



# Hoorzitting van de Tweede Kamer over het Pensioenakkoord

Position Paper van Ortec Finance

Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Martijn Vos  
September 2011

**ORTEC**  
FINANCE

## Inhoudsopgave

1	Risicohouding en risicodeling / solidariteit .....	3
1.1	Risicohouding .....	3
1.2	Risicodeling / solidariteit .....	4
1.2.1	Zacht/RAM versus staffels/buffers.....	4
1.2.2	Discontering .....	5
2	Pensioenmisvattingen .....	5

De analyses van de commissies Goudswaard en Frijns (2010) gaven reeds aan dat ons pensioensysteem een flinke hervorming nodig heeft. Wat we nodig hebben is intensievere dijkbewaking (⇔ risicomanagement), een modern online overstromingsinformatiesysteem (⇔beter pensioencommunicatie) en het creëren van overloopgebieden (⇔ betere en bredere risicodeling). De stormachtige ontwikkelingen op de financiële markten in de dito zomer van 2011 bevestigen de noodzaak hiervan. Het pensioenakkoord geeft de sector alle ruimte om hier adequaat en voor iedere specifieke fondssituatie passend invulling aan te geven.

De eerste sectie van dit paper beschrijft onze “position” met betrekking tot de risicohouding en risicodeling / solidariteit. Binnen de brede range van toegestane aanpakken (hard/zacht; nominaal/reëel) zijn wij geen voorstander van een “one-size-fits-all” pensioencontract. Pensioenfondsen verschillen namelijk enorm op karakteristieken zoals rijpheid, risicohouding en de aard van de toezegging aan hun deelnemers. Echter, veel vrijheid impliceert ook veel verantwoordelijkheid, vooral op het vlak van governance en communicatie. De tweede sectie van dit paper behandelt vervolgens een aantal pensioenmisvattingen, in het bijzonder die over het “botte” premiestuur.

## 1 Risicohouding en risicodeling / solidariteit

### 1.1 Risicohouding

Berekeningen die wij voor de sociale partners hebben mogen uitvoeren laten de kans zien dat een 30-jarige man bij pensionering 35% lager uitkomt dan het geambieerd niveau. We kijken hierbij naar een representatief fonds en herhaling van historische onzekerheden (dus exclusief de invloed van zwarte zwanen, en known en unknown uncertainties). Onze berekeningen laten zien dat deze kans klein is, maar zeker niet nul.

Zo'n “worst case” uitkomst kan verbeterd worden door minder risicovol beleggen. Dit zal echter ten koste gaan van het gemiddeld verwacht pensioen. De vuistregel zegt dat 1% minder rendement (als gevolg van minder risicovol beleggen) tot 30% lager pensioen leidt. Pensioenrisico's zijn dus zeer groot en het reduceren ervan is zeer “duur”; ofwel, kost veel verwacht pensioen. De risico/rendementafweging is daarom cruciaal.

In tegenstelling tot de 97,5% zekerheid in het huidige FTK geeft het nieuwe akkoord ruim baan voor verschillende risicohoudingen, in zowel nominale als reële termen. Dit doet recht aan de verschillende karakteristieken van fondsen, zoals rijpheid en continuïteitsrisico van een beroepsgroep, maar ook aan de diversiteit aan risicohoudingen en aan de verschillen die we observeren in de afweging tussen nominale zekerheid en reële ambitie.

Echter, veel vrijheid brengt ook veel verantwoordelijkheid met zich mee. De uitwerking van het akkoord moet daarom de ontwikkeling van een best practice model voor het beslissingsproces bevatten. Het gaat daarbij om het beslissingsproces waarmee fondsen hun risicoprofiel vaststellen inclusief een clause “comply or explain”, zodat deelnemers, visitatiecommissies en toezichthouders dit proces adequaat kunnen evalueren.

Dit geldt uiteraard voor de initiële keuze van het risicoprofiel. In zachte contracten bepaalt het risicoprofiel echter mede de hoogte van de disconteringsvoet (hoe hoger het risicoprofiel, hoe hoger de discontovoet, hoe lager de “verplichtingen”). Hierdoor is de kwaliteit en verifieerbaarheid van het besluitvormingsproces niet alleen belangrijk bij de initiële keuze van het risicoprofiel, maar juist ook bij beoogde wijzigingen daarvan (zie hierover ook de passage betreffende “discontering”).

Het akkoord benadrukt dat de risicohouding geborgd moet worden bij de achterban. Het identificeren van het risicoprofiel bij deelnemers blijkt echter een der moeilijkste problemen binnen het vakgebied finance. Dit komt omdat hier de cruciale afweging gemaakt moet worden tussen het risico op onvolledige indexatie, en het risico op een lager nominaal pensioen. Op dit terrein is dringend onderzoek nodig, waarbij volgens ons goed gebruik gemaakt kan worden van de vorderingen op het gebied van “behavioural finance”. Ter borging van het risicoprofiel dient in ieder geval de deelnemersraad een zware stem te hebben.

Last but not least het belang van communicatie. Zoals gesteld kan het uiteindelijke pensioenresultaat 35% onder de ambitie van een thans dertigjarige man uitkomen. In de loop van de tijd kan dit slechtste geval er steeds beter uit komen te zien, maar kan ook nog slechter uitpakken dan de oorspronkelijke inschatting. Zoals het akkoord terecht stelt, moeten er hoge en concrete eisen worden gesteld aan de communicatie met deelnemers. Bepalend hierin is dat deelnemers te allen tijde zodanig weten waar zij aan toe zijn dat zij hun risico's goed geïnformeerd kunnen managen door ofwel langer te werken ofwel meer te sparen.

## 1.2 Risicodeling / solidariteit

Binnen de groep experts wordt fundamenteel verschillend gedacht over het ideale pensioensysteem. Zonder uitzondering is men echter van mening dat de volatiliteit van de beleggingen niet direct mag doorwerken in de hoogte van de (in vooruitzicht gestelde) pensioenen. Anders hadden zowel na de dot-com crisis als na de kredietcrisis de pensioenen met circa 30% moeten worden gekort. Dit "smoothen" kan op verschillende manieren:

- Met behulp van staffels die voor alle deelnemers vastleggen in welke situatie hoeveel wordt geïndexeerd dan wel gekort. Deze aanpak bepaalt ook de mate waarin verschillende generaties de risico's van de financiële markten solidair met elkaar delen. Hetgeen aansluit bij Shiller in "The New Financial Order": "*making generations dependent on the success of their investments for their own retirement is bad risk management*". Merk op dat het werken met een staffel het gebruik van een buffer impliceert.
- Middels een gesloten contract waarin tekorten of overschotten uitsluitend aan zittende deelnemers worden toegekend en er in principe dus geen sprake is van generatiesolidariteit. Een voorbeeld hiervan is de RAM methode<sup>1</sup>.
- Door wel te meten, maar niet te sturen op een actuele dekkingsgraad. Bijvoorbeeld door een wachttijd in te bouwen (cf Sleijnen van DNB in De Actuaris), of te sturen op een middeling van dekkingsgraden. In deze aanpak blijft het meetinstrument dus zo zuiver mogelijk, maar wordt er "verstandig" mee omgegaan.
- Door de dekkingsgraad niet te baseren op de actuele (reële) rentetermijnstructuur, maar op een middeling van historische (reële) rentetermijnstructuren of, afhankelijk van de toezegging, op een vaste disconteringsvoet.

### 1.2.1 Zacht/RAM versus staffels/buffers

Veel pensioenexperts kiezen voor verschillende uitersten. Onze positie is als volgt: wij prefereren de staffelaanpak boven zachte contracten met een RAM-methode.

Ten eerste vinden wij dat staffels/buffers beter uitlegbaar zijn. Ten tweede ervaren wij dat veel deelnemers (en bestuurders) een nominale korting als veel vervelender ervaren dan een korting op indexatie (⇔ "*nominal money illusion*" en "*nominal price rigidity*") en eerder korten op indexatie verkleint het risico op afstempelen. Wij denken dat veel fondsen ten aanzien van het nominaal versus reëel dilemma zullen kiezen voor een hybride aanpak ("*reëel als het kan, nominaal als het moet*"). Een staffel aanpak leent zich hier bij uitstek toe, terwijl het onduidelijk is hoe dit bij een RAM-aanpak geïmplementeerd zou kunnen worden. Ten derde, veel onderzoeken onderbouwen de economische waarde van generatiesolidariteit middels buffers (bron: Houben van DNB, Shiller) en, afhankelijk van het paradigma dat men aanhangt, zou men generatiesolidariteit middels buffers daarnaast vanuit sociaal oogpunt kunnen zien als doel op zich. Van groot belang hierbij is dat we in het nieuwe contract de procyclische invloed van buffers mitigeren, zoals naar verluidt ook wordt bestudeerd in Basel III.

<sup>1</sup> RAM staat voor Rendements-Aanpassingsmechanisme. Dit is een voorwaardelijk reëel contract zoals is opgenomen in de bijlage van het uitwerkingsmemorandum van de StAr. Het betreft een gesloten contract waarbij de nadruk wordt gelegd op het geven van de indexatie ambitie, alvorens een buffer (of egalisereserve) op te bouwen.

## 1.2.2 Discontering

De te hanteren disconteringsvoet in een contract dient aan te sluiten bij de aard van de toezegging. Harde verplichtingen moeten gediscoteerd worden met de risicovrije rentetermijnstructuur (rts). In een zacht reëel contract moet zowel met de verwachte indexatie als met de verwachte risicopremie rekening worden gehouden. Hier is de ambitie immers op gebaseerd.

Verskillende problemen doen zich nu voor. De actuele rts kent het probleem dat er op het "lange stuk" weinig handel is. Dit roept de vraag op of er op het lange stuk wel gesproken kan worden van faire "marktprijzen". En (cf. het rapport Frijns) of marktprijzen wel faire zijn indien de autoriteiten aan financiële instellingen liquiditeitssteun verlenen, laat staan in het geval van quantitative easing. Veel experts hebben al publiek gemaakt dat een disconteringsvoet die afhankelijk is van het beleggingsbeleid tot manipulatieproblemen kan leiden, in de zin dat een hoger risicoprofiel van de beleggingen als consequentie heeft dat "de verplichtingen lager uitvallen". Tevens geldt dat een situatie met verschillende disconteringsvoeten niet bevorderlijk is voor de implementeerbaarheid (incl. waardeoverdrachten), noch voor de uitlegbaarheid van het systeem. Ten aanzien van de disconteringsvoet komen wij tot de volgende afweging:

- Handhaven van marktwaarde op het kurte stuk van de rts voor de eerste 10 à 15 jaar. Op het langere stuk van de rts werken met de ultimate forward rate zoals wellicht ook gaat gebeuren onder Solvency II (white paper). Ondanks de nadelen van het disconteren met de "waan van de dag" is onze positie dus dat ook in zachte contracten in de basis met marktwaarde wordt gewerkt, maar uitsluitend op de delen van de rts waar daadwerkelijk sprake is van een markt (en hier dus beleidsmatig verstandig mee wordt omgegaan). Onze argumenten hiervoor zijn de internationale aansluiting, objectiviteit en het feit dat bij een volledig vaste disconteringsvoet het merkwaardige verschijnsel optreedt dat pensioenfondsen het risicoprofiel van de dekkingsgraad kunnen reduceren door de looptijd van het vastrentende beleggingen te verkorten.
- In zachte reële contracten moet volgens ons sprake zijn van een opslag op de disconteringsvoet als gevolg van onzekerheid in de pensioenuitkomsten en een afslag als gevolg van indexatieambitie. Ten aanzien van deze op- en afslagen geldt op de eerste plaats dat deze prudent, maar ook realistisch moeten zijn. Een te hoge opslag (ten opzichte van hoe de risicopremie in de realiteit later uitvalt) bevoordeelt immers de ouderen, terwijl een te lage opslag juist ten nadele is van de ouderen. Verder dient opgemerkt te worden dat in veel gevallen het beleggingsbeleid in de loop der tijd zal worden aangepast, bijvoorbeeld ten gevolge van de verdergaande veroudering van fondsen. Hoe dit verwerkt moet worden in de huidige disconteringsvoet verdient nader onderzoek (cf. Bovenberg, Nijman en Werker). Ten behoeve van de objectiviteit moet er worden gewerkt met uniforme schattingen voor de op- en afslagen (SZW). Daarnaast moet de gehanteerde disconteringsvoet haar basis hebben in een verifieerbaar geborgd risicoprofiel zoals beschreven in de sectie "risicohouding". Als laatste verdient het aanbeveling om ten behoeve van vergelijkbaarheid extra rapportages voor te schrijven op basis van een universele discontovoet.

## 2 Pensioenmisvattingen

In de sector bestaan een aantal persistente misvattingen. De stelling in het rapport Frijns dat 60% van de verplichtingen 55-plussers betreft, wordt bijvoorbeeld vaak geïnterpreteerd als dat in de eerste 10 (tien) jaar al 60% van de pensioenverplichtingen tot uitkering komt, waardoor "*de potten dus snel leeg zullen zijn, zodat er voor de jongeren niets meer over is*". De realiteit is dat twee zeer grote bedrijfstakpensioenfondsen waarvan de 55+-ers 50% en 63% van de reële verplichtingen uitmaken in de eerste 10 jaar respectievelijk slechts 20% en 26% van hun reële verplichtingen uitkeren.

Ook zou ons stelsel de internationale concurrentiekracht van het Nederlandse bedrijfsleven aantasten. Echter, Nederland staat met \$63.312 pensioenvermogen per hoofd van de bevolking aan de wereldtop, terwijl bijvoorbeeld Duitsland en Frankrijk niet verder komen dan \$1634 en \$443 per gezin (bron: OESO, 2010). Ons vermogen creëert per jaar in verwachting een rendement van circa 8% à 9% BBP, wat veel andere landen deels of bijna geheel missen. We staan er vanuit internationaal perspectief dus juist extreem goed voor.

Ten slotte, het "botte" premiestuur. Uitgaande van een verhouding tussen pensioenbeleggingen en de loonsom van circa 1:3, is een beleggingsschok van 20% (2,5%-event) equivalent met 60% loonsom. In de komende decennia verslechtert deze verhouding nog met een factor 2. Het premie-instrument is in die zin inderdaad bot dat schokken niet meer door de premie kunnen worden opgevangen en het akkoord stelt hier dus realistische grenzen aan. Is daarmee de premie "dood"? Niets is minder waar! De premie is namelijk de enige grondstof die de beleggingenfabriek in gaat om adequate pensioenen te produceren. En hierbij geldt dat X% minder premie echt X% minder pensioen oplevert. De premie blijft springlevend voor de opbouw van pensioen. Indien de populaire stelling bewaarheid wordt dat rendementen in de toekomst lager zullen zijn dan in het verleden, dan wordt de premie voor de pensioenopbouw zelfs een belangrijker stuurinstrument. De afspraak in het akkoord dat de premie van haar functie als stootkussen wordt bevrijd, zou het mogelijk moeten maken om haar rol als input voor de nagestreefde ambitie te kunnen behouden, ook vanuit internationaal perspectief.

**Ortec Finance bv**

Boompjes 40  
3011 XB Rotterdam  
The Netherlands  
Tel. +31 (0)10 700 50 00  
Fax +31 (0)10 700 50 01

**Ortec Finance bv**

Barajasweg 10  
1043 CP Amsterdam  
The Netherlands  
Tel. +31 (0)20 700 97 00  
Fax +31 (0)20 700 97 01

**Ortec Finance Ltd**

23 Austin Friars  
London EC2N 2QP  
United Kingdom  
Tel. +44 (0)20 3178 3913  
Fax +44 (0)20 3178 6164

**Ortec Finance AG**

Poststrasse 4  
8808 Pfäffikon SZ  
Switzerland  
Tel. +41 (0)55 410 38 38  
Fax +41 (0)55 410 80 36

[www.ortec-finance.com](http://www.ortec-finance.com)

**ORTEC**  
FINANCE