt en of er geïndexeerd wordt) niet ter zake. Voor instellingen die bij

¹⁸ De waardering kan vereenvoudigd worden door modelveronderstellingen te maken. Deze veronderstellingen kunnen direct aan waargenomen marktprijzen worden getoetst. Hierbij is gemakshalve afgezien van het feit dat bepaalde financiële titels niet of nauwelijks worden verhandeld (bijvoorbeeld geïndexeerde of zeer langlopende obligaties). Ook daarover dienen modelveronderstellingen gemaakt te worden.

benadering kosteloos kunnen handelen op financiële markten (en daarmee risico's kunnen afdekken en risicoprofielen naar wens kunnen transformeren) is de marktwaarde een zeer relevante maat van de kosten/baten van een pensioentoezegging. De kosten van het aanbieden van een bepaalde indexatietoezegging aan een grote groep deelnemers kan op basis van dit argument goed benaderd worden door de marktwaarde van de toezegging.

De veronderstelling dat ook individuele deelnemers pensioentoezeggingen die niet aan hun eigen pensioenbehoefte voldoen kosteloos kunnen en zullen verhandelen is niet realistisch. Het pensioenbewustzijn van veel deelnemers is laag, de expertise die vereist is om het risicoprofiel van de pensioentoezeggingen te transformeren is niet beschikbaar en de ook de transactiekosten voor particulieren zijn doorgaans hoog. Voor de voorlichting aan deelnemers lijkt het meten van de indexatiekwaliteit op basis van marktwaarden dan ook minder geschikt.