

Reactie van de pensioenkoepels op de kabinetsvoornemens naar aanleiding van de evaluatie van het FTK

1. Inleiding

In dit position paper wordt ingegaan op het rapport "Evaluatie Financieel toetsingskader" (FTK) en op het "Besluit tot wijziging van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen in verband met de vaststelling van de parameters voor fondsen", hierna afgekort tot "Besluit Parameters". Wij leggen deze relatie omdat FTK en parameters samen de wettelijke randvoorwaarden definiëren voor pensioenfondsen en zo de zwaarte van de te nemen beleidsacties bepalen in periodes van economische neergang. Ze zijn tevens van invloed op het beleid van pensioenfondsen in "goede tijden", omdat fondsen in alle gevallen moeten kunnen aantonen dat er consistentie is tussen de naar deelnemers gewekte indexeringsverwachtingen en de wijze waarop de indexering wordt gefinancierd.

Het Besluit Parameters en het rapport Evaluatie Financieel toetsingskader gingen bij aanbidding aan de Kamer vergezeld van de brief "Toekomst aanvullend pensioenstelsel; kabinetsinzet". Wij herkennen de analyse in deze brief waarin duidelijk de kwetsbaarheden van het pensioenstelsel worden benoemd en waarin de positieve richting wordt aangegeven om de sterke kanten van het stelsel te behouden en de toekomstbestendigheid te vergroten. Deze richting is ook in lijn met de rapporten Goudswaard en Frijns. Tevens constateren wij dat een aantal positieve oplossingsrichtingen wordt aangedragen om dit te bereiken: de introductie van een wachttijd voor de indiening van herstelplannen is een goede manier om de ongewenste gevolgen van volatiliteit te reduceren. De aangedragen oplossingsrichting van voorwaardelijke pensioenaanspraken met een reëel karakter kan er voor zorgen dat de spanning tussen reële ambitie en nominale garantie wordt verminderd en draagt bij aan het inzicht in de financiële positie van het pensioenfonds. Deze richting verdient nadere uitwerking naast het bestaande kader.

Wij realiseren ons dat we voor de uitdaging staan de robuustheid van het stelsel te vergroten. Wij realiseren ons ook dat hiervoor veranderingen nodig zijn en soms pijnlijke keuzes. Vanuit het positieve vertrekpunt van behoud van de sterke kanten van het pensioenstelsel kunnen wij ons daarom vinden in de richting op hoofdlijnen die het Kabinet schetst.

Daar waar wij – naast de begeleidende brief van de Minister – het rapport evaluatie FTK en het Besluit Parameters analyseren, moeten we echter constateren dat een lijn wordt ingezet naar meer prudentie: lagere parameters (lage verwachte rendementen) en hogere buffereisen. In combinatie zal deze stapeling van prudentie leiden tot een stelsel dat niet betaalbaar is, waarin pensioenregelingen sterk moeten worden versoerd en indexering niet of nauwelijks te realiseren is. Deze ingezette lijn is gebaseerd op de perceptie dat het huidige kader zou aanzetten tot het nemen van risico's. De impact van dit alles wordt niet zichtbaar gemaakt en door de Kamer gestelde vragen op dit punt zijn niet beantwoord.

Daarnaast constateren wij dat zelfs het gedeeltelijke effect van de verzwaring van de parameters zo in kaart is gebracht, dat de werkelijke, grotere impact niet uit de analyses blijkt. Op deze wijze wordt afbreuk gedaan aan de feitelijke doelstelling om de houdbaarheid van het pensioenstelsel te vergroten.

2. Aanbevelingen

Over het algemeen kan worden gesteld dat het Financieel Toetsingskader goed heeft gefunctioneerd. Er is echter nog ruimte voor verbetering. Hieronder staan de belangrijkste aanbevelingen van de pensioenkoopels ten aanzien van het Besluit Parameters en de Evaluatie FTK.

- 1. De parameters:** De door het kabinet doorgevoerde verlaging van de parameters is te pessimistisch en daarmee te stringent. Beter is het om te werken met de parameters zoals voorgesteld door de werkgevers/werknemersdelegatie in de commissie Don. Deze liggen voor de aandelenrisicopremie het beste in lijn met de lange termijn historisch verdiende risicopremie. Een betere voorspeller voor de in de toekomst te behalen risicopremies is niet voorhanden. De impact van de parameters is alleen goed zichtbaar te maken in combinatie met de nieuwe FTK eisen. In samenhang bepalen zij de zwaarte van te nemen maatregelen in tijden van economische teruggang. De pensioenkoopels nemen deze wijzigingen voor kennisgeving aan, maar pleiten er tevens voor om in de toekomst de parameters op een andere wijze vast te stellen, in samenhang met de FTK eisen, waarbij realistische parameters steeds het uitgangspunt zijn.
- 2. Buffers:** Verhoog de FTK buffereis voor zakelijke waarden met maximaal 5%-punt. Op grond van historische waarnemingen zou de correlatie tussen het renterisico en het risico van zakelijke waarden verlaagd moeten worden. Per saldo is een stijging van de vereiste solvabiliteit van circa 1%-punt á 3%-punt gerechtvaardigd op grond van historische waarnemingen. Toets vervolgens het uiteindelijke effect van de parameters (eisen voor MVEV, VEV en continuïteitsanalyse), de eisen met betrekking tot herstelkracht en de consistentie-eisen in het FTK op de prijs/kwaliteitverhouding van pensioenen en de gewenste zekerheid. Betrek bij deze toetsing ook het hoofdlijnenakkoord uit 2005 dat aan de basis lag voor het FTK.
- 3. Zekerheid versus ambitie:** Het evaluatie-rapport FTK gaat voornamelijk in op de risico's van het FTK en beoogt met name de zekerheid van het pensioenmodel te vergroten. Op zichzelf een loffelijk streven, maar verlaging van de parameters en verhoging van de buffers met het oog op meer zekerheid leidt tot stapeling van prudentie met als gevolg een pensioenstelsel dat niet betaalbaar is, waarin pensioenregelingen moeten worden versoerd en indexering niet of nauwelijks te realiseren is.

4. Renteontwikkeling in de continuïteitsanalyse: De huidige forwardmethodiek om toekomstige rentecurves af te leiden, waartegen de pensioenverplichtingen berekend dienen te worden, functioneert niet en dient dan ook niet langer gebruikt te worden. Daarbij is er ook sprake van een niet te rechtvaardigen inconsistentie in de waardering tussen belegd vermogen en verplichtingen ten aanzien de verwachte renteontwikkeling. Er dient een andere methodiek te worden ontwikkeld. Dat kan bijvoorbeeld door:

(a) te werken met een *verwachte* rentestand voor de lange rente aan **beide** kanten van de balans van het pensioenfonds. Idealiter wordt de verwachte (lange) rente gebaseerd op de lange termijn verwachtingen voor reële rente en inflatie (bijvoorbeeld middels een zogenoemd cascademodel), of

(b) de verwachte rente alleen de eerste 4 jaar te baseren op de forwardstructuur en daarna de verwachte rentetermijnstructuur gelijk te houden.

In de commissie Don is de forwardmethodiek niet in discussie gebracht, vanuit de argumentatie dat dit onderdeel zou moeten zijn van de evaluatie van het FTK. Gezien de belangrijke tekortkomingen die wij bij deze methodiek signaleren, is het belangrijk dat deze in het FTK dan ook wordt aangepast.

5. Waardering verplichtingen: De thans gebruikte euroswapcurve is op dit moment de meest geschikte rentecurve om de actuele waarde van de pensioenverplichtingen te bepalen en daarmee ook de actuele dekingsgraad van een pensioenfonds. Wel zou DNB in tijden van financiële crisis moeten heroverwegen welke curve op dat moment het best de risicovrije rente representeert. Alternatieven zijn bijvoorbeeld de curve afgeleid van (Nederlandse) staatsobligaties of die op basis van de EONIA rentes. Desgewenst kan de toezichthouder de disconteringsvoet baseren op de swaprente in de periode vlak ervoor.

6. Afwijking rentevoorschrift DNB: Individuele pensioenfonds moeten gemotiveerd en op een consistente wijze kunnen afwijken van de thans gebruikte euroswapcurve. Deze mogelijkheid is alleen bedoeld voor fondsen die het renterisico grotendeels hebben afgedekt en de verplichtingen consistent hiermee willen waarderen. Als DNB in tijden van crisis overschakelt op een andere curve moeten anderzijds fondsen die hun renterisico hebben afgedekt op basis van de euroswapcurve, de ruimte blijven houden om (gemotiveerd en consistent) juist wel de oorspronkelijke (gekozen) curve te blijven hanteren.

7. Standaardmodel: Breid het huidige standaardmodel uit met een aantal (sub)beleggingscategorieën en risicocategorieën, waaronder indirect onroerend goed en inflatiegerelateerde obligaties. Handhaaf de benaderingsmethode voor het renterisico (S1) voor de beleggingsportefeuille en het kredietrisico (S5) door gebruik te mogen blijven maken van de durationmaatstaf voor vastrentende waarden. Bij afgeleide producten kan een meer gedetailleerde analyse wenselijk zijn en gevraagd worden.

- 8. Partieel intern risicomodel:** Indien het standaardmodel niet passend is voor de specifieke risico's binnen een fonds, dient het fonds ruimte te krijgen en zonodig verplicht te worden om het standaardmodel hierop aan te passen (partieel intern model). Ontwikkel passende criteria voor het gebruik en beheer van een partieel intern model zodat sprake is van vergelijkbaarheid. Het standaardmodel dient de algemeen geldende risico's voor pensioenfondsen te accommoderen, zodat geen grote groepen fondsen verplicht hoeven worden tot een (partieel) intern risicomodel.
- 9. Stabiele (kostendekkende) premie:** Voor werkgevers en werknemers is een stabiele premieontwikkeling van groot belang. Handhaaf de mogelijkheden voor demping van de (kostendekkende) premie. De voorstellen voor verhoging van vereiste buffers en voor vaststelling van de kostendekkende premie op basis van een (verwachte) rente (dus zonder rekening te houden met risicopremies) leiden tot hogere kostendekkende premies. Deze premie-effecten worden onderschat in het rapport Evaluatie FTK.
- 10. Communicatie:** Er dient nog beter gecommuniceerd te worden richting de deelnemers over risico's en verwachte aanspraken. De reeds bestaande communicatiemiddelen hebben nog niet volledig het gewenste effect gehad. We stellen voor om hier in de toekomst nader overleg over te voeren, waarbij ook de koepels en AFM zijn betrokken, om het kader voor communicatie nader uit te werken. Hierbij kan dan ook worden ingegaan op andere communicatie-aspecten binnen het FTK. Publicatie van reële dekkingsgraden geeft meer inzicht in de financiële positie van pensioenfondsen, maar kent nog wel enkele praktische bezwaren. Communicatie van verwachte geïndexeerde pensioenaanspraken op het pensioenoverzicht is onwenselijk.

3. Parameters en buffers

3.1 Parameters

In het Rapport Evaluatie Financieel Toetsingskader wordt gesproken over een gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico in het FTK. Er wordt gesteld dat het niet verstandig is om risicopremies al op voorhand in te rekenen maar pas als ze daadwerkelijk gerealiseerd worden. Dat is natuurlijk een keuze: zekerheid boven alles en pas inrekenen van beleggingsopbrengsten als deze binnen gehaald zijn. Dit klinkt misschien zelfs sympathiek, maar dat is het niet. Het op voorhand verlagen van verwachte rendementen, zoals nu onlangs is gedaan door het kabinet voor fondsen die een nieuw herstelplan moeten opstellen in 2011, betekent dat premies vooraf worden verhoogd en/of verwachte indexatie wordt verlaagd en/of dat de pensioentoezegging moet worden verlaagd. Per saldo gaat het dan natuurlijk wel om een kostenverhoging nu. Zoals geformuleerd in de opdracht van de Commissie Don, dienen parametervoorschriften gebaseerd te zijn op realistische uitgangspunten en horen deze geen verborgen prudentiemarges te bevatten. Prudentie speelt in andere elementen van het FTK een rol, zoals in de premievereisten en de consistentietoets. Stapeling van prudentie leidt tot premieverhogingen, lagere indexatieverwachtingen en daarmee tot ongewenste ingrepen in de pensioenambitie.

De omvang van het belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen is groot en dit dient gedeeltelijk ook risicovol belegd te kunnen worden. Zo wordt mede het risicodragend kapitaal beschikbaar gesteld voor ondernemingen die in de toekomst een onmisbare bijdrage leveren aan de economische groei. Het is daarbij van groot belang dat elk pensioenfonds zijn eigen afweging kan maken wat betreft het rendement-risicoprofiel van de beleggingsportefeuille. Een pensioenfonds met een onderneming die bereid is meer risico te dragen en die geen problemen heeft met variërende pensioenpremies, kan meer risico nemen dan een fonds waar premie slechts een beperkt stuurmiddel is. Bij de bepaling van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille is veruit de belangrijkste keuze de onderverdeling tussen zakelijke waarden enerzijds en vastrentende waarden anderzijds. Meer beleggen in aandelen zorgt voor een hoger verwacht rendement maar ook voor meer risico. Die afruil komt nu goed naar voren in het huidige FTK. Een groter deel zakelijke waarden zorgt voor hogere vereiste FTK buffers. In een herstelplan komt dit naar voren doordat bij een hoger verwacht rendement ook een hogere solvabiliteitsbuffer moet worden bereikt. En in een continuïteitsanalyse komt dit ook tot uitdrukking in de berekende risicomaatstaven. Daarom zijn stochastische (continuïteit-) analyses juist van groot belang voor de beoordeling van de financiële positie van een fonds. We onderschrijven dan ook niet de constatering dat er sprake is van een gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico in het huidige FTK. Mogelijk dat dit voor enkele subbeleggingscategorieën geldt, maar zeker niet voor de grote lijn van het beleggingsbeleid.

Met betrekking tot de FTK parameters constateert het kabinet dat er sprake is van een verdeeld advies van de commissie Don. Tevens wordt geconstateerd dat de commissie wel unaniem onzekerheidsmarges in acht neemt. Terecht want niemand weet wat de komende 15 tot 30 jaar gaan brengen, maar dat gold ook al voor de oude (nog tot 1 januari 2011 geldige) FTK parameters. De vertegenwoordigers van de werkgevers en werknemers binnen de commissie Don wilden de parameters daarom ook grotendeels in lijn houden met de reeds bestaande parameters, met kleine neerwaartse bijstellingen. Voor de maximaal toegestane aandelenrisicopremie werd voorgesteld om deze gelijk te stellen aan het langetermijn historische gemiddelde. Gegeven de grote onzekerheid rond elke inschatting, is een objectieve keuze voor een langjarig gemiddelde te prefereren boven een subjectieve

inschatting op basis van een selectie van wetenschappelijke studies. De afvaardiging van het CPB en DNB wilde echter nog een stap verder gaan en pleitte daarentegen voor een neerwaartse bijstelling van de aandelenrisicopremie: veel lager dan het lange termijn historisch gemiddelde behaalde wereldwijde premie in de periode 1900- 2008. Het gemiddelde over een lange historisch periode vol met wereldoorlogen, opkomende markten, grote crises maar ook met perioden van hoge economische groei als maximaal toegestane aandelenrisicopremie, werd door hen als te optimistisch beschouwd. Belangrijkste argument was dat verwacht mag worden dat de toekomstige risicopremies structureel lager zullen zijn dan het historisch behaalde rendement. Het kabinet heeft deze argumentatie over genomen door te stellen dat het rekening wil houden met rendementen die de komende jaren lager liggen dan het historische gemiddelde. Naar de mening van de koepels komt er op deze manier wel erg veel nadruk te liggen op de huidige, inderdaad wat minder florissante economische situatie. Het gaat hier echter om lange termijn verwachte rendementen en niet die voor de komende paar jaar. Daarbij lopen financiële markten veelal vooruit op de macro economische ontwikkelingen. Tel daarbij op dat slechte perioden (zoals 2001-2008 is) historisch gezien vaak gevolgd worden door perioden met juist weer hogere rendementen. Gewaakt moet worden voor te veel procyclisch gedrag.

De koepels geven daarom de voorkeur aan de parameters zoals deze zijn voorgesteld door de werkgevers/werknemersdelegatie in de commissie Don. Deze liggen voor de aandelenrisicopremie het beste in lijn met de lange termijn historisch verdiende risicopremie. De impact van de parameters is daarbij alleen goed zichtbaar te maken in combinatie met de nieuwe FTK eisen.

In het algemeen overleg met de vaste commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid van de Tweede Kamer op 16 juni 2010 is brede steun uitgesproken voor de aanpassingen in het ontwerpbesluit tot wijziging van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen in verband met de vaststelling van de parameters van fondsen. Met sociale partners is afgesproken dat de nieuwe parameters, die per 1 januari 2012 van kracht worden, wel vanaf 1 januari 2011 gelden voor pensioenfondsen die in de loop van 2011 een nieuw herstelplan moeten indienen. Verder is de parameterwaarde voor het maximaal in te rekenen rendement op beursgenoteerde aandelen vastgesteld op 7%. Dit is een beperkte opwaartse bijstelling ten opzichte van het oorspronkelijke ontwerpbesluit. De pensioenkoepels nemen deze wijzigingen voor kennisgeving aan, maar pleiten er tevens voor om de parameters in de toekomst op een andere wijze vast te stellen (neem bij het herzien van de parameters bijv. ook het effect van de buffers mee), waarbij realistische parameters steeds het uitgangspunt zijn.

3.2 Buffers

Bij de invoering van het FTK is gekozen voor een zekerheidsmaat van 97,5% op éénjaarsbasis. Voor het gemiddelde pensioenfonds zou hier, vóór afdekking van het renterisico, een vereiste dekkingsgraad van 130% bij horen.

Uitgaande van de zekerheidsmaatstaf van 97,5% lijken de normen in vergelijking met de huidige schokken in het standaardmodel voor een aantal risicocategorieën aan de lage kant. Hoewel een verlaging van de risicopremie voor zakelijke waarden, zoals voorgesteld door een deel van de commissie Don, een lagere volatiliteit veronderstelt, lijkt een maximaal 5%-punt hogere schok voor aandelen, beursgenoteerd onroerend goed en private equity

verdedigbaar gezien de ervaringen in het afgelopen decennium. Hetzelfde geldt voor het renterisico. Anderzijds zou op grond van historische waarnemingen de correlatie tussen het renterisico en het risico van zakelijke waarden moeten worden verlaagd. Per saldo is een stijging van de vereiste solvabiliteit van circa 1%-punt á 3%-punt gerechtvaardigd op grond van historische waarnemingen.

We erkennen dat het van groot belang is dat liquiditeits-, concentratie- en operationele risico's goed in kaart worden gebracht en beheerst. De geëigende plek hiervoor is het operationele risicomanagement binnen een pensioenfonds. Binnen de uitvoering van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds dient vastgelegd te zijn hoe met deze risico's wordt omgegaan, maar dit hoort niet thuis in de standaardtoets. Hierbij speelt eveneens dat het kwantificeren van dergelijke risico's complex is en het toekennen van een kapitaalbeslag arbitrair.

De in bijlage 2 van het evaluatie-rapport FTK voorgestelde varianten B en C gaan overigens uit van te voorzichtige aannames die onacceptabel hoge buffervereisten tot gevolg hebben (verhoging van vereiste dekkinggraad met 6 tot 14%-punt). In de betreffende varianten is sprake van een stapeling van buffers en is per saldo sprake van een hogere zekerheidsmaatstaf dan 97,5%. Sowieso moet bij elke verhoging van de buffervereiste worden bedacht dat de keuze voor de zekerheidsmaat van 97,5% het resultaat was van een afweging tussen de gewenste zekerheid en de prijs die daar bij hoort in de vorm van buffer- en premiehoogte. Als zou worden besloten tot verzwaring van de buffereisen zou dit bij ongewijzigd beleggings- en indexatiebeleid leiden tot hogere premies.

Ongeacht of gekozen wordt voor premieverhoging of voor aanpassing van het indexatie- en/of beleggingsbeleid zal een grotere zekerheid waarvoor eventuele zwaardere buffereisen bedoeld zijn, moeten worden betaald. Het mogelijk verkorten van de wettelijke hersteltermijn van 15 jaar, zoals wordt gesuggereerd in het rapport "Evaluatie FTK", zal de genoemde effecten nog eens verder versterken.

3.3 De impact van zwaardere wettelijke eisen

Hieronder wordt de impact van de voorgestelde buffereisen en het Besluit Parameters¹ in kaart gebracht waarbij onderscheid wordt gemaakt naar (1) het niet bevroren van de forward curve, (2) de lagere parameters, en (3) de mogelijk nieuwe en hogere buffereisen vanuit het FTK.

(1) Forward rentes kunnen niet worden bevroren

Forward rentes dienen te worden gebruikt om de verwachte renteontwikkeling te berekenen in herstelplannen en continuïteitsanalyses. Deze voorgeschreven renteontwikkeling bepaalt de verwachte waardeontwikkeling van de verplichtingen en is daarmee – naast het verwachte rendement – zeer bepalend voor de dekkinggraadontwikkeling. In de herstelplannen die in 2009 zijn ingediend, kon de forward curve vanaf jaar 5 worden bevroren. Bij de evaluatie van herstelplannen in 2010 was dat niet toegestaan. We tonen hiervan het effect.

¹ Wij analyseren het Besluit Parameters, waarin het maximale aandelenrendement is vastgesteld op een meetkundig gemiddelde van 7%.

(2) Het maximale portefeuillerendement daalt 0,9%-punt netto (0,6%-punt daling bruto rendement en 0,3%²-punt beleggingskosten)

Het Besluit Parameters leidt voor een gemiddeld pensioenfonds tot een 1%-punt daling van het maximaal te hanteren (netto) beleggingsrendement. Dit effect is op vergelijkbare wijze berekend als in het rapport van de Commissie Don, waar sociale partners en DNB gezamenlijk tot een inschatting van effecten zijn gekomen. De 0,9%-punt daling is beduidend hoger dan de 0,3%-punt die in de Kamerstukken wordt genoemd:

- Bij de kwantificering in de Kamerstukken wordt een vergelijking gemaakt tussen oude parameters met prudentie en nieuwe parameters zonder prudentie. Dit wordt gemotiveerd vanuit de stelling dat het opnemen van prudentie een fondskeuze is. In de eerste plaats biedt een dergelijke vergelijking geen zuiver beeld, omdat de oude en nieuwe parameters niet sec naast elkaar gezet worden: bij toepassing van de nieuwe parameters wordt aangenomen dat fondsen de eerder gehanteerde prudentieafslag tot nul reduceren. In de tweede plaats is het onwaarschijnlijk dat fondsen met de nieuwe parameters de grenzen van de wet kunnen of willen opzoeken. De toezichthouder heeft dit bij de bestaande plannen ontmoedigd; een fonds dat tegen de grenzen aan gaat zitten, dient bij tegenvallers direct aanvullende maatregelen te nemen.
- In de berekeningen voor de Kamer is een andere berekeningmethodiek gevolgd dan in de analyses van de commissie Don. Een deel is te verklaren doordat fondsspecifiek is gekeken. Daarnaast zijn waarschijnlijk niet alle effecten meegenomen in de berekening, zoals de dubbele begrenzing op meetkundige en rekenkundige gemiddelden.

(3) De gemiddelde buffer voor een gemiddeld fonds stijgt van 23% naar 37%

Definitieve buffereisen zijn nog niet bekend. Wij analyseren de effecten van variant C uit het rapport evaluatie FTK. Dit cijfer is nog onzeker, het betreft een voorbeeld en geen voorstel. Wij constateren echter dat in het rapport evaluatie FTK nadrukkelijk wordt gepleit voor een sterke verhoging van buffereisen. Bovendien worden in het rapport aanvullende aanpassingen aangekondigd voor het standaardmodel (extra risicobronnen, ander formularium) waardoor de 37% niet eens als bovengrens gezien kan worden.

De impact hiervan is het grootst op de herstelplannen en op de consistentietoets. De tabel hieronder geeft weer hoe groot de effecten zijn. Hierbij is uitgegaan van een gemiddeld pensioenfonds (gemiddelde beleggingsmix, rijpingsgraad):

- dat indexeert met loongroei;
- dat een langetermijnherstelplan indient vanuit een startdekkingsgraad van 105%;
- dat een indexeringsstaffel hanteert waarin de indexering lineair groeit van 0% tot volledig tussen een dekkingsgraad van 105% en 130%;
- dat een premie hanteert van 21% van de pensioengrondslag, met een disconteringsvoet van 3%.

² De 0,3%-punt is hoger dan de in het rapport van de Commissie Don genoemde 0,1%-punt tot 0,2%-punt. De werkelijke beleggingskosten zijn met name voor illiquide categorieën als vastgoed en private equity hoger.

	Jaren tot herstel	Pensioen- achterstand door gemiste indexering	Dekkings- graad na 15 jaar	Extra premie voor tijdig herstel (% stijging premielasten)
Huidige parameters, huidige buffer, bevroren forwards	7	10%	127%	-
+ Niet bevroren van forwards	9	14%	121%	-
+ Nieuwe parameters	>15	21%	115%	6%-punt (stijging van 29%)
+ Hogere buffers	>15	21%	115%	17%-punt (stijging van 81%)
+ Verlengde indexatiestaffel	>15	24%	120%	12%-punt (stijging van 57%)

Huidige situatie, met bevroren curve

Bij de huidige parameters haalt een gemiddeld pensioenfonds een lange termijnherstelplan binnen 7 jaar, vanuit een dekkingsgraad van 105%, bij een vereist eigen vermogen van 23% en uitgaand van de huidige maximale beleggingsrendementen. Dit gaat wel ten koste van de indexering: naar verwachting ligt het pensioen hierdoor na 15 jaar 10%-punt lager dan een volledig (loon)geïndexeerd pensioen. Doordat de dekkingsgraad na 15 jaar ruim boven de 123% ligt zijn geen aanvullende premie maatregelen nodig. Pensioenfondsen gaan zelden uit van de rendementsmaxima, zodat tegenvallers niet direct leiden tot aanvullende maatregelen.

+ Niet bevroren van forwards

Bij de actualisering van de herstelplannen in 2010 mochten forwardrentes niet worden bevroren. Het effect hiervan is dat verwacht herstel twee jaar langer duurt. Het bijzondere van de forward curve eind 2009 was dat de rente naar verwachting na 5 jaar ging dalen. Hierdoor worden grote waarde stijgingen van de verplichtingen voorzien. Aangezien forwardrentes geen goede voorspellers zijn van de toekomstige rentes, is het moeilijk uit te leggen hier als basisscenario van uit te gaan en er beleidsmaatregelen op te moeten baseren.

+ Lagere parameters

Indien zowel rekening gehouden wordt met lagere forwardrentes als met lagere parameters is er naar verwachting minder herstel uit rendement. Hierdoor zal een pensioenfonds in een herstelplan zwaardere maatregelen moeten inzetten om aan te tonen dat de financiële positie binnen 15 jaar aan de wettelijke eisen voldoet. Dit kan bijvoorbeeld door de premie met 6%-punt te verhogen. Voor het gemiddelde fonds is uitgegaan van een premie van 21% over de pensioengrondslag, de premielasten nemen dan dus met 29% toe.

+ *Hogere buffers*

Indien op lage rendementsverwachtingen ook hoge buffers opgebouwd dienen te worden, vraagt dat om zware maatregelen. De in het herstelplan te nemen maatregelen moeten worden gebaseerd op de wettelijke parameters en buffereisen. Fondsen moeten dus een plan indienen dat uitgaande van lage rendementen binnen 15 jaar leidt tot hoge buffers (stijging van 23% naar 37%). Uitgedrukt in premie leidt dat tot premieverhogingen van 17%-punt, bijna een verdubbeling van de premie.

+ *Verlengde indexatiestafel*

Uiteraard is de hiervoor genoemde premieverhoging niet op te brengen. Daarom is een verlengde indexatiestafel doorgerekend waarin volledige indexering pas bij een dekkingsgraad van 145% plaats vindt. Zo wordt een deel van de verzwaaring van de wettelijke eisen niet via de premie, maar via de indexering opgevangen. De grote benodigde premieverhoging die resteert laat zien dat ingrijpendere aanpassingen nodig zijn in de indexeringsambitie of de regeling.

Maar hangt het herstel dan niet af van de feitelijke rendementsontwikkeling? Ja, indien feitelijke rendementsontwikkelingen hoger liggen, zal het herstel voorspoediger verlopen dan verwacht. In dit geval kan een herstelplan eerder worden beëindigd. Bij indiening van herstelplannen kan hier echter geen rekening mee worden gehouden. Het effect van dubbele prudentie in parameters en buffereisen is dat op momenten van economische neergang zware maatregelen moeten worden genomen.

Wanneer doet deze situatie met zware maatregelen zich voor? Dit is nodig wanneer financiële markten de komende tijd een neergaande beweging maken. Het verwachte herstel in de herstelplannen blijft dan achter, plannen zijn niet meer haalbaar en aanvullende maatregelen zijn nodig. Deze situatie is realistisch, gezien de huidige volatiliteit op financiële markten. In zo'n geval resteert er in een lopend herstelplan minder hersteltijd. Dat versterkt de hiervoor genoemde gevolgen. Dit betekent dat de toepassing van nieuwe parameters op dit moment zeer procyclische (en daarmee negatieve) effecten heeft op de economie.

Maar ook als financiële markten herstellen, zijn er vanuit de consistentietoets grote beleidswijzigingen nodig. Met deze toets wordt bewaakt of de financiering van pensioenfondsen consistent is met de indexeringsambitie die naar deelnemers wordt gecommuniceerd. In de eerste stap van de consistentietoets dient een fonds aan te tonen dat de financiële opzet voldoende sturing geeft om vanuit een dekkingsgraad van 105% binnen 15 jaar de vereiste solvabiliteitsbuffer op te bouwen. Fondsen moeten deze analyse uitvoeren vanuit een startdekkingsgraad van 105%, ook al zou de feitelijke dekkingsgraad hoger zijn. De voorgaande analyses laten zien dat voor een gemiddeld fonds majeure beleidsaanpassingen nodig zijn om dit te bereiken. Vervolgens moet worden berekend of de indexeringsambitie in voldoende mate wordt gerealiseerd, ook dit zal moeilijker worden als gevolg van de lagere verwachte rendementen.

4. Stabiel beleid en renteontwikkeling continuïteitsanalyse

Een belangrijk uitgangspunt van het FTK is marktconforme waardering van zowel het belegd vermogen als de verplichtingen van pensioenfondsen. De koepels onderschrijven ook voor de toekomst dat marktwaardering een nuttig ijkpunt is en het uitgangspunt moet blijven. Marktwaarde gaat van tijd tot tijd wel gepaard met sterke volatiliteit en de afgelopen kredietcrisis heeft geleerd dat in situaties waarin de markten evident falen, er ruimte moet zijn om soepeler met die marktwaardering om te gaan. Op zo'n moment functioneren markten immers niet goed en zijn er geen goede marktprijzen voorhanden.

De koepels kunnen zich dan ook vinden in de voorstellen van de Minister SZW om een wachttijd te introduceren voor de indiening van herstelplannen. Het is gewenst dat voorts ook sprake is van een stabiel toetsingskader voor de inrichting van een herstelplan. In de huidige regelgeving is het beleidskader voor een herstelplan veel te sterk afhankelijk van het vastgestelde startpunt. De acceptatie van ingrijpende maatregelen in herstelplannen wordt niet bepaald vergroot, indien een startpunt één maand eerder of later zou leiden tot bijvoorbeeld veel hogere dan wel lagere herstellpremies en/of voorgenomen kortingen op pensioenrechten en aanspraken.

Hierbij wringt vooral de renteverwachting die verondersteld moet worden voor de verwachte ontwikkeling van de verplichtingen in de continuïteitsanalyse en als onderdeel van het herstelplan. Deze is nu gebaseerd op de rentetermijnstructuur op de voorgeschreven startdatum (en de hierin inbegrepen forwardrentes). Zoals ook wordt betoogd door de Vereniging van Beleggingsanalisten³ en het Actuarieel Genootschap⁴ is de forwardrente een slechte en soms ook volatiele voorspeller voor de toekomstige renteontwikkeling. Ook is er in de huidige regelgeving sprake van een verschil tussen de rentetermijnstructuur waartegen de verplichtingen dienen te worden verdisconteerd enerzijds en het maximaal te verwachten rendement op vastrentende waarden anderzijds. Dit kan een spanningsveld veroorzaken, zeker als sprake is van grote renteveranderingen.

De forwardmethodiek functioneert dus niet als methode binnen de continuïteitsanalyse en dient dan ook niet langer gebruikt te worden, zoals is opgenomen in het Besluit Parameters. Het Besluit Parameters biedt op dit moment ook geen oplossing voor de inconsistentie tussen vermogen en verplichtingen. In de commissie Don is de forwardmethodiek niet in discussie gebracht, vanuit de argumentatie dat dit onderdeel zou moeten zijn van de evaluatie van het FTK. Gezien de belangrijke tekortkomingen die wij bij deze methodiek signaleren, is het belangrijk dat deze in het FTK dan ook wordt aangepast.

³ Zie blz 27 in de VBA-publicatie "Het toezicht op pensioenbeleggingen, aanbevelingen van de VBA voor het FTK" d.d. 22 februari 2010.

⁴ Zie blz 11-12 in het AG-rapport "Evaluatie Financieel Toetsingskader Pensioenfondsen" d.d. 23 december 2009.

Rentetermijnstructuur en forwardrentes

In de continuïteitsanalyse en een herstelplan spelen de rentetermijnstructuur en de forwardrentes een belangrijke rol. De marktwaarde van de verplichtingen wordt berekend met behulp van de rente. Hoe lager de rente, hoe hoger de waarde van de verplichtingen. De invloed hiervan is groot, als de rente bijvoorbeeld 1%-punt daalt kunnen de verplichtingen daardoor 15% in waarde stijgen.

Wat is de rentetermijnstructuur?

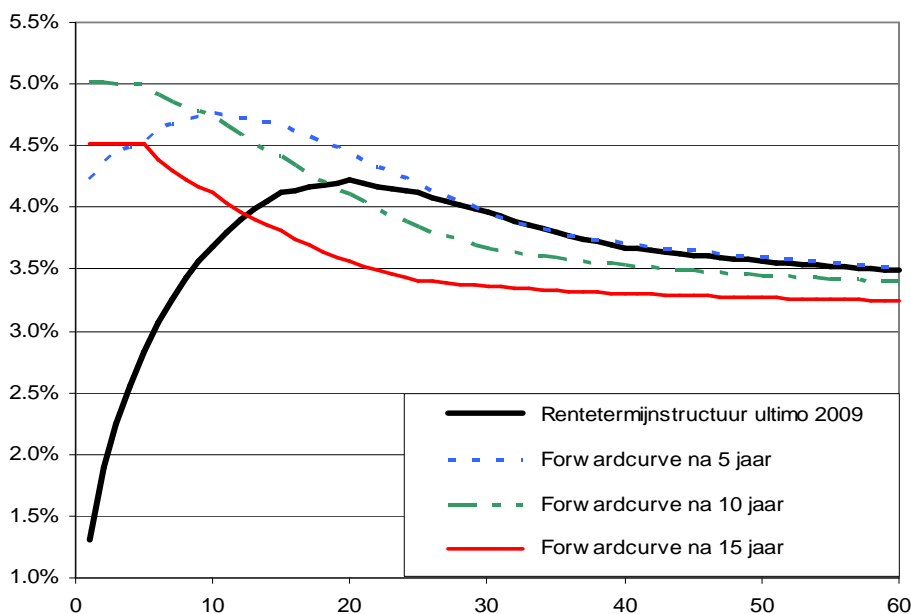
De rente hangt af van de looptijd. De korte rente (bijv. op een spaarrekening) ligt vaak lager dan de lange rente (bijv. op een hypotheek). Zo is er voor elke looptijd van de verplichtingen een rente, dit noemen we de rentetermijnstructuur. De zwarte doorgetrokken lijn in de grafiek hieronder geeft de termijnstructuur eind 2009 weer.

De rentetermijnstructuur bepaalt de waarde van de verplichtingen op een moment in de tijd. Voor de bepaling van de waarde van de verplichtingen eind 2009 werd dus de zwarte doorgetrokken lijn gebruikt.

Wat zijn forward rentes?

In een herstelplan moet de verwachte ontwikkeling van de dekkingsgraad worden berekend. Daarbij is het nodig om een aanname te maken over toekomstige rentetermijnstructuren. Een manier om dit te doen is via forwardrentes, de verwachte toekomstige rente wordt daarbij afgeleid uit de start-rentetermijnstructuur. Oftewel: uit de zwarte doorgetrokken lijn worden de gestippelde lijnen afgeleid voor de verwachte rentes na 5 en 10 jaar; de rode doorgetrokken lijn geldt na 15 jaar.

Rentetermijnstructuur ultimo 2009 (en hierin begrepen forwardrentes)



Er zijn goede alternatieven die aan beide tekortkomingen tegemoet komen. Wij noemen hier twee voorbeelden:

(a) Aan beide kanten van de balans werken met een verwachte rentestand voor de lange rente op basis van realistische economische verwachtingen. De verwachte lange rente moet dan ook vastgelegd worden in het Besluit FTK. Aan de hand van de huidige rentestand en een groeipad naar het verwachte niveau van de lange rente, kan dan op eenvoudige wijze het verwachte rendement voor de obligatieportefeuille afgeleid worden. Nadeel van het kiezen van een verwachte lange rente is het loslaten van de marktneutraliteit. Het grote voordeel is echter de stabilisering van het kader voor de continuïteitsanalyse en het herstelplan, maar zeker ook het bewerkstelligen van consistentie tussen de rente voor de verplichtingen en het verwachte rendement op de vastrentende waarden.

(b) De verwachte rentetermijnstructuur standaard na 5 jaar gelijk te houden, waarbij de toezichthouder zondig op basis van marktomstandigheden afwijkende richtlijnen kan geven. Theoretisch minder elegant dan werken met een gestabiliseerde verwachte rente, maar effectief in het wegnemen van ongewenste effecten bij de waardering van verplichtingen in continuïteitsanalyses en herstelplannen. Deze aanpassing is eenvoudig door te voeren (alleen de default in artikel 23b lid 3 van het ontwerpbesluit wordt omgedraaid) en hierbij hoeft vooraf geen verwachte rente te worden vastgelegd.

Overigens leidt de forwardrentemethodiek ook onder normale omstandigheden al na een korte periode tot een verwachte rentetermijnstructuur die sterk afwijkt van de uitgangssituatie (bijvoorbeeld een inverse curve). Dit is het gevolg van het feit dat de rentemarkt gesegmenteerd is en in het lange segment sprake is van risicopremies en een minder liquide markt. Dit wordt bovenstaand grafisch geïllustreerd bij de rentetermijnstructuur eind 2009. Beoordeling of de 'verwachte' rentetermijnstructuur na 5 jaar een 'normaal' verloop heeft, is dan ook meer dan wenselijk.

5. Waardering verplichtingen

Er zijn verschillende rentes die min of meer als risicovrij kunnen worden bestempeld. De nu in het FTK gebruikte euroswapcurve kent daarvan de grootste beschikbaarheid en liquiditeit over de verschillende looptijden. Ook deze curve is echter niet perfect. Zo is in het lange segment, voorbij de 20 tot 30 jaar, sprake van eenzijdige vraag door pensioenfondsen en verzekeraars. Dit drukt de lange rente en zorgt voor een inverse rentecurve. Hoewel niet perfect is dit toch de minst slechte van alle beschikbare curves.

Ten tijde van crisis of grote volatiliteit zou DNB moeten heroverwegen welke curve het best de risicovrije rente representeert. Het is daarbij gewenst dat de toezichthouder de mogelijkheid heeft om tijdelijk een andere disconteringsvoet voor te schrijven zodat de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars vergelijkbaar zijn.

Pensioenfondsen hebben het rentemismatchrisico op verschillende wijze afgedekt, hetzij door renteswaps, dan wel door een allocatie naar langlopende staatsobligaties. Dit afdekkingbeleid kan voor een individueel fonds een argument zijn om consistent en langdurig af te wijken van de euroswapcurve en bijvoorbeeld te kiezen voor de eurostaatscurve als basis voor de waardering van de verplichtingen. Er zijn immers meerdere vergelijkbare marktrentes, die juist onder bijzondere marktomstandigheden een andere beweging kunnen vertonen. Dit leidt voor deze fondsen tot aanvullend renterisico.

Een afwijkende disconteringsvoet zou alleen toegestaan moeten worden voor fondsen die het renterisico in belangrijke mate hebben afgedekt en hierbij het rentebeleid hebben gerelateerd aan een risicovrije rente die onder normale omstandigheden een grote samenhang vertoont met de swapcurve. Zij moeten dan een beargumenteerd verzoek doen om langdurig en op consistente wijze te kiezen voor een alternatieve disconteringsvoet.

6. Standaardmodel

Verbetering standaardmodel

Het standaardmodel moet op een aantal punten verbeterd worden. Zo is het aan te bevelen dat indirect (maar niet beursgenoteerd) onroerend goed een lagere schok krijgt dan beursgenoteerd onroerend goed, maar een hogere schok dan direct onroerend goed. De mate van leverage kan hierbij een rol spelen, omdat dit in de praktijk een belangrijke factor is voor het risicoprofiel van de vastgoedportefeuille. Tevens zijn eenduidige richtlijnen gewenst hoe met inflatiegerelateerde beleggingen moet worden omgegaan. Het feit dat inflatiegerelateerde producten veelal hogere buffers vereisen, is overigens een goed voorbeeld van het spanningsveld tussen de reële en nominale toezegging in het huidige FTK. Deze producten leiden namelijk wel tot een lager risico ten aanzien van de indexatie-ambitie.

Het heeft de voorkeur om het huidige standaardmodel uit te breiden met een aantal (sub)beleggingscategorieën en risicocategorieën, zodat zoveel mogelijk situaties in de standaardbenadering worden opgevangen en er geen grote groepen pensioenfondsen verplicht worden tot een partieel intern risicomodel.

Partieel intern risicomodel

Hoewel de koepels van mening zijn dat het wenselijk is het huidige standaardmodel verder uit te werken, is het een goede suggestie om de mogelijkheid van een partieel intern model in te voeren voor fondsspecifieke risico's die door het standaardmodel niet goed worden ingeschat. Wel moet nader worden uitgewerkt wanneer een partieel intern model moet of mag worden gehanteerd en welke eisen aan dit partieel intern model worden gesteld. Fondsen kunnen momenteel ook gebruik maken van een intern risicomodel. Er zijn echter nauwelijks fondsen die hier gebruik van maken, voornamelijk doordat er zwaardere eisen worden gesteld aan een intern risicomodel. Indien in het aangepaste FTK voor een grote groep pensioenfondsen een verplichting komt voor een partieel intern model waarvoor dezelfde eisen gaan gelden als nu voor een intern risicomodel (dit wordt voorgesteld in het rapport "Evaluatie FTK"), moet een grote groep fondsen het wiel gaan uitvinden en hierover in overleg treden met de toezichthouder. Dit is zowel voor fondsen als voor de toezichthouder een inefficiënte situatie. Daarnaast moet voorkomen worden dat het ene pensioenfonds wel wordt verplicht (door de toezichthouder) een partieel intern model in te voeren en het andere pensioenfonds met gelijksoortige risico's niet. Eveneens is het wenselijk dat gelijksoortige risico's in hoofdlijnen op dezelfde manier worden verwerkt in een partieel intern model. Hierbij speelt mee dat de genoemde uitbreiding van het standaardmodel met liquiditeitsrisico, concentratierisico, operationeel risico en risico's uit hoofde van actief vermogensbeheer in meer of mindere mate voor alle pensioenfondsen speelt, maar dat het hier gaat om complexe risico's die lastig zijn te modelleren. Bovendien horen laatstgenoemde risico's niet thuis in het standaardmodel, maar in het operationele risicomangement.

Benaderingsmethode voor S1 en S5⁵

Veel pensioenfondsen maken voor de bepaling van de voorgeschreven buffer voor het renterisico (S1) en het kredietrisico (S5) tot nu toe gebruik van de durationbenaderingsmethode. Deze benaderingsmethode mag vanaf 1 januari 2010 niet meer worden toegepast en vanaf dan mogen S1 en S5 alleen worden bepaald aan de hand van de verwachte toekomstige kasstromen. Het is inderdaad wenselijk om vanaf 1 januari 2010 voor de verplichtingen te werken met de verwachte toekomstige kasstromen. Het vaststellen van exacte verwachte kasstromen op obligatieniveau levert evenwel de nodige (praktische) problemen op. Daarnaast zal het vaststellen van de verwachte kasstromen voor vastrentende waarden nauwelijks tot een betere inschatting van het risicoprofiel leiden. Een praktisch alternatief is om te werken met een duration per subcategorie (langlopende staatsobligaties, euro credit, emerging market debt etcetera) binnen de vastrentende waarden portefeuille, en vervolgens per subcategorie door te rekenen wat het effect is van een renteschok.

7. Gedempte (kostendekkende) premie

Voor werkgevers en werknemers is een stabiele premieontwikkeling van groot belang. Het FTK voorziet daarom in de mogelijkheid om de kostendekkende premie te dempen door de disconteringsvoet niet te baseren op de actuele marktrente maar op een gemiddelde historische rente of beleggingsrendement of een verwacht toekomstig rendement. Deze alternatieve rentevoeten zijn aanzienlijk stabielere dan de actuele rente en resulteren zo in een stabielere kostendekkende premie en zorgen dus voor een stabielere pensioenpremie. De mogelijkheid van een gedempte kostendekkende premie is voor sociale partners van groot belang en moet dan ook gehandhaafd worden.

Er wordt voorgesteld de mogelijkheid voor premiedemping te beperken in de zin dat niet meer mag worden gerekend met verwachte rendementen (d.w.z. incl. risicopremies) maar alleen nog met een vast rentepercentage. De koepels onderschrijven dat het inderdaad onwenselijk is dat fondsen die veel beleggingsrisico nemen "beloond" worden met een lagere kostendekkende premie. Het premieniveau dient allereerst gebaseerd te worden op basis van de stijging van de voorziening pensioenverplichtingen door pensioenaangroei, zodat het beleggingsrendement boven de marktrente beschikbaar is voor indexatie.

Wel dient opgemerkt te worden dat fondsen op veel verschillende manieren de hoogte van de premie vaststellen. Een generiek verbod op het werken met het verwacht rendement bij het bepalen van de premiehoogte is daarom onwenselijk. Dient de premie **alleen** voor de inkoop van nominale pensioentoezeggingen dan is zo'n verbod wel gerechtvaardigd. Maar zit er in de premie ook al een inflatiecomponent dan is het mogelijk wel prudent om met een verwacht rendement te werken. Het niet meenemen van risicopremies kan in zo'n geval leiden tot fors hogere (kostendekkende) premies of het schrappen van de indexatiecomponent in de premie.

Een ander aandachtspunt is dat de kostendekkende premie ook een component kent voor de opbouw van de solvabiliteitsbuffer, deze is juist hoger wanneer meer beleggingsrisico wordt

⁵ Zie hiervoor ook de notitie Evaluatie Financieel Toetsingskader Pensioenfondsen van het AG&AI, d.d. 23 december 2009.

genomen. Door de mogelijkheid van het inrekenen van rendement in de kostendekkende premie te laten vervallen en wel een premie voor bufferopbouw te blijven vragen ontstaat de situatie dat fondsen die beleggingsrisico nemen daarvoor worden "bestraft" en een hogere premie moeten betalen. Dit is onwenselijk, net als in het herstelplan en in de consistentietoets is het belangrijk om op een evenwichtige manier rekening te houden met het gecombineerde effect van parameters en buffereisen. De analyse in bijlage 3 van het rapport "Evaluatie FTK" is daarom ook onvolledig, aangezien alleen wordt uitgegaan van de kostendekkende premie gericht op de nominale pensioentoezegging en geen rekening is gehouden met verzwaren van de buffereisen bij de vaststelling van de solvabiliteitsopslag. Bovendien dient ook door middel van de consistentietoets getoetst te worden of sprake is van voldoende marge voor indexatie. Al met al is sprake van beduidend grotere premie-effecten dan wordt gesuggereerd in deze bijlage.

Wat betreft de vaste rente is in het rapport niet uitgewerkt hoe hoog deze is. Naar ons idee kan dat gelijk zijn aan de eerder in paragraaf 3 voorgestelde verwachte rentestand voor de lange rente op basis van realistische economische verwachtingen. Zo blijft er sprake van een consistent geheel.

8. Communicatie over onzekerheid

De Minister van SZW geeft aan dat beter gecommuniceerd zou moeten worden over risico's en stelt voor om voortaan ook reële dekkingsgraden te gaan communiceren alsook de hoogte van te bereiken geïndexeerde pensioenen onder een "slecht weer"-scenario. Ook de koepels zijn van mening dat een van de lessen van de pensioen crisis is dat nog beter gecommuniceerd zou moeten worden over de risico's in de pensioenregeling. Indien fondsen geen beleggingsrisico zouden nemen, worden de pensioenregelingen onbetaalbaar. Pensioenfondsen gaan bewust om met het nemen van risico's, maar het is belangrijk om zowel in goede als in slechte tijden de verschillende betrokkenen (werknemers, werkgever, gepensioneerden, premievrije deelnemers ed.) goed te informeren over het gevoerde beleid en de bijbehorende risico's. Dit vraagt om heldere en eenvoudige communicatie en goede uitleg aan deelnemers en overige belanghebbenden. Voor geïnteresseerde belanghebbenden dient op verzoek meer gedetailleerde informatie beschikbaar te zijn, bijvoorbeeld via de website van het fonds. Dit vraagt dus om een mix van communicatiemiddelen die elkaar aanvullen en passend moet zijn voor een specifiek pensioenfonds. Fondsen moeten dan ook de ruimte krijgen om deze communicatie af te stemmen op hun situatie en doelgroep.

De huidige communicatiemiddelen zijn nog niet voldoende gebleken. We stellen voor om in de toekomst nader overleg te voeren, waarbij ook de koepels en AFM zijn betrokken, om het kader voor communicatie nader uit te werken. Hierbij zou dan ook ingegaan kunnen worden op andere communicatie-aspecten binnen het FTK. Onderstaand wordt kort ingegaan op de communicatie-elementen die concreet zijn voorgesteld door de Minister SZW.

Communicatie van zowel nominale als reële dekkingsgraden geeft meer inzicht in de financiële positie van fondsen en hiermee zou ook het belang van de indexatietoeging meer worden onderkend. Dit brengt echter praktische complicaties met zich mee, die nader moeten worden bestudeerd. Uitbreiding van financiële rapportages op dit punt ligt meer voor de hand dan het opnemen op individuele pensioenoverzichten.

De voorgestelde communicatie van te bereiken geïndexeerde pensioenen zal namelijk voor veel deelnemers moeilijk zijn te doorgronden. Het gaat dan immers om een overzicht met

jaarlijks wisselende pensioenbedragen waarvoor de deelnemer nauwelijks kan beoordelen of de verwachte bedragen toereikend zijn in zijn situatie. Aan dergelijke individuele prognoses kleven dan ook praktische haken en ogen.