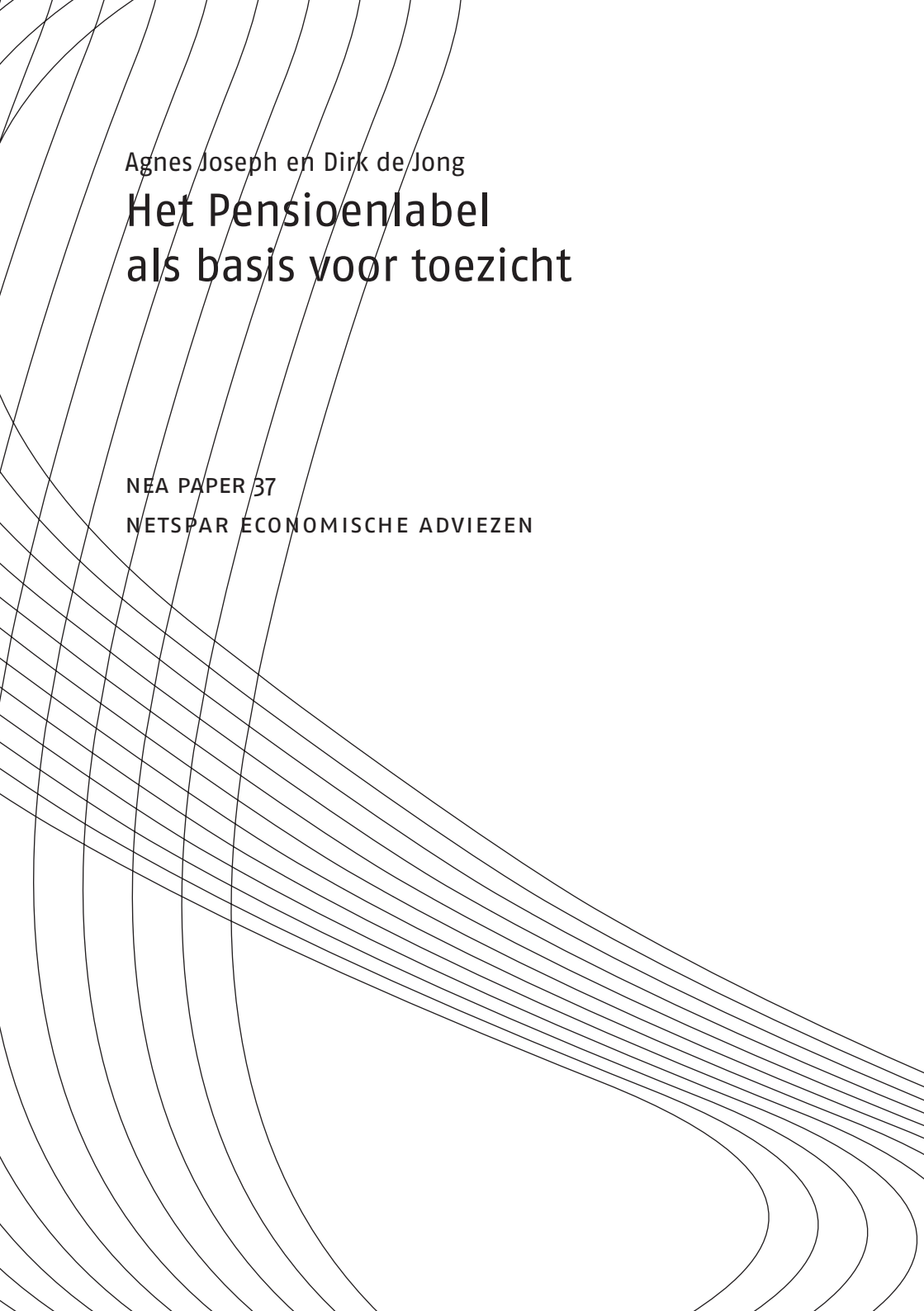


Netspar NEA PAPERS

Agnes Joseph en Dirk de Jong

**Het Pensioenlabel als
basis voor toezicht**



The background of the page features a series of thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right, creating a sense of movement and depth. The lines vary in curvature and spacing, some being more pronounced than others.

Agnes Joseph en Dirk de Jong

Het Pensioenlabel als basis voor toezicht

NEA PAPER 37

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Oktober 2010

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën
Jan Koeman – Ministerie van SZW
Niels Kortleve – PGGM
Albert Mentink – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Jan Potters – Universiteit van Tilburg
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hein Stam – Mn Services
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV
Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam
Peter Wijn – APG
Sjoerd van der Zee – Nationale Nederlanden

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Drukkerij Universiteit van Tilburg

Redactieadres

Netspar, Universiteit van Tilburg
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg
info@netspar.nl

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>1. Inleiding</i>	11
<i>2. Nominale versus reële ambitie</i>	15
<i>3. Onderliggende risico- en rendementsmaten</i>	17
<i>4. Voorbeeld</i>	24
<i>5. Vergelijking van deze methode met elementen uit de huidige regelgeving en lopende pensioendiscussies</i>	27
<i>6. Samenvatting</i>	32
<i>Bijlagen:</i>	
<i>A. Bronnen</i>	34
<i>B. Berekeningswijze</i>	35

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Agnes Joseph: Syntrus Achmea en Universiteit van Amsterdam

Dirk de Jong: Syntrus Achmea

HET PENSIOENLABEL ALS BASIS VOOR TOEZICHT

1. Inleiding

In pensioenland onderscheiden we nominale en reële ambities. De financiële situatie van een pensioenfonds kan jaarlijks (fors) schommelen, wat de realisatie van de ambities kan beïnvloeden. De mate waarin het financieel goed of slecht gaat met het fonds en de invloed hiervan op de ambities, geven we weer in het pensioenlabel. Dit label is zo vormgegeven dat het door de pensioensector zelf en voor toezichtdoeleinden gebruikt kan worden. De huidige vereiste buffers, toeslagenlabels en herstelplannen worden hiermee overbodig.

De voorgestelde aanpak staat dicht bij het huidige toezicht, maar verschuift de focus van zuiver nominaal denken naar een combinatie van nominaal en reëel denken. De vraag die telkens weer gesteld wordt is: kunnen de nominale en reële ambities worden gehandhaafd of moeten de ambities worden bijgesteld? Wij menen met het pensioenlabel een methode te hebben ontwikkeld die beter aansluit bij de praktijk en de fondsspecifieke omstandigheden dan de huidige gangbare methoden in de sector.

Het pensioenlabel in vogelvlucht¹

Het label geeft de nominale en reële ambitie van een pensioenfonds weer. De kleur geeft aan of de ambities naar verwachting waargemaakt kunnen worden.

- A. Groen: het pensioenfonds ligt op koers
- B. Lichtgroen: de reële ambitie is mogelijk in gevaar
- C. Geel: de nominale én reële ambities zijn mogelijk in gevaar
- D. Oranje: de reële ambitie moet worden bijgesteld
- E. Rood: de nominale én reële ambitie moeten worden bijgesteld

Het pensioenlabel verschaft op ieder moment duidelijk inzicht hoe het met de pensioenfondsambities gesteld is.

Het label is opgesteld aan de hand van een aantal nieuw gedefinieerde begrippen (risicomaten, zie hoofdstuk 3) die belangrijk zijn om de haalbaarheid van de ambities te beoordelen. Hoewel er meerdere mogelijkheden zijn om de risicomaten die gebruikt worden in het pensioenlabel te berekenen, hanteren we in deze paper methodieken die ontleend zijn aan de uitgebreide wetenschappelijke literatuur over het waarderen van opties, zie bijlage A. Het doel van deze NEA-paper is echter niet om uitgebreid in te gaan op de berekeningsmethodieken, maar meer om in te gaan op de gedachte achter het ontwikkelde concept van het pensioenlabel en de mogelijkheden hiervan met betrekking tot toezicht.

Voor wie is het bedoeld?

Het pensioenlabel is in eerste instantie bedoeld als kwaliteitslabel voor de pensioensector zelf, maar kan ook voor toezichtdoel-einden gebruikt worden. Over het rapporteren van het pensioen-

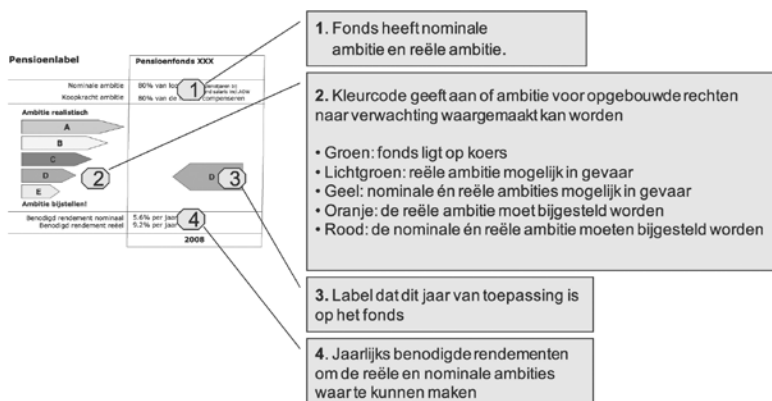
¹ Voor een samenvatting van deze paper zie Joseph en de Jong (2010) "Pensioenlabel als nieuwe basis voor toezicht".

label aan de deelnemers van het pensioenfonds kan het volgende opgemerkt worden:

- het pensioenlabel is gemaakt voor het gehele pensioenfonds, niet voor een specifieke deelnemer.
- het pensioenlabel geeft weer wat er feitelijk aan de hand is. Afhankelijk van de kleur van het label kunnen deelnemers hun verwachtingen met betrekking tot het pensioen dat ze krijgen bijstellen, maar het label reikt de deelnemer geen oplossingen aan wat te doen gegeven de uitkomst. Bij gebruik voor deelnemers verdient het dus de aanbeveling om het pensioenlabel aan te vullen met een passende communicatiestrategie.
- het pensioenlabel bevat begrippen die wellicht niet voor *alle* deelnemers duidelijk zullen zijn, zoals een rendementseis om de ambities waar te kunnen maken. Ook hier is een communicatiestrategie onmisbaar.

Leeswijzer

In deze paper demonstreren we het pensioenlabel mede aan de hand van een voorbeeld. In hoofdstuk 2 komt het onderwerp 'nominale versus reële ambitie' aan de orde. Hoofdstuk 3 licht het pensioenlabel toe. In dit hoofdstuk is een beslisboom opgenomen voor de labelbepaling en worden de onderliggende risico- en rendementsmaten beschreven. In hoofdstuk 4 is het label voor een voorbeeldpensioenfonds uitgewerkt. In hoofdstuk 5 wordt het pensioenlabel vergeleken met de huidige regelgeving en geven we de raakvlakken van het pensioenlabel met de recente pensioenpublicaties van Goudswaard (2009) en Frijns (2010). Tot slot volgt een samenvatting.



Figuur 1: Opzet pensioenlabel

Pensioenlabel	Pensioenfonds XXX
Nominale ambitie	80% van loon/ obv 40 dienstjaren bij
Koopkracht ambitie	gelijkblijvend salaris incl.AOW 80% van de inflatie compenseren
Ambitie realistisch	
A	
B	
C	
D	
E	
Ambitie bijstellen!	
Benodigd rendement nominaal	5.6% per jaar
Benodigd rendement koopkracht	9.2% per jaar
	2008

Figuur 2: Voorbeeld pensioenlabel ultimo 2008 voor een fictief fonds

2. Nominale versus reële ambitie

Gegeven het huidige pensioencontract (zie box 1) heeft een pensioenfonds zowel nominale als reële doelstellingen. Onder de nominale doelstelling plaatsen we het streven om bij pensioering een bepaald percentage van het salaris te verkrijgen.

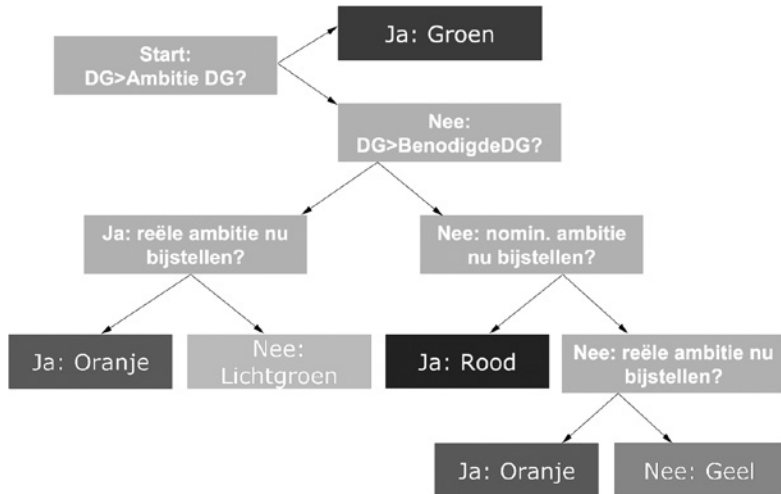
Het voorbeeldpensioenfonds, dat de leidraad in deze paper vormt, heeft de nominale ambitie om 80 procent van het loon uit te keren op pensioendatum. Het opbouwpercentage is dusdanig ingestoken dat dit in 40 dienstjaren wordt bereikt bij een gelijkblijvend salaris, rekening houdend met de AOW.

Daarnaast heeft een fonds de ambitie om de nominaal toegekende rechten te kunnen compenseren voor (een deel) van de opgetreden inflatie. Het voorbeeldfonds heeft de (reële) ambitie geformuleerd om 80 procent van de prijsinflatie in de indexatie door te geven.

Het pensioenlabel is het resultaat van een monitoringsproces dat aangeeft of de ambities realistisch zijn gegeven de huidige financiële positie van het pensioenfonds. Het betreft hier een

Box 1 Deze paper is geschreven met oog op 'het huidige pensioencontract' zoals dat ook in NEA paper 35 (Boeijen e.a. 2010) wordt gedefinieerd: een middellooncontract met een nominale toezegging en een jaarlijkse voorwaardelijke indexatie. Het pensioenlabel is echter ook te gebruiken voor andere invullingen van het pensioencontract. Achter ieder pensioencontract gaan immers ambities schuil met betrekking tot de hoogte van de uiteindelijke pensioenuitkeringen van de deelnemers. Het is van groot belang deze ambities te communiceren. Ongeacht de vorm van het contract – bijvoorbeeld het combicontract of het volkomen ('complete') flexibel (reële) contract zoals genoemd in het pensioenakkoord van sociale partners (STAR 2010) of individueel Defined Contribution – zijn die ambities te vertalen in een reële ambitie en een nominale ambitie, waarbij de nominale ambitie ook vervangen zou kunnen worden door bijvoorbeeld een minimale reële ondergrens.

uitspraak over de reeds opgebouwde rechten. Voor de kleur-
bepaling van het pensioenlabel is de beslisboom in figuur 3
weergegeven.



Figuur 3: Beslisboom labelbepaling (afkorting DG staat voor dekkingsgraad)

3. Onderliggende risico- en rendementsmaten

Om de vragen in de beslisboom te kunnen beantwoorden, introduceren we een aantal nieuwe begrippen. We starten in de beslisboom bij de huidige nominale dekkingsgraad en vergelijken deze met de 'benodigde' dekkingsgraad en de 'ambitie' dekkingsgraad.

Benodigde dekkingsgraad

Het uitgangspunt is dat het pensioenfonds theoretisch gezien een verzekering af kan sluiten c.q. een beleggingsportefeuille zodanig kan samenstellen dat de dekkingsgraad niet onder de 100 procent komt. Het gaat hier om een verzekering die garandeert dat het pensioenfonds de nominale rechten uit kan keren, en dat dus aan de nominale ambitie kan worden voldaan zelfs in slechte (economische) omstandigheden². Hier staat natuurlijk wel een premie tegenover.

Stel dat we deze verzekeringspremie kunnen berekenen³. Die premie kan dan als buffer geëist worden. Niet meer: in theorie kan je deze buffer inzetten en de regeling 'verzekerd' wegzetten. Ook niet minder: dit is de absolute bodemprijs om dit risico te verzekeren. We noemen deze verzekeringspremie de 'benodigde buffer' met de bijbehorende 'benodigde dekkingsgraad', zie figuur 4.

Voor het berekenen van de benodigde buffer, ofwel de premie van een verzekering die garandeert dat de nominale dekkingsgraad niet onder de 100 procent komt, is het vertrekpunt in

- 2 We spreken hier vanuit de nominale rechten in het huidige pensioencontract, maar er is ook aansluiting bij het pensioenakkoord (STAR 2010) waar gesproken wordt over een nominale toezegging met hoge zekerheid.
- 3 Zie bijlage A voor verschillende mogelijke technieken om deze 'premie' te kunnen berekenen.



Figuur 4: Benodigde dekkingsgraad

onderstaande berekeningen de feitelijke beleggingsportefeuille. Hiermee worden prijzen berekend van opties die het neerwaartse risico afdekken: namelijk de prijzen van 'dekkingsgraad-putopties'².

Voor het voorbeeldpensioenfonds geeft dit een benodigde buffer van 6 procent en daarmee een benodigde dekkingsgraad van 106 procent.

Ambitie dekkingsgraad

Wat zou nu eenzelfde soort 'verzekering' van nominale rechten *plus indexatieambitie* kosten? Deze verzekeringspremie zou het pensioenfonds als buffer nodig hebben in overeenstemming met de indexatieambitie van het fonds. We noemen dit de 'ambitie buffer' met de bijbehorende 'ambitie dekkingsgraad'.⁴

Met andere woorden de ambitie dekkingsgraad is de dekkingsgraad die nodig is om nominale rechten uit te keren, oftewel 100 procent, plus een (theoretische) verzekeringspremie om de nominale ambitie en de indexatieambitie te kunnen garanderen, zie figuur 5.

⁴ Deze ambitiedekingsgraad is ook in relatie te zien met de zachte toezeggingen in het pensioenakkoord (STAR 2010).



Figuur 5: Ambitie dekkingsgraad

We baseren deze ambitiebuffer (net als de benodigde buffer) op de prijzen van opties die neerwaarts risico afdekken. Nu wordt er echter in de kasstromen van de verplichtingen ook rekening gehouden met de gewenste (prijs)inflatievergoeding die het pensioenfonds heeft uitgesproken in de indexatieambitie. Voor het voorbeeldpensioenfonds bedraagt de ambitie dekkingsgraad 153 procent bij de indexatieambitie om 80 procent van de prijsinflatie door te geven door middel van indexatie.

Benodigd rendement

We hebben de benodigde dekkingsgraad en de ambitie dekkingsgraad nu gedefinieerd. Als de huidige dekkingsgraad hoger is dan de ambitie dekkingsgraad, krijgt het pensioenfonds pensioenlabel groen: het fonds ligt op koers. Vervolgens kan dan het 'benodigd rendement', de laatste twee regels in het pensioenlabel (figuur 2), berekend worden.

We definiëren de risicomaat 'benodigd rendement' als volgt: gegeven het huidige aanwezig vermogen, hoeveel rendement is er minimaal jaarlijks nodig om uit dit (opgerente) vermogen alle verplichtingen te kunnen voldoen? Dit rendement noemen we het benodigd rendement.

We maken onderscheid naar rendement dat nodig is om de nominale ambitie van het fonds waar te maken en het rende-

ment dat nodig is om de reële ambitie waar te maken. Het laatste rendement zal uiteraard hoger zijn.

Het benodigd rendement is het minimale rendement dat nodig is om ieder jaar aan de verplichtingen te kunnen voldoen. De vraag is vervolgens of dit rendement ook daadwerkelijk gehaald kan worden.

Belangrijke kenmerken van benodigd rendement: het is onafhankelijk van de beleggingsmix van het pensioenfonds⁵ en ook onafhankelijk van economische variabelen als bijvoorbeeld de rentetermijnstructuur.

Voor het voorbeeldpensioenfonds is de startdekkingsgraad ultimo 2008 gelijk gesteld aan 80 procent. We krijgen dan een:

- benodigd jaarlijks rendement om nominale ambitie waar te maken van 5,2 procent gedurende de 90 jaar dat de nominale kasstromen nog lopen
- benodigd jaarlijks rendement om de reële ambitie van het fonds waar te maken van 7,1 procent gedurende de 90 jaar dat de reële ambitie kasstromen nog lopen

Als het label voor het pensioenfonds groen zou zijn, dan zouden deze getallen in het pensioenlabel verschijnen. Bij dit voorbeeld is de dekkingsgraad echter 80 procent en dus lager dan de benodigde dekkingsgraad van 106 procent ofwel de dekkingsgraad nodig om de opgebouwde rechten veilig te stellen. De vraag is of de ambities direct bijgesteld moeten worden. Om dit te onderzoeken, definiëren we de begrippen 'uitlooptijd' en het 'benodigd rendement gedurende de uitlooptijd'.

5 Onze dank gaat uit naar Martin van Keulen voor de discussies over risico- en rendementsmaten.

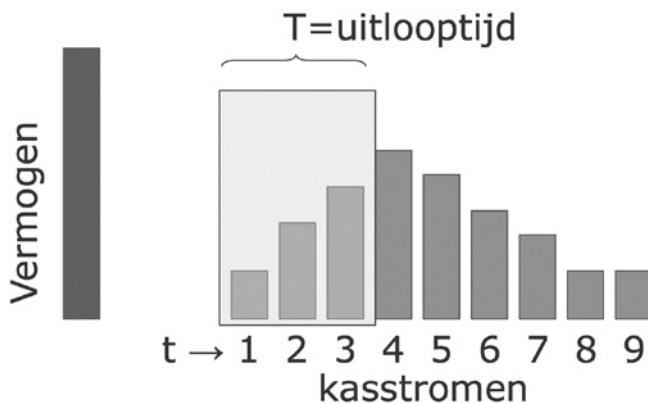
Uitlooptijd

Wanneer een pensioenfonds een tekort heeft (huidige dekkingsgraad lager dan de benodigde en/of ambitie dekkingsgraad), komen de uitlooptijden in beeld. We definiëren de nominale en reële ambitie uitlooptijd als volgt:

- Nominale uitlooptijd: de tijd waarin de nominale rechten nog uitgekeerd kunnen worden als het fonds het vermogen uitsluitend in kas aanhoudt (uitgaande van 0 procent rendement).
- Reële ambitie uitlooptijd: de uitlooptijd waarin de volgens reële ambitie geïndexeerde rechten nog uitgekeerd kunnen worden als het fonds het vermogen uitsluitend in kas aanhoudt (uitgaande van 0 procent rendement).

Voor het voorbeeldfonds zijn de uitlooptijden als volgt:

- Reële ambitie uitlooptijd: Hoe lang kan het fonds de volgens ambitie geïndexeerde rechten uitkeren als er geen rendement gehaald wordt op het vermogen? Het antwoord hierop bedraagt 16 jaar.



Figuur 6: Uitlooptijd

- Nominale ambitie uitlooptijd: Hoe lang kan het fonds de nominale rechten uitkeren als er geen rendement gehaald wordt op het vermogen? Het antwoord hierop bedraagt 19 jaar.

We vermelden enkele eigenschappen van de hier geformuleerde uitlooptijden:

- Een jong fonds heeft een langere uitlooptijd, een oud fonds een kortere uitlooptijd.
- Als het vermogen van het fonds lager wordt, wordt ook de uitlooptijd korter.
- De reële ambitie uitlooptijd is korter dan de nominale uitlooptijd. De reële ambitie uitkeringen zijn hoger dan de nominale ambitie uitkeringen en een pensioenfonds zal in slechte omstandigheden eerder een reële ambitiebijstelling moeten communiceren dan een nominale ambitiebijstelling.

Benodigd rendement gedurende uitlooptijd

Tijdens de uitlooptijden moet het fonds extra rendement halen om weer op de benodigde/ambitie dekkingsgraad te komen. Het normale benodigde rendement plus het extra herstelrendement noemen we het 'benodigd herstelrendement'. De vraag is vervolgens of dit benodigd (meetkundig) herstelrendement realistisch is? Zo niet, dan zal het fonds zijn ambities met betrekking tot de al opgebouwde rechten moeten bijstellen.

Voor het voorbeeldpensioenfonds:

- nominaal: uitlooptijd 19 jaar en benodigd herstelrendement 5,6 procent
- reëel: uitlooptijd 16 jaar en benodigd herstelrendement 9,2 procent

De vraag of deze rendementen realistisch zijn, kan bijvoorbeeld beantwoord worden met wetgeving zoals de regeling parameters (zie "besluit wijziging FTK" juli 2010).

We gaan ervan uit dat het bijstellen van de ambitie een laatste noodmaatregel is die pas van toepassing wordt als blijkt dat de overige sturingsinstrumenten van het fonds, zoals premiebijstorting, bijstelling van de beleggingsmix, etc. al ingezet zijn door het pensioenfonds maar helaas niet effectief genoeg zijn gebleven. Het effect van de overige sturingsinstrumenten is in dit geval reeds meegenomen in de berekeningen voor het pensioenlabel. Dit is vergelijkbaar met de situatie van korten van rechten zoals omschreven in de Pensioenwet met als uitwerking van toezicht het Consultatiedocument FTK (2004).

Het pensioenlabel heeft dus niet als doel de kracht van sturingsinstrumenten te laten zien of spanningen die ontstaan tussen stakeholdergroepen/ solidariteitsissues in kaart te brengen. Het pensioenlabel is bedoeld voor het pensioenfonds als geheel en laat aan de deelnemers/sector zien wat de ambities van het fonds zijn en of deze ambities, gegeven de financiële positie van het fonds, naar verwachting waargemaakt kunnen worden.

4. Voorbeeld

In dit hoofdstuk geven we een uitwerking van de bepaling van het pensioenlabel voor een voorbeeld pensioenfonds, zie figuur 2. De uitwerking is grafisch weergegeven in de figuren 7 en 8.

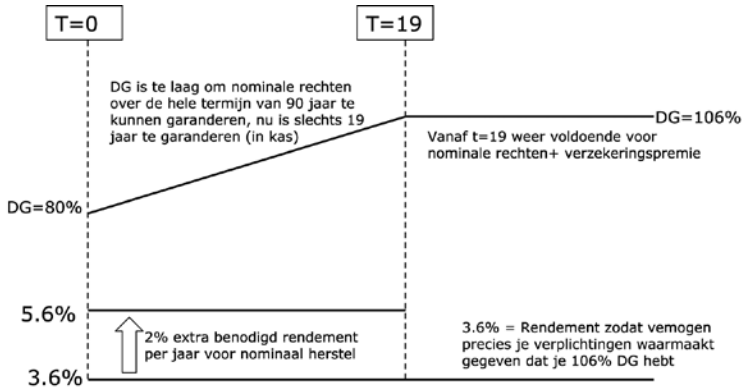
Gegevens pensioenfonds:

Nominale ambitie	80 procent van het loon uitkeren bij pensioen (o.b.v. 40 dienstjaren, gelijkblijvend salaris en incl. AOW)
Reële ambitie	80 procent van de prijsinflatie doorgeven d.m.v. indexatie
Benodigde dekkingsgraad	106 procent
Ambitie dekkingsgraad	153 procent
Benodigd rendement vanuit de ambitie dekkingsgraad	3,6 procent
Benodigd rendement vanuit de benodigde dekkingsgraad	3,6 procent ⁶

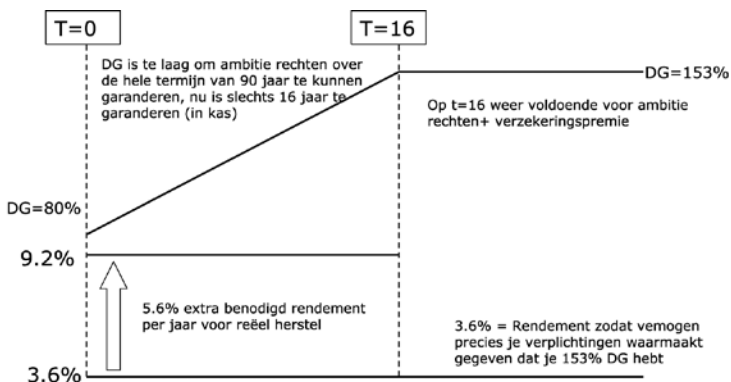
De nominale dekkingsgraad ultimo 2008 is 80 procent. Volgens de beslisboom in figuur 3 is de dekkingsgraad lager dan de ambitie dekkingsgraad, en lager dan de benodigde dekkingsgraad.

De eerste vraag luidt nu: is de nominale ambitie in gevaar? We berekenen hiervoor de nominale uitlooptijd, de tijd waarin het fonds nominale verplichtingen nog uit kan keren bij 0 procent rendement. Die is voor dit voorbeeld 19 jaar, zie figuur 7. Het benodigd rendement voor nominaal herstel gedurende de nominale uitlooptijd is 5,6 procent. Als dit percentage niet als onrea-

6 Het benodigd rendement vanuit de ambitiedekkinggraad en het benodigd rendement vanuit de benodigde dekkingsgraad zijn beiden 3,6 procent in het voorbeeld omdat er twee effecten tegen elkaar wegvallen: bij de ambitie dekkingsgraad is er een grotere vermogens aangroei nodig om te indexeren, maar doordat de startpositie beter is (meer vermogen t.o.v. de verplichtingen) is de vermogens aangroei ook groter.



Figuur 7: Nominaal herstel



Figuur 8: Reëel herstel

listisch hoog wordt ervaren, is er geen bijstelling van de nominale ambitie nodig.

De volgende vraag luidt: is de reële ambitie in gevaar? De reële uitlooptijd is de tijd waarin het fonds reële ambitie verplichtingen nog uit kan keren bij 0 procent rendement. Deze termijn bedraagt 16 jaar, zie figuur 8. Het benodigd rendement voor reëel herstel gedurende reële uitlooptijd bedraagt 9,2 procent.

Met andere woorden: als het fonds de ambitie van 80 procent van de prijsinflatie compenseren vasthoudt, is er 9,2 procent rendement voor de eerste zestien jaar benodigd. Dit lijkt onrealistisch hoog en betekent dat een bijstelling van de reële ambitie meer voor de hand ligt.

Conclusie: het pensioenfonds krijgt ultimo 2008 een oranje pensioenlabel. Oftewel: bijstelling van de reële ambitie is noodzakelijk.

5. Vergelijking van deze methode met elementen uit de huidige regelgeving en lopende pensioendiscussies

Er zijn veel overeenkomsten, maar ook veel verschillen tussen de hier besproken aanpak en de huidige wetgeving. Voornaamste voordeel van de aanpak in deze paper is dat deze gebaseerd is op nominale én reële doelstellingen. Het pensioenlabel volgt zo op natuurlijke wijze uit de doelstellingen: ligt het fonds op koers of zijn de ambities in gevaar? De risicomaten en uitlooptijden waarop het label is gebaseerd, berusten op fondsspecifieke kenmerken en omstandigheden. De invloed van de rentetermijnstructuur is in de nieuwe opzet tot een minimum teruggebracht en is alleen nog nodig voor de vaststelling van de huidige, benodigde en ambitie dekkingsgraad.

Pensioenlabel	Huidige regelgeving
Indexatieambitie	Koopkrachtambitie ⁷
Benodigde dekkingsgraad: 100 procent + nominale verzekeringspremie	Minimaal vereiste DG: 100 procent + 5 procent buffer
Ambitie dekkingsgraad: 100 procent + reële verzekeringspremie om nominale ambitie en indexatie- ambitie waar te maken	Vereiste dekkingsgraad: 100 procent + buffer om (met name) slecht beleggingsresultaat op te vangen
Indexatieverwachting Zie onder	Toeslagenlabel
Benodigde premie Zie onder	Kostendekkende premie

7 Er is een verschil tussen een indexatieambitie van 80% en een koopkrachtambitie van 80%. De indexatieambitie hebben we geformuleerd als 80% van de prijsinflatie doorgeven d.m.v. indexatie. Als we kijken op een eenjaarshorizon: stel dat aan de indexatie ambitie wordt voldaan en de indexatie dit jaar 80% van de werkelijke prijsinflatie is. Stel dat de prijsinflatie 2% is, dan is de indexatie dus $80\% \cdot 2\% = 1.6\%$. Bij een opgebouwde recht van 100 heeft men na indexatie 101.6. De koopkracht is dan achteruit gegaan en is nog $101.6/102 = 99.6\%$ ten opzichte van het voorgaande jaar. Dit is beduidend hoger dan 80%.

Indexatieverwachting

In de huidige wetgeving zijn er twee elementen die te maken hebben met koopkracht: de door het bestuur geformuleerde 'koopkrachtambitie' en het 'toeslagenlabel' die beiden ondersteund moeten zijn door Asset Liability Management berekeningen op een vijftienjaarshorizon.

In de vastgestelde opzet kijkt het fonds op elk meetmoment hoeveel indexatieambitie er (theoretisch) gerealiseerd kan worden, uitgaande van de financiële positie op dat moment. Oftewel: de indexatieverwachting is zodanig dat de ambitiedekkingsgraad op basis van deze indexatieverwachting gelijk is aan de huidige nominale dekkingsgraad.

In de praktijk zal de indexatieverwachting van het fonds verschillen van de indexatieambitie. Beide hebben we gedefinieerd in termen van prijsinflatie, zie ook de aanbevelingen van de commissie Goudswaard (2010).

Voorbeeld: de lange termijn doelstelling van het fonds is om de opgebouwde nominale rechten voor 70 procent van de prijsinflatie te compenseren (ambitie), momenteel verkeert het fonds in de positie dat de indexatieverwachting 50 procent is.

Benodigde premie

De benodigde premie, zie figuur 9, is in deze context van het pensioenlabel een optelsom van:

- Inkoop nominale rechten;
- Theoretische verzekeringspremie voor het verzekeren van de nominale rechten;
- Theoretische verzekeringspremie voor het verzekeren van de indexatieambitie.



Figuur 9: Benodigde premie

In de huidige regelgeving wordt de kostendekkende premie gedefinieerd als de inkoop van de nominale rechten plus een bufferopslag om rekening te houden met tegenvallende beleggingsresultaten, kosten buiten beschouwing gelaten. Premies moeten uiteraard nog worden verhoogd met een kostenopslag die hier niet nader is beschouwd.

Voor- en nadelen

Wij vatten hier de voordelen van het pensioenlabel ten opzichte van huidige regelgeving kort samen:

- De focus is op de nominale en reële doelstellingen van het individuele pensioenfonds in tegenstelling tot bijvoorbeeld de aanbeveling in het rapport van de commissie Frijns (2010) om de reële doelstelling leidend te laten zijn.
- De methodiek is gebaseerd op algemeen gangbare economische uitgangspunten (zie Joseph, de Jong en Pelsser (2010) voor het waarderen van dekkingsgraadopties, of bijvoorbeeld Hull (2006) voor het prijzen van derivaten in het algemeen)
- Het verbindt op natuurlijkere wijze vereiste buffers, indexatieambities en kostendekkende premies.
- De herstelplannen zoals we die nu kennen zijn niet meer nodig. Eventueel ingrijpen, in de vorm van bijstellen van de ambities met betrekking tot opgebouwde rechten, wordt op elk meetmoment overwogen.
- De risicomaten en uitlooptijden waarop het label is gebaseerd, berusten op fondsspecifieke kenmerken en omstandigheden.

- Op basis van het pensioenlabel kunnen (bijvoorbeeld in de situatie van waardeoverdracht) meerdere regelingen qua (haalbaarheid van de) ambitie met elkaar vergeleken worden.
- Het speelt in op de voorstellen omtrent harde en zachte toezeggingen in het pensioenakkoord (STAR 2010)

Maar er zijn uiteraard ook nadelen.

- Het pensioenlabel kan jarenlang constant zijn maar in geval van onrust op de financiële markten ineens van bijvoorbeeld groen in oranje springen
- Er moet een uitspraak gedaan worden welk rendement 'realistisch' haalbaar is om te bepalen of de ambities mogelijk in gevaar zijn in geval van een lage dekkingsgraad (Besluit wijziging FTK (2010)).

Frijns (2010)

Bij de opzet van het pensioenlabel hebben we aansluiting gezocht bij zowel de praktijk als wetenschappelijke literatuur. Zo zijn er in het pensioenlabel⁸ een aantal aspecten uit het rapport van de commissie–Frijns (2010) terug te vinden. Zo is de reële doelstelling duidelijk weergegeven in het label, maar hierbij verliezen we niet de nominale doelstelling (tevens randvoorwaarde) uit het oog. Daarnaast kunnen de berekeningen die aan de grondslag liggen aan het pensioenlabel plaatsvinden in een (value based) ALM context, waarbij de verplichtingenstructuur het aangrijppunt is (zie aanbeveling 4, Frijns 2010). Tot slot willen we over het rapport–Frijns opmerken dat het pensioenlabel een monitoring kader kan bieden waarmee continu het resultaat van het beleggingsbeleid beoordeeld kan worden ten opzichte van de

8 De eerste versies van dit paper zijn geschreven voordat de publicaties van de rapporten van de commissies Frijns en Goudswaard zijn verschenen.

reële en nominale doelstelling van het pensioenfonds (zie aanbeveling 10, Frijns 2010).

Goudswaard (2010)

In het rapport van de commissie-Goudswaard (2010) wordt geconstateerd dat er gegeven de huidige ontwikkelingen spanningen zullen ontstaan tussen de koopkrachtverwachtingen van de deelnemers enerzijds en de sturing van toezichthouder en pensioenfondsen gericht op nominale zekerheid anderzijds. Het hier voorgestelde nieuwe toezichtkader legt de focus meer op reëel denken waardoor deze spanningen vanzelf zullen afnemen. Het toezichtkader dat in dit paper geschetst wordt, gaat nadrukkelijk uit van ambities en de haalbaarheid van de ambities. De resultaten worden weergegeven in het pensioenlabel. Het label kan gebruikt worden voor de nadrukkelijke en transparante communicatie van de ambities en onzekerheid daarin zoals het rapport-Goudswaard beoogt.

6. Samenvatting⁹

In pensioenland onderscheiden we nominale en reële ambities. De financiële situatie van een fonds kan jaarlijks (fors) schommelen, wat de realisatie van ambities kan beïnvloeden. De mate waarin het financieel goed of slecht gaat met het fonds en de invloed hiervan op de ambities, geven we weer in het pensioenlabel. Dit label is afgeleid van het in de praktijk gehanteerde energielabel en is zodanig vormgegeven dat het ook voor toezichtdoeleinden gebruikt kan worden.

Het pensioenlabel (zie figuur 2) geeft de nominale en reële ambitie van een pensioenfonds weer. De kleur van het label geeft aan of die ambities naar verwachting waargemaakt kunnen worden.

- A. Groen: het pensioenfonds ligt op koers
- B. Lichtgroen: de reële ambitie is mogelijk in gevaar
- C. Geel: de nominale én reële ambities zijn mogelijk in gevaar
- D. Oranje: de reële ambitie moet worden bijgesteld
- E. Rood: de nominale én reële ambitie moeten worden bijgesteld

Het label wordt afgesloten met de jaarlijks benodigde rendementen om de nominale en reële ambities waar te kunnen maken. Hierbij wordt het benodigd rendement gedefinieerd als het minimale jaarlijkse rendement over het aanwezig vermogen dat nodig is om alle resterende nominale (plus indexatieambitie in geval van de reële ambitie) verplichtingen te kunnen voldoen. Dit benodigd rendement is onafhankelijk van de beleggingsmix van het pensioenfonds en is ook onafhankelijk van economische variabelen zoals de rentetermijnstructuur. Dit rendement is infor-

⁹ Een uitgebreidere samenvatting is gegeven in Joseph en de Jong (2010) "Pensioenlabel als nieuwe basis voor toezicht"

matief: 'Er moet minimaal x procent per jaar gehaald worden om aan de verplichtingen te kunnen voldoen.'

Er zijn veel overeenkomsten, maar ook veel verschillen tussen de hier besproken aanpak en de huidige wetgeving. Voornaamste voordeel van de hier besproken aanpak is dat het gebaseerd is op nominale én reële doelstellingen. Het pensioenlabel volgt zo op natuurlijke wijze uit de doelstellingen: gaat het goed of zijn de ambities in gevaar en moeten ze bijgesteld worden? De risicomaten waarop het label is gebaseerd, berusten op fondsspecifieke kenmerken en omstandigheden. De invloed van de rentetermijnstructuur is in de nieuwe opzet tot een minimum teruggebracht.

A. Bijlage: Bronnen

- Actuariel Genootschap (2009): Notitie Evaluatie Financieel Toetsingskader Pensioenfondsen. http://www.ag-ai.nl/download/7472-20092812FTKDEF_1.o.pdf
- Boeijen, D., Kortleve, N. en J. Tamerus (2010): Van toezegging naar ambitie. Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen, Nea-paper 35, Netspar
- Brigo, D. en F. Mercurio (2006): *Interest Rate Models: Theory and Practice*, 2de editie, Springer Finance
- Commissie Frijns, (2010): Pensioen "Onzekere Zekerheid" Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen. In opdracht van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. http://docs.minszw.nl/pdf/135/2010/135_2010_1_25337.pdf
- Commissie Goudswaard (2010): Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullend pensioen. In opdracht van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. http://docs.minszw.nl/pdf/129/2010/129_2010_3_13903.pdf
- Hull, J. (2006): *Options, futures and other derivative securities*, 6 de editie, Prentice-Hall
- Jarrow, R. en Y. Yildirim (2003): Pricing Treasury Inflation Protected Securities and Related Derivatives using an HJM Model, *Journal of financial and quantitative analysis*, 38 (2), 337-358
- Joseph, A.S. en de Jong, D.A. (2010): Pensioenlabel als nieuwe basis voor toezicht, *Pensioen Bestuur & Management*, juni 2010
- Joseph, A.S., de Jong, D.A. en A.A.J. Pelsser (2010): Funding Ratio Options, working paper, www.ssrn.com
- Kocken, T.P. (2006): *Curious Contracts: Pension fund redesign for the future*, 1ste editie, Tutein Nolthenius
- Nijman, T., Kortleve, N. en E. Ponds (2006): *Fair value and pension fund management*, 1ste editie, Elsevier
- Pensioen & Verzekeringskamer (2004): Consultatiedocument financieel toetsingskader. http://www.dnb.nl/openboek/extern/file/dnb_tcm40-158277.pdf
- VBA, Beroepsvereniging van Beleggingsprofessionals (2010): Het toezicht op pensioenbeleggingen. Aanbevelingen van de VBA voor het FTK. http://www.nvba.nl/data/docs/748_5700.pdf
- STAR(2010), Pensioenakkoord voorjaar 2010, 4 juni 2010
- Wijziging Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen i.v.m. vaststelling parameters voor fondsen, 24 juli 2010 <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/all/40-198412.html>

B. Bijlage: Berekeningswijze

Voor de bepaling van het pensioenlabel definiëren we de benodigde dekkinggraad en de ambitie dekkinggraad. Deze risicomaten zijn gebaseerd op de theoretische verzekeringspremie die nodig is om de nominale ambitie (en voor de ambitiedekkinggraad ook de indexatieambitie) te kunnen garanderen.

Er zijn meerdere manieren om een dergelijke verzekeringspremie te berekenen. De manier die we voor de berekeningen in dit paper gehanteerd hebben is equivalent aan de methode waarmee in de financiële wereld de prijzen van derivaten, zoals bijvoorbeeld aandelenputopties, berekend worden (zie bijvoorbeeld Hull (2006) en Brigo & Mercurio (2006)). Hier is het derivaat de verzekering die het pensioenfonds afsluit om aan de ambitie te kunnen voldoen, feitelijk dus een 'dekkinggraad putoptie'.

Het idee achter deze berekeningswijze is dat je in een arbitragevrije complete markt een beleggingsportefeuille zodanig kan samenstellen dat de uitbetaling van deze verzekering wordt nagebootst. De prijs van de verzekering (die zeker voor grote pensioenfondsen niet zomaar bij een verzekeraar is af te sluiten) hoeft dus niet gebaseerd te worden op offertes van verzekeraars, maar volgt uit optietheorie. Niet alleen financiële risico's maar ook niet-financiële risico's zoals sterfte-risico's kunnen met een vergelijkbare methodiek worden meegenomen.

Zie voor de methodiek van waardering van dekkinggraadputoptie zoals wij die gebruikt hebben voor dit paper en ook voor verdere literatuurverwijzingen Joseph, de Jong en Pelsser (2010). In dit paper zijn we uitgegaan van een Jarrow-Yildirim (2003) model voor rente en inflatie en een geometric Brownian motion voor zekelijke waarden. Door middel van Monte Carlo simulatie is de prijs van de verzekeringspremies/ dekkinggraadputopties bepaald.

Een andere mogelijkheid om een theoretische verzekeringspremie te bepalen is bijvoorbeeld om het vermogen te berekenen van een risicovrije portefeuille die de verplichtingen repliceren. Binnen een value-based ALM context (zie onder andere Kocken, 2006, Nijman, Kortleve en Ponds, 2006) kan de verzekeringspremie berekend worden.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout), met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)
René Maatman en Sander Steneker

- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)
Geert Bekaert
- 22 TIPS for Holland (2009)
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel pensioen (2009)
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 "De API is een no-brainer" (2009)
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal-juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen-aansprakenstatistiek (2010)
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)
Frank de Jong en Antoon Pelsser
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)
Agnes Joseph en Dirk de Jong

Het Pensioenlabel als basis voor toezicht

In pensioenland onderscheiden we nominale en reële ambities. De financiële situatie van een pensioenfonds kan jaarlijks (fors) schommelen, wat de realisatie van de ambities kan beïnvloeden. In dit paper stellen Agnes Joseph (Syntrus Achmea, UvA) en Dirk de Jong (Syntrus Achmea) een aanpak voor om te komen tot een pensioenlabel. Hierbij verschuift de focus van zuiver nominaal denken naar een combinatie van nominaal en reëel denken. De vraag die telkens weer gesteld wordt is: kunnen de nominale en reële ambities worden gehandhaafd of moeten de ambities worden bijgesteld?