

**Netspar OCCASIONAL PAPERS**

*Lans Bovenberg en Theo Nijman*  
**Waarom een Tilburgse Variant  
(TiV) op FTK 1+?**

## Waarom een Tilburgse Variant (TiV) op FTK 1+?

Lans Bovenberg en Theo Nijman

### 1. Inleiding

In de Nederlandse pensioendiscussie verschijnen momenteel diverse varianten van een FTK1+ contract gebaseerd op nominale sturing maar gebruikmakend van het uitsmeermechanisme van het reele contract. Ook de auteurs van deze notitie hebben in de internet consultatie van SZW een voorstel daartoe gedaan (zie Bovenberg en Nijman (2013a)). Deze notitie gaat nader in op de achtergrond van deze “Tilburgse variant” (TiV) van het FTK1+. We bespreken wat TiV verbetert aan de nu voorliggende voorstellen vanuit SZW in termen van (1) eenvoud, uitlegbaarheid en transparantie; (2) innerlijke consistentie binnen en tussen contracten; (3) keuzevrijheid in het risicoprofiel voor decentrale partijen; (4) consistentie van disciplinerend toezicht zonder toezichtsarbitrage; en (5) macroeconomische stabiliteit. Ook bepaalt de TiV de economische waarde van de toezegging op eenvoudige en transparante wijze. Deze transparantie is van belang voor herstel van vertrouwen, voorkomen van generatieconflicten en het adequaat bepalen van kostendeekkende premie en waardeoverdracht.

Een andere notitie formaliseert de TiV in de precieze, disciplinerende taal van de wiskunde (zie Bovenberg en Nijman (2013b)). Dit om misverstanden over dit model uit de weg te ruimen. Wij roepen de auteurs van alternatieve plannen op om zich ook te onderwerpen aan de discipline van deze taal. Dit in het belang van precieze communicatie.

### 2. Frijns en Goudswaard

*Compleet contract...*

Net als de andere varianten van FTK1+ contracten sluit de TiV aan bij de aanbevelingen van de commissie Goudswaard en Frijns. Alle voorstellen pleiten voor meer complete contracten met heldere informatie over koopkracht risico's voor de deelnemers. De TiV gaat hierin een stap verder dan de alternatieven.

*.....met door fondsen gekozen risicoprofiel als uitgangspunt...*

De commissie Frijns stelt dat de primaire taak van een pensioenfondsbestuur is om zèlf verantwoordelijkheid te nemen voor het risicoprofiel en deze verantwoordelijkheid niet te deponeren bij de toezichthouder. Het toezichtskader moet niet langer gebaseerd zijn op spelregels die horen bij de suggestie van garanties (met de daarbij horende hoge zekerheidsmaten (van bijv. 97.5 %) gericht op nominale zekerheid) maar bij het spel dat de pensioensector na het pensioenakkoord wil spelen: risico nemen in het belang van koopkrachtbestendige pensioenen. Daarom is het uitgangspunt van de TiV de formulering van een helder risicoprofiel door het pensioenfondsbestuur met daarbij horende zekerheidsmaten.

*...en daarbij passend toezicht dat fondsen disciplineert te doen wat ze zeggen*

Dit vraagt om nieuwe disciplinerende toezichtsregels die pensioenfondsen zèlf hun risicoprofiel laten kiezen maar fondsen wel disciplineert om dat risicoprofiel niet alleen helder te communiceren maar ook waar te maken via stabiele verdeelregels en een passend beleggingsbeleid. In veel formuleringen van het FTK1+ contract is de relatie tussen het aan de deelnemer toegezegde risicoprofiel en het beleggings- en toeslagbeleid van het fonds onhelder. Dit resulteert in een ondoorzichtig bouwwerk waarbij het onduidelijk blijft of het

toegezegde risicoprofiel consistent is met het daadwerkelijk gevoerde beleggingsbeleid. Bovendien blijft door het blijven koersen op zekerheidsmaten die nog gebaseerd zijn op een verouderd verzekeringsmodel met garanties de beleggingspagaat tussen het bieden van nominale zekerheid (en het afdekken van nominaal rente risico) en het nemen van risico in het belang van een kopkrachtbestendig pensioen in meerdere of mindere mate bestaan.

#### *Beter geborgde individuele eigendomsrechten..*

Het rapport van de commissie Goudswaard pleit voor het individualiseren van zachte rechten zodat individuele eigendomsrechten beter zijn gedefinieerd en geborgd (zie Box 8.1 van het rapport). De TiV bereikt dit door pensioenrechten economisch te waarderen. Het gaat daarbij niet alleen om de waardering van onvoorwaardelijke aanspraken (de zogenaamde juridische waardering) maar ook om de waarde van de aan de aanspraak verbonden rechten op toekomstige (eventueel voorwaardelijke) op- en afslagen. Economische waardering is de sleutel om de waarde die deelnemers aan hun pensioenrechten ontleen te borgen bij waardeoverdracht, premie inleg, veranderingen in het pensioencontract en wijzigingen in het beleggingsbeleid.

#### *...op basis van economische waardering van pensioenaanspraken*

Deze waardering is essentieel om het vertrouwen in een stelsel waarin deelnemers risico's lopen te behouden. Eigendomsrechten kunnen niet langer worden ontleend aan onvoorwaardelijke pensioenaanspraken waarin de realiteit van mogelijke toe- en afslagen als gevolg van beleggingsrisico's onder tafel worden geschoven en die dus al lang niet meer sporen met de realiteit van het risicovolle beleggingsbeleid van fondsen en het gebrek aan risicodragend kapitaal in de vorm van premiestuur en buffers. Een nadere onderbouwing van het belang van economische waardering is ook te vinden in Boender e.a. (2013) waarin zeven pensioenexperts die veelal met tegengestelde beleidsadviezen komen het eens bleken te zijn over het belang van economische waardering in dienst van grotere transparantie over de waarde die deelnemers aan hun pensioenaanspraken kunnen ontleen en de waardeoverdrachten tussen generaties binnen een fonds.

### 3. Eenheid in verscheidenheid: Innerlijke consistentie toezicht op verschillende contracten

De TiV onderscheidt twee alternatieve contractvormen (zie Bovenberg en Nijman (2013a)): de 'nominale prudentieovereenkomst' (NPO) en de 'indexeringsovereenkomst' (IO). Deze twee varianten sluiten aan bij resp. het nominale en reële contract. Het belangrijkste verschil tussen deze twee varianten is of men blijft uitgaan van een eis voor het Vereist Eigen Vermogen (VEV) gebaseerd op de nominale zekerheidsmaat van 97.5 % of dat men een vereiste indexatie reserve (VIR) definieert op basis van een expliciete indexatie ambitie.<sup>1</sup>

De TiV biedt voor de NPO en de IO één gezamenlijk financieel toetsingskader. Een eenduidig, gestandaardiseerd kader voorkomt toezichtsarbitrage en voorkomt onnodige complexiteit. Het gezamenlijke kader voor de NPO en de IO kent twee bouwstenen, namelijk (1) een normvermogen gebaseerd op VEV en/of VIR en (2) een herstelmethodiek (gebaseerd

---

<sup>1</sup> Om invaarproblemen te voorkomen zal de IO bij de overgang vanuit de NPO waarschijnlijk moeten voldoen aan de VEV eis. Met andere woorden: de VIR zal minimaal gelijk moeten zijn aan het VEV. Ook zijn er tussenvarianten mogelijk waarbij de IO altijd voldoet aan de VEV eis. Zie ook de varianten uitgewerkt door de Pensioenfederatie. Bij lage rentestanden zullen de fondsen die IO uitvoeren dan echter meer nominaal moeten gaan beleggen en sturen.

op een symmetrische uitsmeersystematiek) als het feitelijke vermogen verschilt van het normvermogen door onverwachte schokken in het verleden.

#### (1) Normvermogen

Het uitgangspunt voor het contract is een zekerheidsmaat en een (expliciete of impliciete) ambitie voor toekomstbestendige indexatie. Het normvermogen is het vermogen waarbij deze indexatie ambitie toekomstbestendig kan worden verleend. De drie kernwoorden bij het bepalen van het normvermogen zijn dus zekerheidsmaat, indexatieambitie en toekomstbestendige indexatie.

##### *Zekerheidsmaat en indexatie ambitie*

In de NPO is de zekerheidsmaat gebaseerd op de oude vertrouwde zekerheidsmaat van 97.5 % voor nominale prudentie. De indexatie ambitie is impliciet en wordt afgeleid van het bij het beleggingsbeleid horende vereist eigen vermogen. Het vereist eigen vermogen (VEV) is de vereiste indexatie reserve (VIR).<sup>2</sup> De IO kent een expliciete indexatie ambitie en een daarbij horende zekerheidsmaat waaruit het beleggingsbeleid volgt. Hier bepaalt de VIR het normvermogen.

##### *Toekomstbestendige indexatie...*

Toekomstbestendige indexatie heeft betrekking op zowel de zekerheidsmaat en de verwachte omvang van de indexatie. Niet alleen de verwachte indexatie maar ook de spreiding (risico) in de toekomstige indexatie moet toekomstbestendig zijn. Met andere woorden: ook de zekerheidsmaat moet toekomstbestendig zijn om generatie-*fair* te zijn.

##### *....ook bij discontinuïteit*

Toekomstbestendige indexatie is gebaseerd op het discontinuïteitperspectief. Het fonds moet het vermogen kunnen overdragen aan een derde partij (bijvoorbeeld een verzekeraar) die met het vermogen toekomstbestendige indexatie moet kunnen aanbieden aan alle deelnemers. Toekomstbestendige indexatie moet dus ook worden gegarandeerd bij discontinuïteit.

#### (2) Herstelmethodiek

De herstelmethodiek is gebaseerd op een symmetrische uitsmeersystematiek.

##### *Staffel ...*

De TiV vult de herstelsystematiek in via een staffelsystematiek<sup>3</sup> waarin onverwachte schokken uit het verleden kunnen worden samengevat in één toestandsvaariabele: de beleidsdekkingsgraad.

##### *...en hersteltermijn bepaalt leeftijdsdifferentiatie*

Verder kan er gekozen worden voor een bepaalde snelheid van herstel. Een langzamer herstel

---

<sup>2</sup> Als fondsen die de NPO uitvoeren geen impliciete indexatie ambitie zouden hebben, zouden ze geen beleggingsrisico nemen.

<sup>3</sup> Zoals aangegeven in Bovenberg en Nijman (2013) kunnen de verschillende amendementen op FTK1+ los van elkaar gezien worden. Er kan dus indien gewenst ook gekozen worden voor een meer complexe herstelmethodiek op basis van de AFS.

(cq. een langere hersteltermijn cq uitsmeertermijn) correspondeert met meer leeftijdsdifferentiatie in beleggingsrisico.

#### 4. Verbeteringen in TiV ten opzichte van huidige uitwerking FTK 1+

De TiV is een verdere uitwerking en verbetering van FTK 1+. De Tilburg variant is een meer consistente, minder complexe, meer macrostabielere variant van het door SZW voorgestelde toezichtkader voor FTK 1+. Verder biedt het pensioenfonds meer keuzevrijheid bij het invullen van het gewenste risicoprofiel en de indexatie ambitie zonder dat ten koste gaat van de discipline op het beleggingsbeleid of het borgen van individuele eigendomsrechten. Het verschaft meer transparantie over zowel het risicoprofiel als de waarde van de eigendomsrechten van deelnemers.

##### a. Consistentie, eenvoud en uitlegbaarheid

De TiV biedt een consistent kader voor de beide contractvarianten. Dit kader is afgeleid uit een zekerheidsmaat (resp. risicoprofiel), een indexatie ambitie (die in de NPO wordt afgeleid uit het beleggingsbeleid) en een hersteltermijn (cq. leeftijdsdifferentiatie).

Voor elk van de contracten is het kader consistent en daarmee een stuk minder complex dan de door SZW uitgewerkte tussenvariant.

##### *Consistente veronderstellingen en één regel voor toeslagverlening*

In tegenstelling tot de SZW methodiek wordt het normvermogen, de toekomstbestendige indexatie en de herstelkracht gebaseerd op dezelfde parameterset en dezelfde, feitelijke beleggingsmix.<sup>4</sup> Daardoor ontstaan er niet allerlei inconsistenties die het stelsel bovendien nodeloos ingewikkeld maken. In de TiV is er geen sprake van verschillende regels voor de berekening van de toeslag (VEV eis, duurzame indexatie) maar van slechts één, consistente en goed uitlegbare, regel voor de toeslagverlening.

##### *Consistente waardering voorkomt onbedoelde generatie effecten bij inkoop*

In het SZW voorstel wordt de waarde van pensioenaanspraken bepaald door een juridische waardering op basis van de nominale termijnstructuur, zonder rekening te houden met verwachte toe- of afslagen. Waardeoverdrachten en kostendeekkende premie zijn hierop gebaseerd. Dit kan gemakkelijk leiden tot generatieconflicten omdat onduidelijk is in hoeverre een generatie zijn eigen kosten betaald of dat er sprake is van waardeoverdrachten tussen generaties.

In de TiV is de economische waardering<sup>5</sup> (en daarmee de regels voor de kostendeekkende premies en waardeoverdracht) consistent met de marktwaarde van het onzekere pensioen dat volgt uit de pensioenaanspraak, de verdeelregels en het beleggingsbeleid. Een aldus vastgelegde juridische waardering komt overeen met de economische waardering. De

---

<sup>4</sup> In de SZW methodiek zijn de veronderstellingen over het verwachte rendement bij de berekening van de toekomstbestendige indexatie anders dan bij de berekening van de herstelkracht. Dit resulteert in complexe, conflicterende eisen die toezichtarbitrage oproepen en fondsen stimuleren hun collectieve buffers te maximaliseren en nominale aanspraken te beperken.

<sup>5</sup> De economische waarde kan worden bepaald met behulp van de BNW methode dan wel door te disconteren tegen de risicoloze rentetermijnstructuur en verwachte toe- en afslagen te verwerken. Beide methodes leveren precies dezelfde uitkomst.

methodiek voor de kostendekkende premie voor het inkopen van nieuwe rechten is daarmee consistent met de waardering van bestaande rechten. Zowel bij de inkoop van nieuwe rechten als waardeoverdracht treedt geen intransparante herverdeling op omdat aangekochte en overgedragen aanspraken marktconform worden geprijsd.

*Eén toestandsvariabele in plaats van complexe e herstelsystematiek*

De staffelmethode uit de TiV waarin de hele historie wordt samengevat in één toestandsvariabele (de beleidsdekkingsgraad dan wel het verschil tussen de huidige toeslag en de indexatieambitie<sup>6</sup>) is minder complex en beter uitlegbaar dan de SZW methodiek van overlappende herstelplannen (met moeilijke voorrangsregels).

*Symmetrische regels in plaats van ondoorzichtige optie contracten*

De symmetrische herstelsystematiek vereenvoudigt het contract. Voor een symmetrisch herstelregel geldt namelijk dat een aanpassing van het beleggingsbeleid geen invloed heeft op de verdeling van de marktwaarde tussen generaties. De generaties die profiteren van meevallers dragen ook het risico van tegenvallers. Dit voorkomt intergenerationele conflicten over het beleggingsbeleid en perverse prikkels. Symmetrische regels vereenvoudigen de bepaling van de economische waarde ook in hoge mate. De pensioensector doet er goed aan haar producten te vereenvoudigen. Na de kredietcrisis is duidelijk dat mensen geen behoefte meer hebben aan complexe, ondoorzichtige contracten.

*Consistente rol voor parameters, zoals de verwachte rendementen op risicovolle beleggingen*

In de TiV speelt de verwachte rendementen op risicovolle beleggingen een consistente rol in de waardering van zowel nieuwe rechten (en daarmee de berekening van de kostendekkende premie) als de bestaande rechten. Alternatieve veronderstellingen over hoe deze verwachte rendementen samenhangen met macroeconomische variabelen kunnen eenvoudig worden geïncorporeerd zonder de consistentie van het bouwwerk te verstoren.

b. Keuzevrijheid risicoprofiel verzoenen met discipline

Keuzevrijheid wordt mogelijk door discipline. Door fondsen beperkingen op te leggen vanuit het toezicht (betreffende de relatie tussen risicoprofiel en beleggingsbeleid, de relatie tussen risicoprofiel en indexatie in de sturing bij het veranderen van risicoprofiel, de lineariteit van het contract<sup>7</sup>) kan de fondsen keuzevrijheid worden geboden bij de keuze van het risicoprofiel (en de daarbij horende zekerheidsmaat en het beleggingsbeleid) en de indexatie ambitie.

*Keuzevrijheid tussen NPO (nominale prudentie en geen invaarrisico) en IO (risicoprofiel gericht op indexatie)...*

Binnen het gezamenlijke kader is er ruimte voor twee contractenvormen: de NPO en de IO. Er is dus sprake van eenheid in verscheidenheid. De NPO is geschikt voor fondsen die liever dicht bij het vertrouwde toezichtkader voor verzekeringscontracten blijven. Zij willen meer nominale zekerheid bieden (en willen daarom het nominale renterisico afdekken) en/of

---

<sup>6</sup> Deze laatste indicator is een betere maatstaf omdat niet alleen de beleidsdekkingsgraad maar de herstelcapaciteit van het fonds (bepaald door de grijsheid van het fonds) de gezondheid van het fonds bepaalt.

<sup>7</sup> Er blijven hier overigens wel afruilen, zoals het al dan niet opnemen van moeilijk te waarderen niet-verhandelbare risicofactoren in het contract.

schatten het invaarrisico hoog in. De IO is daarentegen meer geschikt voor fondsen die meer vrijheid willen om hun beleggingsbeleid meer te richten op de indexatie ambitie en die mede daarom kiezen voor een contract dat minder gevoelig is voor de nominale rente. Zij willen met name voor jongeren minder nominaal rente risico afdekken. Ook fondsen die j bevreesd zijn dat het toezichtkader voor de NPO hun beleggingsbeleid in de toekomst zal beknotten zodat ze het beleggingsbeleid niet goed kunnen richten op de indexatie ambitie zullen kiezen voor de IO. Om hun beleggingsbeleid goed te kunnen richten op de indexatieambitie kiezen zij ervoor in te varen in een contract waarin de zekerheidsmaat gericht is op de indexatie ambitie in plaats van nominale zekerheid. Deze fondsen zijn ook meestal groter en durven het invaarrisico (dat gaat gepaard met hoge vaste kosten van juridische ondersteuning) wel aan.

De TiV biedt dus ruimte voor fondsen die dicht bij het huidige contract willen blijven als voor fondsen die een wat verdergaande stap willen nemen naar een nieuw contract met nieuwe spelregels. De door SZW uitgewerkte FTK 1+ variant biedt alleen ruimte voor fondsen die voor de NPO weg kiezen. Fondsen die nu al een stap verder willen maken van het aloude verzekeringscontract (met de bijhorende gevoeligheid voor de nominale rente en de daarbij horende beleggingspagaat) krijgen in FTK 1+ vooralsnog te weinig ruimte. Daardoor dreigt het Nederlandse collectieve stelsel een te kleine stap voorwaarts te maken van een ondoorzichtig verzekeringsmodel (met een fopspeen van 97.5 % zekerheid die tot ondoorgrondelijke regels leidt) naar een modern CDC contract (met helderheid over feitelijke risico's en individuele eigendomsrechten in termen van marktwaarde in plaats van weinig zeggende juridische rechten) waardoor snelle afbraak dreigt: een gebrek aan evolutie resulteert in revolutie.

#### *Keuzevrijheid van zowel risicoprofiel als indexatie ambitie*

Door de keuze tussen NPO en IO kiezen fondsen hun risicoprofiel wat betreft de nominale rente. Daarnaast kunnen fondsen zelf kiezen voor een eigen risicoprofiel voor wat betreft andere risico's (met bijbehorend beleggingsbeleid) en indexatie ambitie. In de NPO wordt zowel het risicoprofiel als de impliciete indexatie ambitie bepaald door het feitelijke beleggingsbeleid: er is dus één vrijheidsgraad. Er is één keuzevariabele. In de IO kiest het fonds zowel het risicoprofiel (met bijbehorende beleggingsbeleid en zekerheidsmaat) als de indexatie ambitie. Het risicoprofiel en de indexatie ambitie kunnen onafhankelijk van elkaar worden vastgelegd.<sup>8</sup> De hersteltermijn van 10 jaar legt de leeftijdsdifferentiatie in het risicoprofiel vast<sup>9</sup>.

#### *Discipline bij de bescherming van individuele eigendomsrechten...*

Het symmetrische karakter van de herstelsystematiek in de TiV voorkomt dat fondsen door een wijziging van het beleggingsbeleid marktwaarde kunnen verschuiven tussen generaties. Verder voorkomt de VEV eis perverse prikkels bij het veranderen van het beleggingsbeleid

---

<sup>8</sup> Dat geldt niet voor de indexatie ambitie in de stuurregel (en de te waardenen pensioenaanspraken). Deze is direct gerelateerd aan de risico opslag die gehanteerd mag worden bij het waardenen van de pensioenaanspraak. De feitelijke indexatie ambitie kan echter vrij worden gekozen door stuurpunten (de juridische pensioenaanspraken) om te zetten in ambitiepunten bij inkoop en bij het omzetten in een annuïteit op pensioenleeftijd (om de indexatie van de uitkering in lijn te laten lopen met de geambieerde indexatie ambitie).

<sup>9</sup> In de IO is keuzevrijheid mogelijk over de hersteltermijn als het fonds begint met een nominale dekingsgraad van 100 %.

(en dus het risicoprofiel) in de NPO.<sup>10</sup> In de IO moet bij verandering van het risicoprofiel (en de daarbij horende zekerheidsmaat) de indexatie toeslag in de aanspraak (en in de discontering) in dezelfde mate worden aangepast. Dit opdat de waarde van de individuele eigendomsrechten wordt beschermd: een risicovollere aanspraak moet samen gaan met een hoger indexatie potentieel.<sup>11</sup> Dit ‘marktwaardeslot’ neemt in de IO dus de disciplinerende rol van de VEV eis in de NPO over. Een discretionaire verandering in het risicoprofiel in de sturing moet samengaan met een even grote wijziging in de indexatieafslag voor de sturing.<sup>12</sup>

*...en afstemmen van beleggingsbeleid op zekerheidsmaat*

In de IO volgt uit de gekozen zekerheidsmaat voor de indexatie het beleggingsprofiel. Dit geeft de toezichthouder een instrument om het beleggingsbeleid te disciplineren. In de NPO kan het beleggingsbeleid op eenzelfde wijze worden gedisciplineerd. Dit is echter nu nog een ontbrekend element in FTK 1+.<sup>13</sup> De TiV ontwikkelt een nominale zekerheidsmaat op individueel niveau om het beleggingsbeleid te disciplineren. Daarnaast is er sprake van een zekerheidsmaat (cq risicomaat) voor de koopkracht van het pensioen.

### c. Macroeconomische stabiliteit: het optimaal delen van renteschokken

De TiV maakt het mogelijk het verwachte rendement op risicovolle beleggingen niet één op één te laten afhangen van de nominale rente -- een volatiele en procyclische variabele.

Door het verwachte rendement op een andere manier te bepalen (bijvoorbeeld op grond van rentemiddeling met een vaste risicopremie dan wel vast te prikken en periodiek te updaten op basis van het advies van de commissie parameters) kan procyclicaliteit van de premies, de opbouw en de uitkeringen worden voorkomen.

Dit kan ook helpen om de gevoeligheid van het stelsel voor de nominale rente te beperken. Dit vermindert de beleggingspagaat voor wat betreft het afdekken van het rente risico; pensioenfondsen krijgen een minder grotere prikkel om renterisico's af te dekken en hun aandelenportefeuille te overdekken met complexe, dure derivatenconstructies.

De verminderde rentegevoeligheid resulteert ook in betere intergenerationele risicodeling van schokken in de nominale rente. Door robuuste regels te kiezen die de stabiliteit van de macroeconomie ten goede komen, hoeft het risicodelingscontract minder vaak discretionair aangepast te worden om ongewenste macroeconomische effecten te vermijden. Het pensioencontract wordt dus completer. Dit dient het vertrouwen in het pensioenstelsel en de stabiliteit van eigendomsrechten. [Daar staat wel tegenover dat de sturing in het IO contract

---

<sup>10</sup> Wel zal fondsen moeten worden verboden om meer risico te gaan als ze niet voldoen aan de VEV eis om perverse prikkels te voorkomen bij lage rentestanden (en dus sterke herstelkracht).

<sup>11</sup> De feitelijke indexatie ambitie kan bij een nominale indexatie ambitie echter onafhankelijk van het risicoprofiel worden gekozen door omzetting van stuurpunten in ambitiepunten.

<sup>12</sup> De feitelijke indexatie ambitie hoeft niet te wijzigen. Stuurpunten kunnen immers worden herrekend naar ambitiepunten.

<sup>13</sup> Dit is een reden waarom sommige fondsen voor IO kiezen. Zij zijn bang dat Europese regelgeving de beleggingsvrijheid in het verzekeringscontract zal beknotten.



bij lage rentes indexering kan toelaten ook bij nominale dekkingsgraden onder de 100 %. Dit zal bij sommigen de indruk wekken dat de kortingen niet nodig waren. ]

Het verdient aanbeveling de systematiek voor de bepaling van het verwachte rendement op aandelen zo te kiezen dat deze regels zo weinig mogelijk discretionair hoeven te worden aangepast. Bij het aanpassen van de systematiek voor de bepaling van het verwachte rendement speelt namelijk een onplezierige afruil tussen het voorkomen van politiek risico en optimale intergenerationele risicodeling. Als de aanpassing van de methodiek resulteert in een discrete wijziging van het verwachte rendement zijn er twee alternatieven. Het eerste alternatief is een marktwaardeslot waarbij een aanpassing van het verwachte rendement zich vertaalt in een evengrote wijziging in de indexatie ambitie dan wel de pensioenaanspraak zodanig dat de marktwaarde van individuele aanspraak constant blijft. Het tweede alternatief is de wijziging in het verwachte rendement in de beleidsdekkingsgraad laten lopen.]

d. Transparantie over waarde individueel eigendom<sup>14</sup>

*Consistente waardering voorkomt onbedoelde generatie effecten..*

De economische waardering (en daarmee de regels voor de kostendeekkende premies en waardeoverdracht) is consistent met de marktwaarde van het onzekere pensioen dat volgt uit de pensioenaanspraak, de verdeelregels en het beleggingsbeleid. De gevolgen voor de waarde van individuele pensioenaanspraken van niet markt-conforme prijzen voor de inkoop van nieuwe rechten, de verkoop van bestaande rechten (dwz waardeoverdracht) en van veranderingen in contracten, parameters of het beleggingsbeleid zijn publieke informatie en worden gerapporteerd op de UPO. Dit vergroot het vertrouwen in het stelsel. Generaties hoeven niet langer bang te zijn dat de waarde van hun pensioenaanspraak ongezien wordt aangetast. Dit vergroot het vertrouwen van jong en oud in ons collectieve stelsel en voorkomt dat dit stelsel te gronde gaat aan intergenerationele strijd over de verdeling van het collectieve vermogen. . . .*en kan worden voorkomen door marktwaardesloten bij inkoop, verkoop....* Zowel bij inkoop van nieuwe rechten als waardeoverdracht (verkoop van bestaande rechten) kan er gekozen worden voor volledig marktconforme waardering zodat degenen die rechten aankopen of verkopen niet worden bevoordeeld of benadeeld.

*...en verandering risicoprofiel en beleggingsbeleid..*

Ook bij verandering van het contract kan de waarde van het individuele eigendomsrecht worden beschermd. Dit betreft in de IO een verandering van het risicoprofiel (met bijbehorende zekerheidsmaat) dan wel een verandering van de indexatie ambitie. In de NPO voorkomt de symmetrische herstelplansystematiek van de TiV perverse prikkels in het beleggingsbeleid in de NPO; een wijziging van het beleggingsbeleid zorgt niet voor onbedoelde generatie effecten. Dit maakt het mogelijk fondsen meer vrijheid in het beleggingsbeleid en het risicoprofiel te bieden.

*...en verandering parameters*

Door robuuste regels te kiezen die de stabiliteit van de macroeconomie ten goede komen, hoeft het risicodelingscontract minder vaak discretionair aangepast te worden om ongewenste macroeconomische effecten te vermijden. Het pensioencontract wordt dus completer. Dit dient het vertrouwen in het pensioenstelsel en de stabiliteit van eigendomsrechten.

---

<sup>14</sup> Deze paragraaf gaat over de waarde van het eigendomsrecht. Een ander aspect van het eigendomsrecht is de *exposure* van het recht met betrekking tot risico. Zie hiervoor paragraaf d.



- e. Stabiliteit verzoenen met inspelen op roep om transparantie en eenvoud

*Aansluiten bij de bestaande praktijk...*

De TiV sluit aan bij zowel de bestaande praktijk als de gewenste richting van het stelsel. De staffelmethodiek sluit aan bij de systematiek die veel fondsen nu al benutten om de indexatie te bepalen. Deze methodiek is bovendien eenvoudig en goed uitlegbaar.

*...maar inspelen op wens om eigendomsrechten beter te definiëren*

Het model sluit ook goed aan bij door velen gepropageerde overgang op een transparanter pensioenstelsel met heldere en goed gedefinieerde individuele eigendomsrechten (maar wel collectief uitgevoerd) om intergenerationele strijd over de verdeling van het collectieve vermogen te voorkomen. Zachte pensioenrechten vragen om hardere eigendomsrechten om politieke risico's te beperken en het vertrouwen in het collectieve stelsel te borgen. Het werken met complete transparante contracten die de waarde van de eigendomsrechten transparant rapporteren is een belangrijke vereiste om zo'n overgang mogelijk te maken. In feite is er sprake van een collectief stelsel waarin iedereen zijn eigen potje met verhandelbare vermogenstitels heeft en er sprake is van life-cycle beleggen (in zowel aandelenrisico (via het uitsmeermechanisme) als rente risico (via een vast verwacht rendement bij het bepalen van toekomstbestendige indexatie)).<sup>15</sup>

## 5. Conclusies

*Consistente, uitlegbare en macrostabiele variant met te kiezen risicoprofiel als uitgangspunt ...*

De TiV biedt een consistent, goed uitlegbaar, en macrostabiël disciplinerend raamwerk waarin fondsen hun eigen keuze kunnen maken voor wat betreft risico profiel (inclusief rente exposure), indexatie ambitie en het al dan niet aangaan van de invaarproblematiek. Het is een minder complex van de door SZW uitgewerkte tussenvariant.

*...met helderheid over exposures en herverdeling*

De TiV zet verder een stap naar het op lange termijn gewenste stelsel door economische waardering en definiëring van individuele eigendomsrechten met helderheid over de feitelijke risico's die mensen lopen. Deelnemers hebben recht op transparantie over de beleggingsrisico's waaraan ze blootstaan alsmede herverdeling als gevolg van discretionaire besluiten. De grotere transparantie over herverdeling en risk exposures alsmede de grotere eenvoud en uitlegbaarheid disciplineert de pensioensector en vergroot het vertrouwen van oud en jong in de aanvullende pensioenen. Het Nederlandse pensioenstelsel past zich aan bij de eisen van deze tijd waarin terecht meer transparantie en minder complexiteit wordt gevraagd in financiële dienstverlening.

*Blijf niet steken in verouderd verzekeringsmodel.....*

Het grootste risico in het huidige hervormingsproces is dat de pensioensector door het gebrek aan moed om helder te communiceren over de evolutie van een *defined-benefit* stelsel met harde pensioenrechten naar een *defined-ambition* model waarin de oude hoge

---

<sup>15</sup> Verder worden ook het systematische langlevensrisico gedeeld. Eventueel kan men ook nog andere niet-verhandelbare risicofactoren zoals (loon)inflatie opnemen in het contract. Het nadeel is dat deze risicofactoren niet objectief te waarderen zijn.

zekerheidsmaten niet meer gelden en de daarbij horende invaarproblematiek blijft steken in een ondoorgrondelijk verzekeringsmodel.

*...met intransparantie over risico's,...*

Dit verouderde model kent een fopspeen van 97.5 % zekerheid die niet spoort met het feitelijke beleggingsbeleid van fondsen die niet meer beschikken over premiestuur en buffers om schokken op te vangen.

*...intransparatie over de waarde die generaties aan het stelsel ontlennen...*

Verder kent het verouderde verzekeringsmodel weinig zeggende juridische rechten waarvan de risicovrije waardering weinig meer te maken heeft met de economische waarde van pensioenrechten nu fondsen risicovol blijven beleggen zonder dat ze beschikken over het premiestuur en buffers. De mist die door de discrepantie tussen de juridische en economische waardering wordt opgetrokken over herverdeling van waarde als gevolg van veranderingen in het contract, beleggingsbeleid en parameters holt het vertrouwen in het stelsel uit. Het stelsel dreigt te gronde te gaan aan intergenerationele strijd over de verdeling van het collectieve vermogen door gebrek aan transparantie over de feitelijke waarde die verschillende generaties ontlennen aan het contract.

*...en een grote mate van complexiteit en ondoorzichtigheid*

Tenslotte resulteert het gebrek aan moed om de overstap van DB naar CDC te maken resulteert in een uiterst complex bouwwerk dat niet meer uitlegbaar is aan een ingevoerde econoom of jurist – laat staan aan de gemiddelde pensioendeelnemer. Het Nederlandse pensioenstelsel moet hier in niet blijven steken maar inspelen op de roep om meer transparantie en minder complexiteit bij financiële producten.

*TiV pakt door...*

De TiV pakt al deze problemen aan door:

- (1) de introductie van heldere feitelijke zekerheidsmaten op individueel niveau (zowel voor nominale zekerheid als koopkrachtbestendigheid) die deelnemers geen rad meer voor ogen draaien;
- (2) de juridische waardering te laten sporen met de economische waardering waardoor deelnemers een helder beeld krijgen van de waarde van hun eigendomsrecht;
- (3) het ondoorgrondelijke bouwwerk van de aanvullende pensioenen dramatisch te vereenvoudigen.

*...maar biedt ruimte voor evolutie in plaats van revolutie*

Rest ons op te merken dat de TiV niet noodzakelijkerwijs in zijn geheel hoeft worden geïmplementeerd. Het biedt dus nog verschillende uitwerkingsmogelijkheden. Zo is het mogelijk het model reëel en niet-linear in te vullen maar dan verliest men wel de objectieve waardering en kan er intergenerationeel conflicten ontstaan over het beleggingsbeleid. Ook hoeft men niet alle onderscheiden marktwaardesloten (bij wijziging beleggingen, contract, parameters en bij waardeoverdracht en premie inleg) te implementeren. De waardering in de TiV is dan slechts een benadering voor de daadwerkelijke economische waarde.