

Vergaderjaar 2016–2017

**33 972**

## **Wijziging van de Pensioenwet, de Wet verplichte beroepspensioenregeling en de Invoerings- en aanpassingswet Pensioenwet in verband met aanpassing van het financieel toetsingskader voor pensioenfondsen (Wet aanpassing financieel toetsingskader)**

**Z**

### **VERSLAG VAN EEN DESKUNDIGENBIJEENKOMST**

Vastgesteld 24 november 2016

De vaste commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid<sup>1</sup> heeft op 15 november 2016 een gesprek gevoerd met een aantal deskundigen over **de gehanteerde Ultimate Forward Rate (UFR) voor verzekeraars en pensioenfondsen.**

Van dit gesprek brengt de commissie bijgaand geredigeerd woordelijk verslag uit.

De voorzitter van de vaste commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid,  
Rinnooy Kan

De griffier van de vaste commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid,  
Van Dooren

<sup>1</sup> Samenstelling: Nagel (50PLUS), Ten Hoeve (OSF), Ester (CU), (vice-voorzitter), De Grave (VVD), Hoekstra (CDA), Postema (PvdA), Sent (PvdA), Kok (PVV), Kops (PVV), Dercksen (PVV), Don (SP), Bruijn (VVD), Van Kesteren (CDA), Krikke (VVD), Lintmeijer (GL), Meijer (SP), Nooren (PvdA), Oomen-Ruijten (CDA), Prast (D66), Rinnooy Kan (D66) (voorzitter), Rombouts (CDA), Schalk (SGP), Schnabel (D66), Teunissen (PvdD), Van de Ven (VVD), Vreeman (PvdA) en Köhler (SP).

**Voorzitter: Rinnooy Kan**  
**Griffier: Van Dooren**

Aanwezig zijn elf leden der Kamer, te weten: Ester, Ten Hoeve, Köhler, Kok, Lintmeijer, Oomen-Ruijten, Prast, Rinnooy Kan, Van Rooijen, Schalk en Van de Ven,

en de volgende deskundigen:

- de heer Vellekoop (hoogleraar Actuarial Science and Mathematical Finance/Universiteit van Amsterdam);
- de heer Steenbeek (hoogleraar Risicobeheer van pensioenfondsen/Erasmus Universiteit);
- de heer Broeders (hoogleraar Pension, Finance and Regulation/Universiteit Maastricht);
- de heer Kuipers (principal expert on pensions policy/EIOPA)
- de heer Tamerus (master actuaris/PGGM).

Aanvang 17.00 uur.

De **voorzitter**: Ik heet u zeer welkom bij dit gesprek, waar wij lang naar hebben uitgekeken; sommigen van ons al heel lang. Het onderwerp waarover wij spreken, de Ultimate Forward Rate, houdt velen van ons al heel lang bezig. Het heeft aanleiding gegeven tot vele sentimenten, van verbazing tot verontwaardiging. Wij zijn dus buitengewoon geïnteresseerd in uw inbreng en zijn u zeer dankbaar voor uw tijd. Wij voeren dit gesprek ter voorbereiding op een gesprek met, zoals wij vandaag hebben besloten, twee bewindspersonen, de Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken. Ook dat gebeurt niet voor het eerst. Dit onderwerp houdt ons dus echt al heel lang bezig. Ik geef eenieder heel snel de kans om zich te introduceren, wellicht ten overvloede omdat er naambordjes voor alle sprekers staan. We beginnen bij de heer Tamerus en gaan de klok rond, zodat we weten wie iedereen is.

De heer **Tamerus**: Ik ben Jan Tamerus en werk als actuaris bij PGGM. Ik ben al bijna 30 jaar bezig in de pensioenwereld. Ik ben ook adviseur van de Vakcentrale voor Professionals en zit voor die club in de werkgroep pensioenen van de Stichting van de Arbeid. Ik doe dus ook aan de nationale discussie mee.

De **voorzitter**: Het voorstellen mag best heel kort, zeg ik maar direct, zodat we daar niet al te veel tijd aan kwijtraken.

De heer **Kuipers**: Mijn naam is Barthold Kuipers. Ik werk bij EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), de Europese toezichtautoriteit voor pensioenfondsen en verzekeraars. Eerst was ik daar vijf jaar gedetacheerd via DNB en sinds kort ben ik daar in dienst. Ik houd me vooral bezig met kwantitatieve eisen voor pensioenfondsen, dus niet zozeer met verzekeraars maar meer met pensioenfondsen.

De heer **Broeders**: Ik ben Dirk Broeders. Ik werk als beleidsadviseur bij de Nederlandsche Bank op het terrein van pensioenen. Daarnaast ben ik bijzonder hoogleraar pensioenen in Maastricht.

De heer **Steenbeek**: Ik ben Onno Steenbeek. Ik ben één dag in de week hoogleraar aan de Erasmus School of Economics. De rest van de week ben ik werkzaam bij APG, waar ik me onder andere bezighoud met de toekomst van het pensioenstelsel. In het recente verleden was ik lid van de Commissie UFR en de Commissie Parameters.

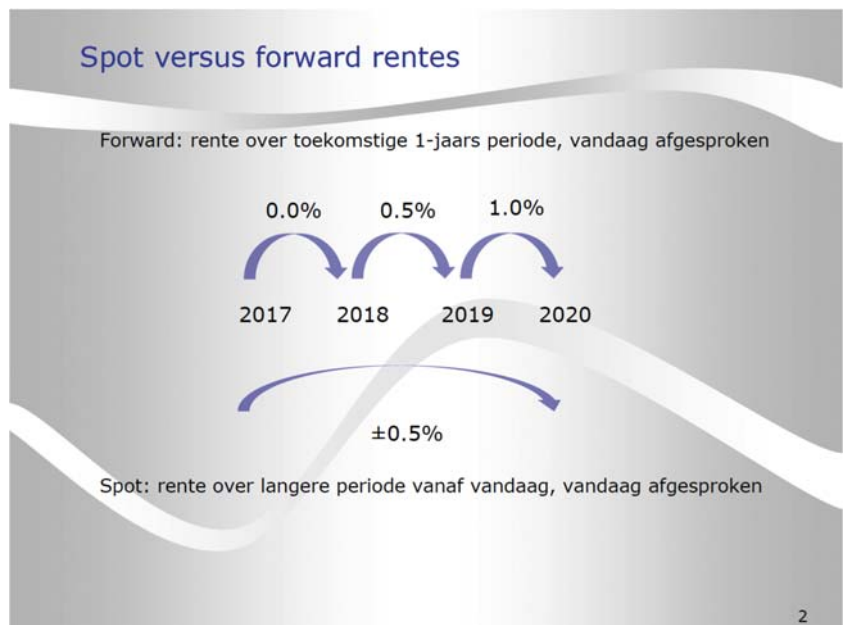
De **voorzitter**: Dat is ons niet ontgaan.

De heer **Steenbeek**: Dat vermoedde ik al.

De heer **Vellekoop**: Ik ben Michel Vellekoop, hoogleraar actuariële wetenschappen en financiële wiskunde aan de Universiteit van Amsterdam. Ik houd mij als wiskundige veel met actuariële modellen bezig, maar ben geen actuaris, want ik heb niet in de pensioen- of verzekeringssector gewerkt maar altijd binnen een academische omgeving.

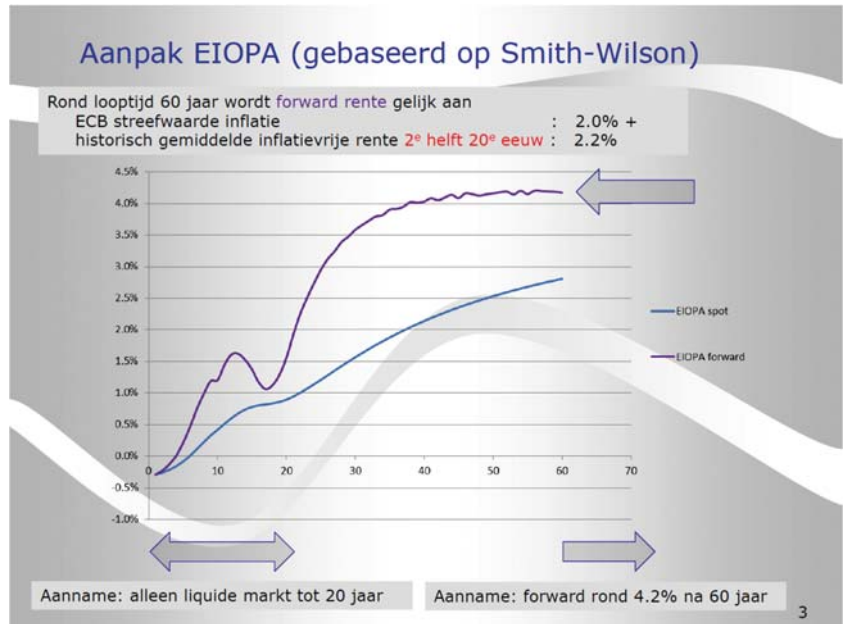
De **voorzitter**: De aanwezige senatoren stellen zich ook even snel voor. We hebben inmiddels maximaal 1 uur en 25 minuten over voor dit gesprek. Die tijd houden we aan, want ik weet dat een aantal van ons echt om 18.30 uur moet vertrekken. We krijgen van elk van u een inleiding van maximaal tien minuten, zo is ons beloofd. Dat geeft nog enige ruimte voor discussie, waar we ook prijs op stellen. Ik geef eerst graag het woord aan professor Vellekoop.

De heer **Vellekoop**: Dank u wel, mijnheer de voorzitter. Dank voor de uitnodiging voor deze bijeenkomst. Er is mij gevraagd om een inleiding te verzorgen over de verschillende methoden die door EIOPA en DNB gehanteerd worden om de Ultimate Forward Rate (UFR) te bepalen in de risicovrijrentecurve. Ik heb daar een powerpointpresentatie voor meegenomen.



De rentes waarmee verplichtingen verdisconteerd worden, zijn spot rates. Zij beschrijven de gemiddelde rentes per jaar die verdiend worden wanneer kapitaal vanaf vandaag voor een aantal jaar in risicovrije beleggingen geïnvesteerd wordt. Ze zijn opgebouwd uit verschillende rentes voor toekomstige perioden van één jaar, de zogenaamde eenjarige forwardrentes. Hoewel die rentes in de toekomst liggen, is het vaak mogelijk om vandaag al met een tegenpartij in de financiële markt af te spreken welke rente hij zal rekenen voor geld dat bijvoorbeeld op 1 januari 2019 wordt aangeboden en dat hij exact één jaar later met rente weer terug wil hebben. Wie wacht tot 2019 met het maken van zo'n afspraak heeft te maken met een onzekere rente, maar wie vandaag al een contract tekent om die investering gedurende 2019 te regelen, heeft niet met die onzekerheid te maken. Het is door contracten op de financiële markten

dus mogelijk om, zeker voor looptijden tot 30 jaar, nu al vast te leggen wat de rentes voor die toekomstige investeringen zullen zijn. Voor looptijden van 40 en 50 jaar kan dat ook, maar dan wordt de markt aanzienlijk minder liquide als het om euro's gaat. De spot rate voor een investering van drie jaar is dus een gewogen gemiddelde over de drie individuele forward rates in de komende drie jaar. Omdat verzekeraars en pensioenfondsen een inschatting moeten maken van risicovrije rentes voor looptijden waarvoor geen betrouwbare informatie meer te vinden is in de financiële markten, moeten die forwardrentes dus geëxtrapoleerd worden.

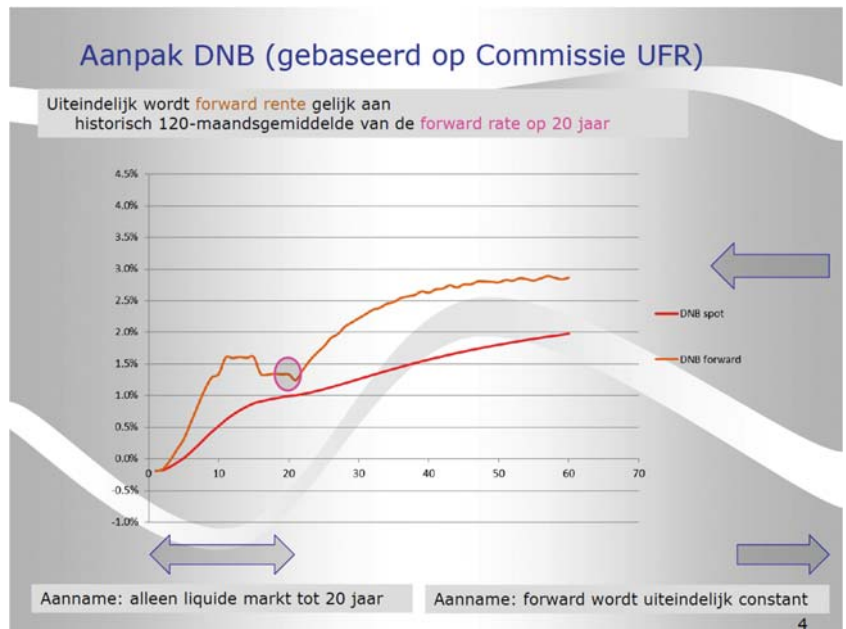


Vroeger observeerde men daarom de laatste nog goed verhandelbare forwardrente en nam die als waarde voor alle latere forwardrentes, maar EIOPA hanteert voor verzekeraars op dit moment de aanname dat forward rates rond een looptijd van 60 jaar dicht in de buurt van 4,2% moeten liggen. Die 4,2% is de optelsom van de inflatiedoelstelling van de ECB, namelijk 2%, plus een inschatting van het inflatievrije rendement op wereldwijde obligaties in de tweede helft van de twintigste eeuw. Omdat men alleen de marktinformatie tot een looptijd van 20 jaar wil meenemen, begint men vanaf het zogenoemde «last liquid point», dus bij 20 jaar, met de extrapolatie naar een niveau van 4,2%. Het is niet helemaal duidelijk waarom EIOPA ervoor gekozen heeft om de marktgegevens tussen de 20 en 30 jaar niet mee te nemen in de curve voor verzekeraars, want er wordt volgens gegevens van de ISDA (International Swaps and Derivatives Association) gemiddeld zo'n 50 keer per dag een contract afgesloten voor een looptijd van 30 jaar. Per keer is daar zo'n 200 miljoen euro mee gemoeid. Onder sommige omstandigheden kan er ook nog een zogenoemde «volatility adjustment» aan de curve voor verzekeraars toegevoegd worden. Die komt dan nog boven op de waarde tot het last liquid point. Ik heb dat in de plaatjes die ik in mijn presentatie toon echter niet opgenomen, omdat niet alle verzekeraars het mogen gebruiken, maar vermeld voor de volledigheid nog even dat de volatility adjustment op dit moment 0,11% bedraagt.

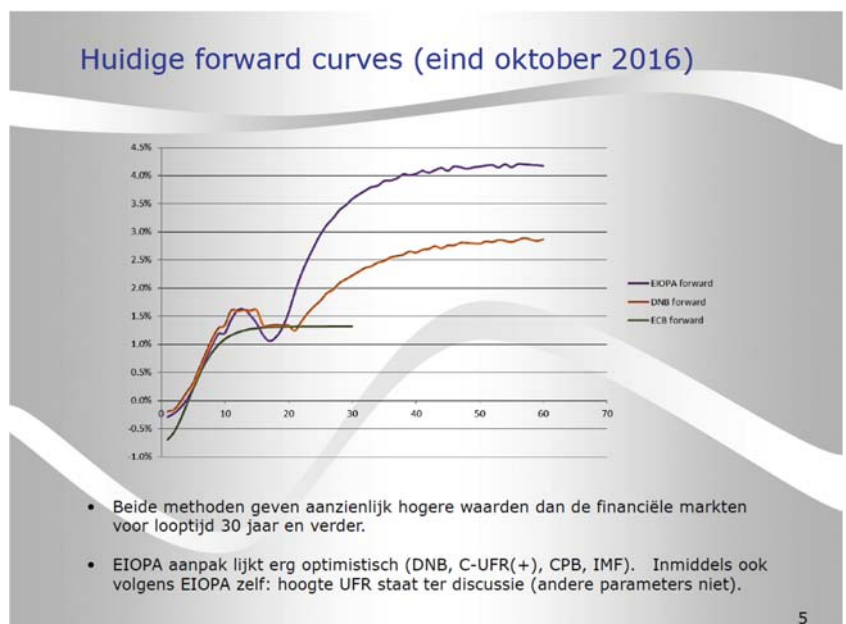
De spotcurve (hier in blauw) stijgt steeds minder snel dan de forwardcurve (hier in paars), omdat de spot rate voor bijvoorbeeld 30 jaar een gewogen gemiddelde is van alle forwardcurvewaarden tot en met 30 jaar, die daardoor lager uitkomt. Het idee is dus steeds dat de forwardcurve

bepaald wordt en dat daaruit de spotcurve af te leiden is door gemiddeldes te nemen.

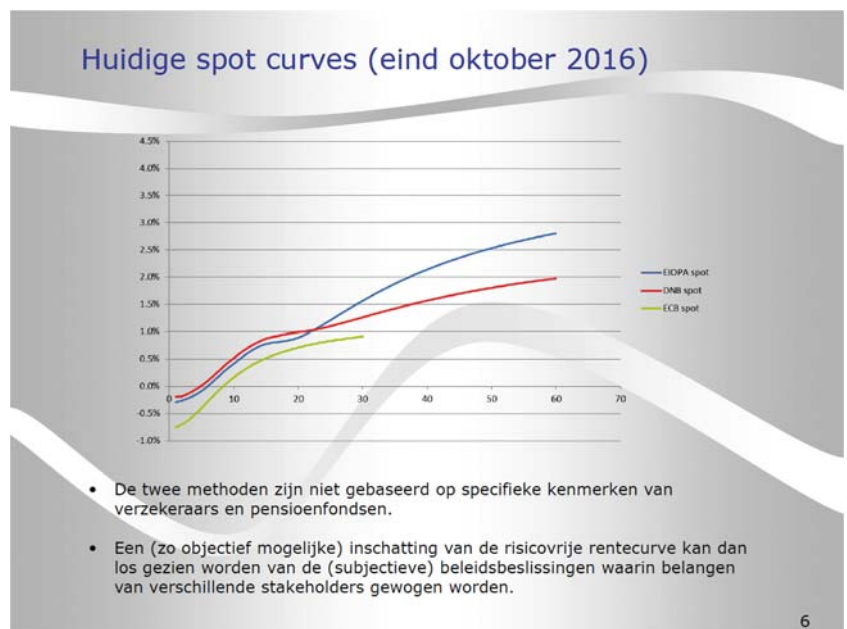
Deze methode geldt voor verzekeraars en in Europees verband.



De Nederlandsche Bank gebruikt bij het bepalen van de risicovrijrente-curve voor pensioenfondsen marktgegevens met dezelfde looptijden, dus alleen marktgegevens tot een last liquid point van twintig jaar. In deze aanpak, voorgesteld door de Commissie UFR, extrapoleert men voor langere looptijden naar een andere Ultimate Forward Rate. Deze wordt gelijkgesteld aan het historisch 120-maands gemiddelde van de twintigjarige forward rates. Op dit moment komt dat neer op zo'n 3,1%. De Ultimate Forward Rate hoeft bij deze aanpak niet al bij 60 jaar bereikt te zijn. Men extrapoleert namelijk op een iets andere manier.



Als we nu de diverse forward rates, dus de vandaag afgesproken rentes voor toekomstige perioden van een jaar, naast elkaar zetten en ook de huidige inschatting van de forward rates op de markt erbij zetten, zien we dat zowel de methode van EIOPA als die van DNB een hogere inschatting geeft voor de rentes die vanaf een looptijd van twintig jaar behaald kunnen worden. De risicovrije forward rates voor pensioenfondsen en verzekeraars lijken mij persoonlijk dan ook beide erg optimistisch. Bij de risicovrije forwardcurve voor verzekeraars zijn dan ook vraagtekens geplaatst door DNB, uiteraard door de Commissie UFR, die de methode van EIOPA kende, door de door die commissie geraadpleegde handelaren en internationale academische experts, door het Centraal Planbureau en door het Internationaal Monetair Fonds. Middels een consultatie heeft EIOPA zelf eerder dit jaar aangegeven een vast niveau van 4,2% voor de UFR niet langer te prefereren. De voorzitter van EIOPA, Gabriel Bernardino, liet onlangs aan het Europees parlement weten voor aanpassing van de waarde van de UFR te zijn. EIOPA vindt het in zijn woorden niet «prudentially sound» om met aanpassingen te wachten tot 2019, zoals verzekeraars gesuggereerd hadden.



We zien de hogere inschattingen van rentes voor pensioenfondsen en verzekeraars ook duidelijk terug in de spot rates die de basis voor de disconteringscurve vormen. Bij het doortrekken van de laatste forward rates van de ECB, dus de markrentes, zoals voor invoering van de UFR gebruikelijk was, komt de rente in de markten voor hoge looptijden uiteindelijk uit op zo'n 1,2%. De verschillen in aanpak tussen de risicovrije curven zijn dus niet het gevolg van inhoudelijke verschillen tussen verzekeraars en pensioenfondsen. Beide methoden proberen een inschatting te maken van hetzelfde object, namelijk de risicovrije spotcurve voor de euro. Het is immers voor iedereen die dat wil mogelijk om handelaren in Amsterdam, New York of Frankfurt te bellen en te vragen hoeveel geld er nu betaald moet worden om over 30 jaar een bepaald zeker bedrag in euro's bij elkaar gespaard te hebben. De in mijn presentatie getoonde curves suggereren dat verzekeraars en pensioenfondsen in tegenstelling tot andere spelers op de financiële markten aan het eind van zo'n telefoongesprek een extra korting krijgen, enkel en alleen omdat ze pensioenfonds of verzekeraar zijn.

Verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars treden natuurlijk wel op als de belangen van verschillende stakeholders gewogen moeten worden in de beleidsbeslissingen. Beslissingen over dividendbeleid bij verzekeraars of het indexatiebeleid bij pensioenfondsen zijn onvermijdelijk subjectief, maar ze zouden naar mijn persoonlijke mening gebaseerd moeten zijn op een zo objectief mogelijke inschatting van wat het nu kost om een bepaalde mate van zekerheid in de toekomst te kunnen bieden. EIOPA heeft er daarom naar mijn mening goed aan gedaan om na een jarenlange daling van de rentes de hoogte van de UFR ter discussie te stellen. De Nederlandse toezichthouder heeft er daarom volgens mij ook terecht voor gepleit dat daarbij een methode gebruikt wordt die is voorgesteld door de Commissie UFR, zodat de geschatte langetermijnrentes zich aanpassen aan veranderende economische omstandigheden, ook al geeft de methode van de Commissie UFR naar mijn mening nog steeds een erg optimistisch beeld. Het vaak gehoorde argument dat men de UFR-waarde maar beter onveranderd kan laten omdat dit tot een stabielere inschatting van de rentecurves leidt, vind ik minder overtuigend, want stabiliteit onder alle omstandigheden lijkt mij niet wenselijk. Als het kwik in uw thermometer niet kan bewegen, lijkt het net of u nooit koorts hebt. U kunt het signaal dat de brandmelder in uw woning afgeeft, heel stabiel maken door de batterijen te verwijderen. Vanuit het oogpunt van risicomanagement is dat niet aan te raden.

De **voorzitter**: Duidelijke taal. Ik kijk even naar mijn collega's.

De heer **Lintmeijer** (GroenLinks): Ik heb een verduidelijkende vraag. U zegt: het feit dat voor pensioenfondsen en verzekeraars andere tarieven worden gehanteerd, heeft niets te maken met de aard van de business, maar heeft ermee te maken dat zij allebei een andere grondslag hanteren, namelijk de één de berekeningen van EIOPA en de ander die van DNB.

De heer **Vellekoop**: Bij de methodes om een inschatting te maken, volgens het verhaal dat ik net gehouden heb, wordt niet specifiek gebruikgemaakt van kenmerken van een pensioenfonds of verzekeraar. Men lijkt beide, in dit geval los van elkaar, hetzelfde object te modelleren, namelijk een zo goed mogelijke inschatting van de risicovrije rente.

De **voorzitter**: Ik heb de indruk dat het het beste is om eerst de sprekers aan te horen en dan vragen te stellen. Dat is akkoord, dus dan doen we dat zo. We gaan nu luisteren naar professor Steenbeek.

De heer **Steenbeek**: Voorzitter. Hartelijk dank voor de gelegenheid om ook mijn visie op deze materie te geven. Mij is gevraagd om vanmiddag met name in te gaan op de voorziene effecten van de gekozen UFR. Ik heb drie centrale boodschappen, die ik daarna zal toelichten. De eerste is dat de introductie van de UFR in de waarderingsmethodiek van pensioenverplichtingen in 2012 drie effecten had: een stabielere dekkingsgraad, een hogere dekkingsgraad en ontspanning in de rentemarkt voor langere looptijden. De tweede is dat de markt voor de renteswaps, die ten grondslag ligt aan de waardering van pensioenverplichtingen, sterk beïnvloed wordt door regelgeving. Dat betreft niet uitsluitend de Nederlandse regelgeving voor pensioenfondsen en ook niet uitsluitend pensioen- en verzekeringsregelgeving. Het effect op financiële markten van de introductie van marktwaardering voor pensioenverplichtingen is naar mijn mening onderschat. De derde boodschap, identiek aan die van de vorige spreker, is dat de UFR-curve beschouwd moet worden als de marktcurve voor risicovrije rentes, die gecorrigeerd is voor marktonvolkomenheden. Er is geen fundamentele reden om een verschillende risicovrije curve te hanteren voor pensioenfondsen en verzekeraars.

Ik zal deze drie boodschappen een voor een langslopen om mijn tien minuten ook echt te gebruiken.

De **voorzitter**: Dat hoeft niet, hoor.

De heer **Steenbeek**: Nee nee, dat begrijp ik. Allereerst ga ik dus in op het effect van de introductie van de UFR-systematiek op pensioenfondsen. In 2013 heeft de Staatssecretaris van Sociale Zaken een Commissie UFR in het leven geroepen, die als opdracht kreeg om de bestaande UFR-systematiek tegen het licht te houden en te adviseren over eventuele aanpassingen. Destijds werd op Europees niveau eveneens over de UFR nagedacht, maar de verwachting was dat men op dat niveau nog niet snel met een advies naar buiten zou komen. We konden dus relatief onafhankelijk tot een advies komen; dat was in elk geval het idee waarmee wij startten. De Commissie UFR heeft de UFR-systematiek beoordeeld en is aan de hand van een aantal criteria gekomen tot een advies om die systematiek op een aantal aspecten aan te passen. Het idee van de commissie was om zo veel mogelijk marktinformatie te gebruiken waar die beschikbaar was, terwijl het effect van verstoringen tegelijkertijd werd geminimaliseerd. Net als de UFR, die in september 2012 werd geïntroduceerd, beperkt de aangepaste UFR-systematiek de beweeglijkheid van de rente en daarmee de beweeglijkheid van dekkingsgraden. Het doel was niet om dekkingsgraden te verhogen, maar ook die tweede UFR-systematiek had dat effect, zij het in mindere mate. Op dit moment liggen de UFR-dekkingsgraden van Nederlandse pensioenfondsen 4 tot 6 procentpunt hoger dan de dekkingsgraden op basis van marktrentes. Hoe jonger het fonds, des te groter het effect. Bij toepassing van de Europese UFR waren de dekkingsgraden nog eens 4 tot 6 procentpunt hoger geweest. In werkelijkheid is het verschil tussen UFR-rentes en marktrentes waarschijnlijk nog wat groter, omdat de invoering van de UFR tevens het niveau van de onderliggende marktrentes heeft beïnvloed. Er was minder vraag naar instrumenten voor renteafdekking, zoals langlopende renteswaps en langlopende staatsobligaties, waardoor de onbalans tussen vraag en aanbod minder groot werd en de vorm van de marktcurve, de spotcurve, normaler werd. Anders geformuleerd: zonder de UFR waren marktrentes voor lange looptijden waarschijnlijk lager geweest.

De tweede boodschap gaat over de invloed van regelgeving. De beweeglijkheid van de rente is de belangrijkste oorzaak van de beweeglijkheid van dekkingsgraden. De rente beweegt door vraag naar en aanbod van kapitaal en door verschillende visies op risico en rendement. De lage renteniveaus van vandaag zijn vooral de weerspiegeling van het veranderde economische klimaat, met lagere inflatie en een vergrijzende samenleving. Het ECB-beleid heeft renteniveaus nog verder onder druk gezet. Naast macro-economische effecten en ECB-beleid heeft nieuwe regelgeving eveneens een belangrijke invloed gehad op renteniveaus, waarbij de rente voor lange looptijden lager werd dan die voor korte looptijden. Als direct antwoord op de invoering van het ftk begaven pensioenfondsen zich op de markt voor renteswaps met lange looptijden en drukten ze daarmee de renteniveaus. De vraag naar langlopende renteswaps is de afgelopen jaren alleen maar toegenomen, aangezien het totale vermogen van Nederlandse pensioenfondsen sinds de start van de financiële crisis, sinds de start van het ftk, meer dan verdubbeld is. Het aanbod bleef gelijk of nam zelfs af. Ook in andere landen zijn wijzigingen doorgevoerd in relevante regelgeving, maar ook nieuwe regels voor de tegenpartijen, met name de banken, hebben invloed op de liquiditeit van de markt en daarmee op de prijsvorming en dus op dekkingsgraden. In het algemeen blijkt dat de invloed van regelgeving op financiële markten onderschat is en wordt. Dat is een van de belangrijkste motivaties geweest om überhaupt een UFR in te voeren, naar mijn smaak.



Het derde en laatste punt is dat er geen fundamentele reden is voor verschillende UFR's voor pensioenfondsen en verzekeraars. Zowel pensioenfondsen als verzekeraars dienen hun pensioenverplichtingen te waarderen met een risicovrije spotcurve. Zoals eerder aangegeven, moet de UFR-systematiek beschouwd worden als een correctie op de effecten die de marktrentes voor lange looptijden verstoren. Dat resulteert in een spotcurve, die de onderliggende marktcurve in feite vervangt. Als deze correctie van marktverstoringen inderdaad de enige reden is om een UFR-systematiek in te voeren, is er geen reden om voor verzekeraars en pensioenfondsen een verschillende waarderingssystematiek te hanteren. De achterliggende vraag is natuurlijk of pensioenverplichtingen inderdaad moeten worden gewaardeerd met een risicovrije rente. Dat is een ander onderwerp, waarover wij het hier niet zouden hoeven te hebben. We hebben op dit moment te maken met buitengewone omstandigheden, waaronder rentes bij looptijden tot circa vijf jaar zelfs negatief zijn. Vanwege die negatieve rentes moeten pensioenfondsen onder het ftk voor hun uitkeringen tot 2021 dus meer geld in kas houden dan de optelsom van alle betalingen die ze over die periode moeten doen. Dat is een bijzondere situatie. Het goede van het hanteren van de risicovrije spotcurve is dat deze in redelijke mate objectief kan worden vastgesteld en gemotiveerd. Het lastige is dat die rente zo laag is. Dat komt mede door het uitzonderlijke ECB-beleid. Ik pleit dus niet voor een andere waarderingssystematiek of een andere waarderinggrondslag, maar wel voor grote zorgvuldigheid bij het toepassen van de kortingsregels.

De heer **Broeders**: Voorzitter. Dank voor de uitnodiging. Ik wil in mijn korte betoog ingaan op drie onderwerpen. Ik zal eerst zeggen waarom er eigenlijk een UFR is. Daarna wil ik twee effecten van de UFR schetsen die nog niet aan bod zijn geweest in de eerdere bijdrages. Ten derde wil ik ingaan op het belang van een realistische UFR.

Waarom is er een UFR? Ik vind het goed om daar even bij stil te staan. De reden voor de UFR is tweeledig. De eerste is dat pensioenfondsen en verzekeraars beloftes doen over uitkeringen die heel ver in de toekomst liggen. De jongste deelnemer die nu in een pensioenregeling stapt, krijgt een uitkering toegezegd die ingaat over 45 jaar en die ongeveer loopt tot 65 jaar vanaf nu. Dat is eigenlijk heel bijzonder, want dergelijke contracten met zo'n lange looptijd zien we nergens in de economie. Zelfs een overheid, die van nature een zeer lange looptijd kent, geeft geen obligaties met zo'n lange looptijd. Daarmee kom ik gelijk bij de tweede reden waarom we een UFR nodig hebben: er zijn niet heel veel financiële instrumenten die op beurzen worden verhandeld, waaruit je rentes met zo'n lange looptijd kunt afleiden, in ieder geval geen staatsobligaties, een van de belangrijkste bronnen voor het meten van de risicovrije rente. Dat we naar een UFR kijken en dat we ingewikkelde discussies over de aspecten van de UFR voeren, komt door het probleem dat wij hebben gecreëerd door jonge mensen een zekere belofte te doen over een uitkering heel ver in de toekomst.

Het mooiste zou zijn als wij naar een wereld konden waarin wij geen UFR nodig hadden. Dat je een jonge deelnemer in een pensioenregeling een zekere uitkering toezegt, is eigenlijk heel vreemd. Een jonge deelnemer heeft geen behoefte aan een zekere uitkering. Een jonge deelnemer heeft nog heel veel verdien capaciteit uit hoofde van zijn werk. Dat is in veel gevallen een vrij zekere bron van inkomsten. Dat betekent dat je met je pensioenspaarpotje beleggingsrisico's kunt nemen. Je hoeft helemaal geen zekere toezegging te doen. Wat dat betreft ben ik blij dat er wordt nagedacht over een nieuw pensioencontract, waarbij je in feite naar een persoonlijk pensioenvermogen toe gaat. De waarde van jouw pensioenspotje wordt dan bepaald door de waarde van de onderliggende beleggingen. We hoeven dan niet langer kasstromen die heel ver in de toekomst liggen, te disconteren met marktrentes of een rentecurve die is

afgeleid van een UFR. Dat geldt voor jongere deelnemers. Ik denk dat oudere deelnemers in het pensioenstelsel wel behoefte hebben aan zekerheid. We hebben het geluk dat er voor hun kortere looptijd wel voldoende financiële instrumenten verhandeld worden om objectief de rentes waar te nemen voor het disconteren van die verplichtingen. Die goede waardering van bezittingen en verplichtingen van het pensioenfonds is heel belangrijk, want die bepaalt de dekkingsgraad, die weer wordt gebruikt om te bepalen of er geïndexeerd of gekort moet worden. Als we een systeem hebben waarin we afhankelijk zijn van de UFR, is het heel belangrijk dat de UFR zo realistisch mogelijk wordt ingeschat. Als je dat niet doet en way off gaat zitten, doen zich twee effecten voor die tot nu toe nog niet zijn besproken, maar die ik wel wil noemen. Ten eerste kan de hoogte van de UFR invloed hebben op de herverdelingen die in een pensioenfonds plaatsvinden. Stel dat je voor een hogere UFR zou kiezen, dan gaan de curves omhoog. Dat betekent dat de contante waarde van de verplichting omlaaggaat. Dat is een verbetering van de dekkingsgraad. Als de dekkingsgraad omhooggaat, denken we dat er meer ruimte is om te indexeren. Maar uiteraard komt er niet meer of minder geld in een pensioenfonds als we het niveau van de UFR veranderen. De hoeveelheid geld blijft hetzelfde. Als de dekkingsgraad verbetert, leidt dat tot herverdeling van jong naar oud. Omgekeerd wordt er geld van ouderen naar jongeren verschoven als we de UFR verlagen. Ik denk persoonlijk dat de UFR niet bedoeld is om dat soort herverdelingen binnen pensioenfonds te organiseren.

Het tweede effect bestaat uit verkeerde prikkels. Als de UFR hoog is ten opzichte van wat in de markt wordt waargenomen, leidt dat tot een relatief hoge disconteringscurve voor de pensioenverplichtingen, maar als je belegt in langlopende obligaties, haal je dat rendement niet. Dan ontstaat er in feite een mismatch tussen het rendement op je verplichtingen en het rendement op je beleggingen in obligaties. Dan is er eigenlijk maar één manier om een hoger rendement te genereren: meer beleggingsrisico's nemen om op het niveau van 4,2% te komen. Ik denk dat de UFR niet bedoeld is om pensioenfonds een prikkel te geven om meer risico's te nemen, want dat leidt ertoe dat pensioenen uiteindelijk onzekerder worden in plaats van zekerder.

Ik denk dat de Nederlandse UFR een stuk realistischer is dan in het verleden. Dat zit met name in technische aspecten. Ook marktinformatie na het laatste liquide punt wordt meegenomen voor het bepalen van de rentecurve. Bovendien wordt het niveau van de UFR afgeleid van marktinformatie. In ieder systeem dat je voor de UFR verzint, zal het UFR-niveau op lange termijn met meer of minder vertraging de ontwikkeling van de marktrentes moeten volgen. Ik heb begrepen dat ook EIOPA in dat kader naar een aanpassing van de UFR kijkt. Als de UFR door de tijd verandert, heb je in feite een schoksgewijze aanpassing van de rentecurve in plaats van de continue aanpassing die je zou hebben als je de UFR achterwege zou laten.

Het niveau van de UFR, waarover de discussie vaak gaat, is maar één onderdeel van het geheel. Het is net zo belangrijk, zo niet belangrijker, om ook naar de andere aspecten van de UFR-methode te kijken, met name het punt in de tijd dat als laatste liquide punt genomen wordt, het wel of niet meenemen van marktinformatie na het laatste liquide punt, en de snelheid waarmee de rentes naar het niveau van de UFR toe groeien. Er is een verschil tussen de UFR voor pensioenfonds en de UFR voor verzekeraars. Dat vind ik als beleidsmaker niet vreemd, want dit is onderdeel van een totaalpakket dat via verschillende wegen tot stand is gekomen. Ik vind ook niet dat je één aspect van het ftk kunt vergelijken met één aspect van Solvency II. Je kunt alleen een integrale vergelijking van die twee toezichtskaders maken. Soms zijn de verschillen heel logisch. Er is ook een verschil in de aard van de aanbieders van de betreffende contracten. Pensioenfonds hebben bijvoorbeeld geen

aandeelhouders, maar verzekeraars wel. Daarom is het logisch dat in Solvency II rekening wordt gehouden met een risicomarge voor verzekeraars, maar niet voor pensioenfondsen, die geen aandeelhouders kennen. Verzekeraars in de vorm van een nv of bv kunnen failliet gaan. Ook dat zien we niet bij pensioenfondsen in de vorm van een stichting. Een pensioenfonds heeft daardoor ook meer mogelijkheden om te sturen. Soms is het dus logisch dat er verschillen zijn tussen pensioenfondsen en verzekeraars.

De heer **Kuipers**: Voorzitter. Wij zijn als Europees toezichthouder blij verrast dat de discussie over de UFR in Nederland wordt gevoerd en dat sommige groeperingen in Nederland en misschien ook sommige commissieleden nu kijken naar Europese oplossingen. Ik werk al een tijdje bij EIOPA en ik heb mij ook al lang beziggehouden met Europees toezicht voor pensioenfondsen. Meestal is het standaardantwoord uit de pensioensector in Nederland en ook in andere landen: je moet je niet met ons bemoeien, want pensioenen zijn toch vooral een nationale aangelegenheid. Dat geldt misschien nog wel sterker voor Solvency II. De Europese Commissie heeft er in het verleden heel kort over nagedacht om Solvency II ook op de pensioenfondsen van toepassing te verklaren. Op de departementen in Nederland en in de pensioensector is toen moord en brand geschreeuwd: dat is absoluut onacceptabel, pensioenfondsen zijn anders dan verzekeraars. Dus dit bij wijze van blije inleiding.

De **voorzitter**: Prijs de dag niet voor de avond valt, zou ik zeggen.

De heer **Kuipers**: Er is mij gevraagd om iets te zeggen over de Europese context. Ik wil drie punten belichten. In de eerste plaats wil ik de huidige pensioenfondsenrichtlijn vergelijken met de Solvency II-richtlijn. Ik denk dat er duidelijke verschillen zijn. In de tweede plaats wil ik ingaan op de vraag of pensioenfondsen in Europa volgens EIOPA ook onder het Solvency II-regime moeten worden gebracht of dat er als alternatief een geharmoniseerd toezichtsregime moet komen voor pensioenfondsen in Europa. Dat stelt mij in staat om het advies van EIOPA te noemen dat we dit jaar hebben gepubliceerd en waaraan ik heb meegewerkt en ook om de Europese stresstesten voor pensioenfondsen te noemen. In de derde plaats wil ik nog even ingaan op de ontwikkeling van de methodologie voor de UFR voor verzekeraars, waarmee EIOPA nu bezig is. In de eerste plaats is de vraag relevant of Europa hier iets over te zeggen heeft. Ik denk het niet. De Europese pensioenfondsenrichtlijn stelt duidelijk minimumregels en nationale lidstaten worden in staat gesteld om aanvullende eisen te stellen boven die minimumregels. Er is bijvoorbeeld een minimale vermogens eis voor pensioenfondsen van 105%. Nederland heeft ervoor gekozen om boven die minimumeis uit de pensioenfondsenrichtlijn een risicoafhankelijke buffereis op te leggen met een zekerheidsmaat van 97,5%. Dus dat is al een Nederlandse keuze. Voor de disconteringsvoet geldt hetzelfde verhaal. Volgens de pensioenfondsenrichtlijn moet die tussen de risicovrije marktrente en het verwachte rendement op de investeringen liggen. Nederland heeft als disconteringsvoet gekozen – dat staat de pensioenfondsenrichtlijn ook toe – voor een swapcurve die na het laatste liquide punt geëxtrapoleerd wordt naar de UFR.

Solvency II is duidelijk heel anders. Voor Solvency II gelden in Europa geharmoniseerde regels, waaraan elke verzekeraar in Europa, ongeacht het land, zich moet houden. Er zijn uniforme waarderingsregels voor verzekeraars en er is ook een geüniformiseerde gemeenschappelijke kapitaaleis met een zekerheidsmaat van 99,5%, dus iets zekerder dan onder het ftk. Solvency II zegt dus dat de verplichtingen gediscoteerd moeten worden voor verzekeraars met behulp van een risicovrije rente, een risicovrije swapcurve die na een bepaald punt geëxtrapoleerd moet

worden naar de UFR. Solvency II zegt dat de swaprente die nog als swaprente gebruikt mag worden, beschikbaar moet zijn in diepe, liquide en transparante markten. Daarna wordt de swaprente geëxtrapoleerd naar de UFR. Momenteel is die gelijk aan 4,2%. Maar zoals ik hierna nog zal vermelden, is EIOPA bezig om die te herzien.

Het is goed om te vermelden dat de risicovrije rente voor verzekeraars gebaseerd is op een UFR van 4,2%, maar dat dat niet het enige verschil is met de risicovrije rente in Nederland voor pensioenfondsen. Niet alleen de UFR is anders, maar verzekeraars mogen ook verschillende langetermijnaanpassingen doen aan de swapcurve, bijvoorbeeld de volatiliteitsaanpassing, om de kapitaaleisen iets stabielier te maken.

Er zijn dus duidelijke verschillen: minimumeisen voor pensioenfondsen in Europa en geharmoniseerde eisen voor verzekeraars. Betekent dit dat volgens EIOPA pensioenfondsen eigenlijk ook onder Solvency II zouden moeten vallen? Of moeten we meer geharmoniseerde toezichtsregels krijgen voor pensioenfondsen in Europa? Het antwoord op beide vragen is nee. Wat de vraag betreft of Solvency II toegepast moet worden op pensioenfondsen, erkennen wij dat er verschillen zijn tussen pensioenfondsen en verzekeraars. Een groot verschil zijn de sturingsmiddelen van pensioenfondsen. Pensioenfondsen in Nederland kunnen de premie verhogen, ze kunnen korten en ze kunnen de indexatie afhankelijk maken van de dekkingsgraad. Zulke aanpassingsmechanismen hebben verzekeraars in het algemeen niet. Daarmee moet ook rekening worden gehouden in het toetsingskader. Het is duidelijk dat puur Solvency II niet geschikt is.

Zijn wij voor meer geharmoniseerde vermogens-eisen? Dat is ook niet het geval. Wij hebben begin dit jaar een advies uitgebracht over een geharmoniseerd risicomanagementraamwerk in Europa voor pensioenfondsen. Wij zijn tot de conclusie gekomen, alle nationale toezichtregimes overziende, dat het op dit moment niet doenlijk is om vermogens-eisen in Europa te harmoniseren. Wij hebben wel aangegeven dat er een geharmoniseerd, gestandaardiseerd risicomanagementinstrument moet komen voor pensioenfondsen. Dat zou dan inhouden dat gemeenschappelijke standaardschokken toegepast moeten worden op een marktconsistente balans. Die marktconsistente balans zou dan al die specifieke sturingsmiddelen van pensioenfondsen moeten bevatten, maar die marktconsistente balans zou ook gewaardeerd moeten worden met een risicovrije rente die tendeert naar de UFR voor verzekeraars, op dit moment 4,2%. Maar de uiteindelijke risicovrije rentecurve die we gebruiken onder dat risicomanagementinstrument is niet gelijk aan die van verzekeraars, omdat we die langetermijnaanpassingen zoals de volatiliteitsaanpassing niet meenemen. Die mogen pensioenfondsen niet gebruiken. De reden is dat deze balans voor pensioenfondsen wordt gebruikt voor risicomanagement en dat is duidelijk anders dan een balans zoals die in Solvency II voor verzekeraars wordt vastgesteld en die wordt gebruikt om kapitaaleisen op te leggen. Het is belangrijk in de discussie dat als je wat wilt zeggen over de rentecurve, je wel degelijk ook de context in ogenschouw moet houden waarin je de rentecurve gebruikt. Wij voeren bij EIOPA ook regelmatig stresstesten voor pensioenfondsen uit. De eerste stresstest hebben we in 2015 gedaan en volgend jaar gaan we een tweede stresstest doen voor pensioenfondsen. In die stresstesten voor pensioenfondsen vragen wij pensioenfondsen om een gemeenschappelijk stressscenario voor de financiële markten uit te rekenen, ook ten opzichte van een geharmoniseerde marktconsistente balans in lijn met het advies dat wij begin dit jaar hebben uitgebracht.

Waarom vindt EIOPA het belangrijk dat we een stresstest doen, dat we risicomanagement doen voor pensioenfondsen op een marktconsistente balans? Zoals ik al eerder zei, is het in heel veel lidstaten gebruikelijk dat verplichtingen nog vastgesteld worden met behulp van een verwacht rendement of een hoge vaste rente. Wij zien het gevaar dat dit tot een te

optimistische inschatting van verplichtingen leidt en daardoor ook tot een te optimistische inschatting van het risico voor deelnemers, het risico voor werkgevers en het risico voor pensioenfondsen. In een financiële situatie met verwacht rendement ziet het er allemaal mooi uit, maar het kan ook betekenen dat je noodzakelijke aanpassingen uitstelt. Het komt er eigenlijk op neer dat je de tekorten bij toekomstige generaties neerlegt. Ik hoorde ook bij de heer Steenbeek enige twijfel of een discontering met een risicovrije rentevoet nog wel goed is in deze tijden. Ik zou duidelijk zeggen dat het een groot goed is dat je verplichtingen marktconsistent en realistisch waardeert.

Ik wil nog kort iets zeggen over ons EIOPA-project om tot een methodologie te komen voor de UFR voor verzekeraars. Er werd al eerder aan gerefereerd. EIOPA is verantwoordelijk voor het berekenen van de rentecurves voor verzekeraars. Wij moeten die ook elke maand publiceren op onze website. Dat is niet alleen voor de euro, waar de huidige discussie over gaat, maar voor meer dan 30 verschillende valuta. Solvency II schrijft voor dat er een eenduidige, transparante en objectieve methodiek moet zijn om de UFR vast te stellen, maar die was er nog niet. Er was wel een getal voor de UFR en dat had ook een achtergrond, maar er was nog geen formele methodiek vastgesteld. Daarom zijn we vorig jaar begonnen met het ontwikkelen van die methodiek. Begin dit jaar hebben wij een consultatiedocument uitgebracht. Daarin wordt een voorstel gedaan om de UFR te berekenen aan de hand van de historische reële rentes en daarbij de verwachte inflatie op te tellen, die berekend wordt aan de hand van de inflatiedoelstellingen van de centrale banken. Voor de euro komt de gemiddelde historische reële rente uit op 1,7%. Met de inflatiedoelstelling van de ECB van 2% kom je uit op 3,7%. Wij willen niet ineens een schok van 4,2% naar 3,7% opleggen aan verzekeraars. Daarom zeggen wij in ons consultatiedocument dat dat in stapjes van maximaal 0,2% per jaar ingevoerd zou moeten worden.

Het lijkt mij heel belangrijk om te vermelden dat wij wel bezig zijn om een methodiek te ontwikkelen, maar dat wij niet zomaar elke methodiek kunnen ontwikkelen. De reden is dat in Solvency II en ook in onderliggende verordeningen al eisen worden gesteld aan de methodiek voor de UFR. Ik noem de drie belangrijkste. Een eis die in Solvency II wordt gesteld, is dat de UFR stabiel is in de tijd en alleen verandert als gevolg van veranderingen in langetermijnverwachtingen. Een tweede eis is dat de UFR rekening houdt met verwachtingen ten aanzien van reële rente en met de verwachte inflatie. Er worden dus duidelijk twee afzonderlijke componenten genoemd. In de gedelegeerde verordening wordt ook genoemd dat de UFR geen termijnpremie bevat. Dit is een belangrijk verschil met de Nederlandse aanpak om de UFR vast te stellen. EIOPA moet voldoen aan de randvoorwaarden die in Solvency II worden gesteld. DNB heeft iets meer vrijheid om een eigen keuze te maken, meer marktdata te gebruiken en misschien iets minder stabiele UFR's voor te stellen dan EIOPA. Wij zitten echt vast aan die eisen: het moet stabiel zijn, er moet een component reële rente en een component inflatie zijn en er mag geen termijnpremie aangenomen worden. Ik denk dat ons consultatiedocument een beetje verkeerd is geïnterpreteerd. Er wordt vaak gezegd dat EIOPA allemaal nadelen ziet in de Nederlandse benaderingen, maar wij hebben een overzicht gegeven van verschillende methoden in verschillende landen. Daarbij hebben wij bekeken hoe dat zich verhoudt tot de eisen die aan de UFR-methodiek worden gesteld volgens de Solvency II-methodiek. Het lijkt mij belangrijk om dat even te benadrukken.

De **voorzitter**: Kunt u afronden?

De heer **Kuipers**: Ja, ik heb nog één zin.

Hoe gaat het nu verder met onze UFR-methodiek? We hebben in april een consultatiedocument gepubliceerd. Daarop hebben we breed reacties gehad van belanghebbenden. Op dit moment – we zijn er gisteren mee begonnen – zijn we bezig met een impactanalyse, waarbij we ook de verzekeraars betrekken om berekeningen te maken: wat betekent het om een UFR met een bepaald percentage te verlagen? Onze verwachting is dat wij tegen maart volgend jaar onze finale methodiek, afhankelijk van het impactassessment, naar buiten zullen brengen. Dus in maart 2017 is er een definitieve EIOPA-methodiek.

De heer **Tamerus**: Voorzitter. Ook van mijn kant dank voor de uitnodiging om hier iets te vertellen over de UFR en de houdbaarheid van ons pensioenstelsel. Ik zal proberen dat te doen aan de hand van vier duidingen. Eén. Voor een houdbaar contract maakt de ene of de andere UFR niet zo veel uit, maar voor het vertrouwen in het pensioenstelsel wel. Twee. Wat mij betreft houdt de combinatie van de huidige contracten, het toezichtskader, de marktwaardering en de lage rente ons pensioenstelsel in een dodelijke wurggreep. Dat geldt trouwens ook als de rente fors zou stijgen. Ik moet er niet aan denken wat er gebeurd zou zijn als we de marktwaardering hadden ingevoerd op een moment dat de rente heel hoog was geweest. Dan waren we al veel meer pensioengeld kwijt geweest. Drie. We hebben de ene afspraak, een vaste rekenrente bepaald als percentage rendement dat we met een kans van zo'n 70% zullen maken, vervangen door een andere afspraak, een rts (rentetermijnstructuur) met UFR. Die zou objectiever zijn, maar geeft juist meer heibel. Het maakt deel uit van een instabiel rentespel. Dat betekent dat ik maar één oplossing zie voor een houdbaar pensioencontract en -stelsel: de pensioenfondsen weer weghalen uit dit instabiele rentespel. Ik zal proberen dat te duiden en te onderbouwen.

Ik begin met een paar duidingen. Inmiddels voeren we discussie over de vraag of het effect van het beleid van de heer Draghi kan worden verbijzonderd in het effect op de rente. Welk deel van de rentedaling van de afgelopen tijd kunnen we significant aan het beleid van de ECB toeschrijven? De eerste cijfers daarover worden zichtbaar. Het idee is dat het effect tussen de 30 en 70 basispunten is. Aan de assetzijde van de balans gebeurt er dan ook iets. In feite zijn immers de aandelenkansen wat gestegen door het beleid van Draghi en hebben we obligatierendementen gehaald. Uitgaande van de lage inschatting, 30 basispunten, zou je al gauw zo'n 2 à 2,5 procentpunten dekkingsgraad kunnen winnen als je dit zou afzonderen voor een fonds dat ongeveer 50% van zijn rentebeleid heeft afgedekt.

Iets anders is de nieuwe UFR per 1 juli van afgelopen jaar. De vraag is waarom dat op dat moment nodig was. Wie is daarmee gediend? Je weet dat je fondsen daarmee wellicht net onder het randje douwt, terwijl ze er misschien net boven zouden zijn gebleven als je dat niet had gedaan. Feit is dat de daling bij PFZW het gevolg was van de nieuwe UFR; een daling van 3 procentpunt in de dekkingsgraad. Ik kijk ook verder, want we zijn bezig met een herziening van het totale stelsel. Het oplossen van de doorsneesystematiek en het geven van compensatie voor pensioenverlies kost PFZW zo'n 6 procentpunt aan dekkingsgraad. De helft daarvan had je dus alweer kunnen winnen door dit besluit niet te nemen. In zijn totaliteit heeft de invoering van het nieuwe ftk en de nieuwe UFR per 1 juli geleid tot een daling van de dekkingsgraad met 6 tot 7 punten, waarvan dus 3 punten structureel door de nieuwe UFR. Dat is ook wel een probleem in de huidige discussie: de ruzie over de vaststelling van de discontovoet betekent ook dat het kortingsdebat mank gaat aan deze discussie. Hoeveel we moeten korten, hangt dus ook af van de regels. En die worden telkens weer aangevochten omdat ze telkens worden aangepast.

Marktwaardering moest. Eind 2006 hebben we besloten dat de uitkeringsstromen en de pensioenfondsen moesten worden gewaardeerd op basis

van de actuele rentetermijnstructuur. Sindsdien probeer ik hieraan te ontkomen door te praten over een nieuw contract. Ik denk namelijk dat alleen dat de oplossing kan zijn. Ik word hier echter niet vrolijk van, want ook in de wet over de variabele premieovereenkomst moeten we toch weer met een ETS (European Pension Tracking Service) werken, terwijl dat een notoir variabele en onzekere uitkering oplevert. Wat is er gebeurd sinds de introductie van de marktwaardering? Het managen van een pensioenfonds is één grote bet, één grote weddenschap op de rente geworden. Dat betekent dat het voor besturen van pensioenfondsen bijna ondoenlijk is om daarin een goede positie te kiezen. Er is ook een enorme markt voor derivaten ontstaan. Die dreigt nu vast te lopen door EMIR (European Market Infrastructure Regulation) met zijn onderpandrestricties. Dat betekent dat fondsen naar nieuwe vormen van liquiditeit moeten gaan zoeken. Het kan zijn dat ze juist daardoor, op een ongunstig moment, voor een deel van die rentederivaten af moeten.

We zien dus dat de almaar dalende rente de financiële positie van pensioenfondsen ernstig uitholt, en het beleid van de heer Draghi heeft daar nog een schepje bovenop gedaan. Er gebeurt ook iets heel raars. Draghi koopt obligaties. Pensioenfondsen hebben die. Maar pensioenfondsen met reservetekorten of onderdekking kunnen die eigenlijk niet verkopen, want daarvoor moeten ze heel hun risicopositie terugbrengen. Daardoor wordt de rente verder naar beneden gejaagd.

Het contract in combinatie met het toezichtskader is dus aan het vastlopen. De nominale garantie staat haaks op de pensioenambitie. We willen allemaal een geïndexeerd pensioen. De facto is er zelfs geen garantie, maar worden alle risico's door de deelnemers gedragen. In het huidige contract is dat ook al zo. Dat maakt pensioenen extreem afhankelijk van de instabiele financiële markten. En wat gaat er gebeuren als de rente snel oploopt? Weten we dat? Dan loopt de boel aan de andere kant vast. Het ftk heeft pensioenfondsen aangezet tot een zwaar geleveragede rentebet, die over de afgelopen acht jaar extreem goed heeft uitgepakt. Maar als de rente gaat draaien, gaat het de andere kant op. Dat leidt tot een verkeerde assetallocatie. Een overmatige exposure op lage nominale rente creëert een groot langetermijnrisico. Consequentie is dat korten op grote schaal dreigt, maar ook dat er een voortdurende discussie over de juiste rekenrente is. Dat zorgt voor een soort ongehoorzaamheid ten aanzien van het korten en uiteindelijk snapt de deelnemer er helemaal niets meer van.

Ik zoom nog even in op de argumenten onder die marktwaardering. Daar liggen een aantal ficties en aannames aan ten grondslag. De eerste is dat wij in de jaren negentig en in de periode 2000–2010 pensioenen meer zijn gaan zien als financieel contract. Waarom hebben we dat gedaan? Het is een nationale asset als aanvulling op de AOW en daardoor, in mijn ogen, eerder een sociaal contract. De tweede premisse was dat pensioenuitkeringen verhandelbaar zouden zijn en dus dat er een marktprijs moest zijn. Maar is dat wel zo? Zijn ze wel echt verhandelbaar? Een derde fictie is dat pensioenuitkeringen in het DB-contract risicovrij zijn. Dat klopt misschien wel naar de regels, maar het is niet echt zo. Als we gaan korten, zijn ze zeker niet meer risicovrij. Men ging ervan uit dat pensioenuitkeringen te beschouwen zijn als een set risicovrije leningen met de looptijd van de uitkering. Daar kennen we inderdaad de waardering van, namelijk de actuele rentetermijnstructuur. Die zou een objectieve waardering geven voor de pensioenuitkeringen: er is een duidelijke rts en die is een prima, misschien wel de beste, voorspeller van de ontwikkeling van de rente. Dat is de fictie of aanname. Maar klopt dat ook? Is de actuele rentetermijnstructuur echt de beste voorspeller van de ontwikkeling van de rente? Ik denk het niet. Zie Draghi, Trump en de speculatie op de rentemarkten. Er is geen markt voor leningen met de looptijd van uitgestelde pensioenuitkeringen. We hebben de UFR bedacht voor dat lange eind van die curve. Mijn conclusie is dat wij de ene afspraak hebben vervangen door de

andere. Het blijft dus een afspraak. Tegen degenen die roepen dat er een actuele rentetermijnstructuur moet zijn om pensioenen op te waarderen, omdat dat het beste is wat we hebben, zeg ik: nee, dat is ook maar een afspraak.

Ik zie dus maar één oplossing voor een houdbaar pensioenstelsel: het weer weghalen van de pensioenfondsen uit dit dodelijke rentespel. We moeten toe naar een ander pensioencontract. Een contract zonder garanties, met stabiele premies en uitkeringen; en we moeten toe naar een ftk dat fondsen met een langetermijnbril kan doen beleggen in de reële economie, dat de fondsen stuurt op een rekenrente die dat ook weerspiegelt. De rekenrente zou in mijn optiek niet moeten worden afgeleid van een instabiele financiële grootheid – dat past niet in zo'n contract – maar moet leiden tot een generatiefair, stabiel pensioen; het is een sociaal contract op basis van een prudente inschatting van het reële rendement op de lange termijn. Dan krijg je echter te maken met de kritiek waar de heer Kuipers zojuist aan refereerde, namelijk dat je dat niet optimistisch kunt vaststellen; dan schuif je het door naar de toekomst. Daar ligt op het gebied van de governance inderdaad een heel belangrijk aandachtspunt, maar misschien kunnen we dat ondervangen door te zeggen dat de gemiddelde bnp-groei een indicator kan zijn om het langetermijnrendement in te schatten.

**De voorzitter:** Er is tussen de deskundigen geen gehele overeenstemming, maar dat maakt de discussie des te interessanter. Ik stel voor dat de leden een of meer vragen stellen aan een of meer van de gastsprekers, en dat we daarna een antwoorderonde organiseren. Met een blik op de tijd lijkt me dat het meest efficiënt.

**De heer Lintmeijer (GroenLinks):** Ik heb meer een verhelderende vraag aan de laatste spreker. Mijnheer Tamerus, u stelde voor om de gemiddelde groei van het bnp als handvat te gebruiken om het rendement op de langere termijn te voorspellen. Het bnp heeft natuurlijk ook schokken gekend, bijvoorbeeld in 2008. Zou dat in uw optiek meer shockproof zijn dan het rentespel, zoals u dat zo mooi noemt?

**De heer Van Rooijen (50PLUS):** Aanleiding voor deze discussie met de deskundigen was eigenlijk de heel simpele vraag waar sommige, zo niet alle collega's mee worstelen. Toen men constateerde dat de rentemarkt voor de lange termijn er niet meer was – vroeger had je markten van 30, 40 jaar – heeft men in 2012 voor pensioenfondsen de Ultimate Forward Rate, de UFR, uitgevonden. Die was voor zowel verzekeraars als pensioenfondsen gelijk. Wat mij altijd heeft geïntrigeerd, is de vraag waarom al een jaar later de gedachte van de UFR dat iedereen gelijk is, werd gewijzigd. Voor de verzekeraars was de UFR goed maar voor de pensioenfondsen was de UFR óf niet meer goed óf al vanaf het begin fout. We hebben daarover met de bewindslieden discussie gevoerd en daarover twee brieven gekregen, maar mijn fractie worstelt nog steeds met de vraag waarom de UFR voor de pensioenfondsen lager is dan voor de verzekeraars. De heer Broeders heeft dat ook aangeduid. In de brief van het kabinet staat dat je eigenlijk integraal de solvency van de verzekeraars erbij moet betrekken en dat je daarbij ook naar de fondsen moet kijken. In dat verband vragen wij ons af of je niet heel simpel het volgende kunt stellen. Als dat al een opvatting is, zou de Nederlandsche Bank of welke autoriteit dan ook kunnen kwantificeren wat die andere aspecten van Solvency II buiten de exacte UFR zijn? Men zegt dat je de hele mand moet pakken, maar dan zeg ik: ga dat eens kwantificeren zolang je niet weet waarom de pensioenfondsen anders moeten worden behandeld, want die Solvency II is ook heel anders. Die enkele stelling van de Staatssecretaris in de brieven overtuigt ons namelijk niet.



Mijn tweede vraag is of een van de deskundigen misschien een ander land kan noemen waar de situatie aan de orde is dat er voor de langere termijn een lagere rekenrente voor de fondsen dan voor de verzekeraars werkt.

Tot slot wijs ik op de regels van de IASB en de IFRS op dit punt. Anders gezegd: waarom wordt er bij de IFRS wel een discontovoet van de pensioenfondsen gebruikt die hoger is dan voor de verzekeraars? Ik mag toch aannemen dat de IFRS ook weleens gehoord heeft van Solvency II. Ik vraag dus naar andere opinies in andere landen daarover. Die heb ik niet kunnen vinden. Mijn conclusie was dat blijkbaar de hele wereld gek is, maar dat alleen de Nederlandsche Bank het bij het juiste eind heeft. Wij hebben de bewindslieden al eerder gevraagd – en die vraag is niet expliciet maar impliciet beantwoord – om een internationaal actuair onderzoek naar de verschillen in de UFR. Zijn die er in andere landen ook? Wij blijven daarin geïnteresseerd.

Ook is er gesproken over rendement. De meest landen werken met een hogere rekenrente of met verwacht rendement. Er is geen enkel land dat gebruikmaakt van een risicovrije rente. Onlangs hebben de ouderenorganisaties het kabinet brieven gestuurd over het volgende: als je de kasmethode volgt, is een rendement voor de langere termijn van 1,5% voldoende om aan alle verplichtingen te voldoen. Dus een rendement van 1,5%, terwijl de werkelijke rendementen, uit het verleden althans, daar ver en ver boven liggen: bij de grote fondsen was die in de laatste dertig jaar 7% en in de laatste vijf jaar zo'n 10%, ondanks de crisis. Vorig jaar was het 0%, maar dit jaar alweer 10%.

Deze vragen aan de bewindslieden wilden we eigenlijk ook weleens aan de deskundigen voorleggen.

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): Ik heb een beetje ervaring als pensioenfondsbestuurder en mij intrigeert steeds het volgende. Toen ik bij dat pensioenfonds kwam, had het een kas van ongeveer 6 miljard. Dat is in twee jaar naar 8 miljard gegaan. Onze dekkingsgraad is ruim 10% afgenomen. Dat leidt bij mij steeds tot de vraag waarom we kiezen voor een systeem dat de kassen vult, maar dat niet leidt tot indexatie. Sterker nog: het systeem leidt tot het risico van korten. Kan mij dat uitgelegd worden?

Je krijgt dan altijd als antwoord dat we moeten oppassen dat we niet te veel van jong naar oud verschuiven. Ik denk echter, zoals de heer Steenbeek al aangaf, dat er in de afgelopen jaren ook veel verschoven is van oud naar jong. Kan daar nog iets over worden gezegd?

De **voorzitter**: Wilt u die vraag stellen aan alle deskundigen?

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): Ja. Mijn derde vraag is voor de heer Kuipers. Ik was erbij toen er in Europa, met name in het EP, voor werd gekozen om niet te gaan voor Solvency II voor de pensioenfondsen. Ik heb mij achteraf weleens afgevraagd of we toen het goede hebben gedaan in het Europees parlement en of we niet beter hadden kunnen kiezen voor Solvency, maar volgens mij was de heer Van Rooijen toen nog een lobbyist die dat ons steeds kwam melden.

De heer **Van Rooijen** (50PLUS): Een lobbyist ben ik nooit geweest.

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): U kwam dat ons vertellen als vertegenwoordiger van de pensioenfondsen. Hoe dan ook, ik heb mij zitten afvragen of we destijds een goede keuze hebben gemaakt. Daarnaast vraag ik mij nog iets af. Als ik het goed heb, vindt nu voor de verzekeringen een verlaging plaats van 4,2% naar 3,7%. Kan de heer Kuipers aangeven waarom dat toch niet veilig zou zijn als we kijken naar datgene wat we in Nederland hebben bedacht en wat de heer Tamerus een

«methodiek» noemt? Met betrekking tot de UFR zegt de heer Tamerus dat we hebben gekozen voor gewoon een systeem. Dit systeem biedt niet méér zekerheid dan datgene wat we daarvoor hadden. Kan de heer Kuipers daarop reflecteren?

De heer **Ester** (ChristenUnie): Ik wil een beetje aansluiten bij de tweede vraag van mevrouw Oomen, de vraag over de intergenerationale effecten van het UFR-systeem zoals we dat nu hanteren. Daar gaat de politieke discussie in belangrijke mate over: hoe kunnen we een zekere balans tussen die belangen aanbrengen, tussen de kortetermijnbelangen van ouderen en de belangen van jongeren op de wat langere termijn? Mijn vraag is tweërlei: wat is vanuit dat intergenerationale perspectief het oordeel over het huidige systeem en zijn er mogelijkheden om op dat punt aan knoppen te draaien, zodat die balans tussen de belangen van jongeren en ouderen zou kunnen worden verbeterd en misschien geoptimaliseerd? De voorzitter gaat mij dan vragen voor wie die vragen zijn bedoeld.

De **voorzitter**: Juist.

De heer **Ester** (ChristenUnie): Ik zou in ieder geval de heren Broeders en Tamerus daarover willen horen.

De heer **Kok** (PVV): Ik moet zeggen dat dit een tamelijk weerbarstige materie is. Ik denk dan altijd: still confused, but on a higher level. Toch wil ik proberen om een zinvolle vraag te stellen, met name aan de heer Tamerus. Hoe beoordeelt hij het recente rapport van het CPB over het afdekken van het renterisico? Daarin staat onder meer de opmerking dat verandering van de rekenrente geen oplossing zou zijn voor de pensioenproblemen als gevolg van de lage rente. Er worden daarbij wel een aantal overwegingen meegegeven, maar het blijft mij puzzelen. Ook de brief van 12 januari van de Staatssecretaris van Sociale Zaken geeft redelijk veel ruis, want de reden voor DNB om in 2012 de UFR te introduceren, wordt tamelijk arbitrair en niet realistisch geacht. In de brief staat ook letterlijk: «Ik zie nog niet zozeer de verbetering van de oude UFR», «wij menen dat de realiteit niet gebaat is» en «de nieuwe UFR wordt voor een belangrijk deel gebaseerd op informatie uit het verleden, opgehaald uit een niet functionerende markt». Dat geeft mij twijfels over de verandering met de nieuwe UFR. Dat zijn mijn vragen.

De heer **Köhler** (SP): Ik laat mijn vragen voorafgaan door een opmerking, want dan kunnen de vragen beter geplaatst worden. Die opmerking is dat ik het tamelijk onbegrijpelijk vind dat pensioenfondsen in Nederland voor de lange termijn moeten rekenen met een risicovrije rente, even los van het punt dat die risicovrije rente kennelijk verschillend uitgerekend kan worden. Daar leid ik uit af dat of de ene of de andere vooruit berekende rente niet risicovrij is, want de één zegt dat je risicovrij 3,1% haalt en de ander zegt dat je dan 3,7% haalt. Dat kan theoretisch al niet. Los daarvan is mijn vooringenomen standpunt dat ik het onverstandig vind dat de Nederlandse pensioenfondsen daarmee moeten rekenen. Vanuit dat standpunt kom ik bij mijn vraag. Pensioenfondsen moeten op lange termijn dus met een in mijn ogen heel lage rendementsverwachting of rentevoet rekenen om hun kostendekkingsgraad te berekenen, maar als zij te ver zakken met hun kostendekkingsgraad, moeten ze een herstelplan maken. In dat herstelplan mogen ze rekenen met de reële verwachte rendementen, die dus sterk afwijken van die UFR. Ik wil van de deskundigen weten wat zij van die tegenstrijdigheid vinden.

De **voorzitter**: Vraagt u dat aan één deskundige in het bijzonder?

De heer **Köhler** (SP): Nou, wie de schoen past, trekke hem aan. Wie zich aangesproken voelt, mag reageren. Ik denk dat de heer Tamerus zich niet zo aangesproken voelt. Laat ik het zo zeggen: vinden degenen die de voorzichtige risicovrije rente goed vinden, het niet heel onvoorzichtig dat in de herstelplannen gerekend mag worden met de te verwachten reële rendementen? Dat is mijn vraag.

De **voorzitter**: Ik kijk naar de klok. We hebben nog twintig minuten. Ik stel voor dat elk van de vijf deskundigen maximaal drie minuten gebruikt. Dan hebben we nog tijd voor een heel korte slotbeschouwing. De deskundigen mogen de schoen aantrekken die hun past; dat biedt in ieder geval enige ruimte. Ik begin met de heer Vellekoop; waar wil hij op reageren?

De heer **Vellekoop**: Op de vraag van de heer Van Rooijen waarom de UFR voor pensioenfondsen lager is en op de vraag van de heer Köhler of het niet vreemd is dat we eigenlijk twee risicovrije rentes hebben. Als je niet met opslagen zou werken en gewoon zou uitgaan van de markt zoals we die op dit moment zien – dat gebeurde altijd voordat een UFR werd ingevoerd – zie je duidelijk consistentie. Tot twintig jaar zie je die ook, maar door de verschillende gremia is er anders omgegaan met de vraag wat een goede inschatting is van wat er voor de langere looptijden moet gebeuren. Als je gewoon de marktrenten zou gebruiken en de laatste forwardrente door zou trekken, kom je op veel lagere rentes uit en dan heb je die consistentie. Als anderen toch naar het verleden willen kijken, doet men dit op verschillende manieren. Die consistentie kan dus wel, maar dan kijk je gewoon naar wat Europa vroeger deed en dan trek je de forwardrentes gewoon door.

De heer Van Rooijen zei dat alleen DNB dit doet en dat de rest van de wereld het niet ziet zitten om over te gaan naar de methode van de commissie UFR. Als ik binnen de academische wereld vraag wat er netjes is onderbouwd en waarnaar je moet kijken, blijkt dat men het een enorme winst vindt dat er niet wordt gekozen voor 4,2% en dat niet, zoals in de voorstellen van EIOPA, alleen wordt gekeken naar rendementen van 1950 tot 2000 en dus niet naar de rendementen daarvóór. In de nieuwe voorstellen willen verzekeraars ook liever niet kijken naar de rente sinds 2000; zij willen echt alleen de periode van 1950 tot 2000 nemen. Bij academici zie ik dat zij het heel mooi vinden dat men probeert om dit te funderen. Je houdt nog steeds discussie, maar ik denk inderdaad dat Nederland op dat punt een gidsrol toegedicht kan worden. Het is de vraag of het binnen de regels van EIOPA past, maar ik denk dat de commissie UFR een verbeterde methodiek heeft gebracht, natuurlijk ook de regels van EIOPA overziend. De commissie UFR wist welk voorstel EIOPA had gedaan. Het feit dat EIOPA nu ook zelf aangeeft dat zij, weliswaar op een iets andere manier, veranderende economische omstandigheden toch wil meenemen in de UFR, is volgens mij winst.

Misschien kan ik ook nog heel kort ingaan op de vraag van ...

De **voorzitter**: U hebt nog 30 seconden.

De heer **Vellekoop**: O, dan pik ik de mooiste eruit. Ik ga nog heel kort in op de vraag van mevrouw Oomen-Ruijten: hoe kan het dat het van 6 miljoen naar 8 miljoen is gegaan, terwijl de dekkingsgraad toch naar beneden is gegaan?

De **voorzitter**: Miljard zelfs!

De heer **Vellekoop**: Pardon. Ja, van 6 miljard naar 8 miljard. Ook de verplichtingen zijn duurder geworden. Daar staat dus iets anders tegenover.

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): Vanwege?

De heer **Vellekoop**: Vanwege het feit dat we langer leven, maar inderdaad ook vanwege de rente. We moeten langer leven natuurlijk serieus nemen. Voor elke € 1.000 pensioen per maand moet je € 12.000 hebben voor elk jaar dat mensen langer leven. Dat is een heel groot effect, maar het gaat ook om de rente. Als je tegelijkertijd verplichtingen hebt, zegt die 8 miljard niet zo veel. Als ik morgen 1 miljoen leen bij de bank, ben ik miljonair. Als ik mensen dan vraag of ik dat moet uitgeven, zullen zij ja zeggen, maar als ik daarbij vertel dat ik bij de bank nog een schuld heb van 1 miljoen, zullen zij nee zeggen. Die grotere buffers moeten we natuurlijk ook zien in het licht van het feit dat daar toegenomen verplichtingen tegenover staan.

De **voorzitter**: Ik geef het woord aan de heer Steenbeek, voor drie minuten.

De heer **Steenbeek**: Zoals de heer Broeders al zei, is de rentecurve de verdeelsleutel van het vermogen. Het vermogen is toegenomen en de rentecurve verdeelt dat vermogen, die 6 miljard of 8 miljard, over de verschillende generaties. De rente is sterk gedaald. Dat heeft een groter effect op de jongeren dan op de ouderen. Die daling van de rente betekent in feite dat van dat toegenomen vermogen meer naar de jongeren is verschoven dan naar de ouderen. Dat is een feit. We hebben natuurlijk een collectieve regeling waarmee we risico's delen. Een van de manieren waarop we dat doen, is door met z'n allen in een grote pot te beleggen. Dat heeft grote voordelen, ook het voordeel dat we door de tijd heen risico's met elkaar delen en minder grote geluks- en pechgeneraties creëren. Dat is een groot goed. Ik hoop dat dit ook in de nieuwe pensioenoplossingen een plek krijgt.

Bij de rentecurve gaat het natuurlijk om een zo objectief mogelijke benadering van de risicovrije opbrengst van je beleggingen. Als je gaat werken met een waardering die is gebaseerd op een verwacht rendement, haal je die onzekere toekomstige inkomens en rendementen in feite terug naar vandaag. Dat is de achterliggende gedachte bij het idee om überhaupt met een risicovrije rente te werken. Tegelijkertijd zitten ook in het ftk enkele elementen die ervoor zorgen dat de portefeuille of de manier waarop fondsen beleggen, niet helemaal wordt genegeerd. Dat geldt onder andere voor de herstelplannen, waarin je inderdaad mag werken met een verwacht rendement, maar ook voor de premiestelling.

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): Dat is dus ook mijn opmerking: bij het vaststellen van de premie houd je wel rekening met de opbrengst van je beleggingen. Dat doe je later juist niet. Ik vind dit dus een beetje tweeslachtig. Je zou volgens mij dus ook nog eens moeten kijken naar het nftk.

De heer **Van Rooijen** (50PLUS): Dan praat je over 10 miljard per jaar aan te lage premies. Voor het verwachte rendement mag je met 5 rekenen en voor de pensioenen met minder dan 1. Uit cijfers van de Nederlandsche Bank en Sociale Zaken van even geleden blijkt dat er elk jaar 11 miljard te weinig pensioenpremie wordt betaald. Die inconsistentie heeft de Nederlandsche Bank onlangs nog een weffout genoemd. DNB is er altijd principieel tegen geweest, maar de wetgever heeft anders gekozen. De werkenden betalen gewoon elk jaar 10 miljard premie te weinig; in plaats van 40 miljard is het 30 miljard. Dat leidt mede tot een lagere dekkingsgraad en daar komt de UFR dan nog bij.

De **voorzitter**: Ik geef u nog 30 seconden.

De heer **Steenbeek**: Aan mij?

De **voorzitter**: Of bent u klaar?

De heer **Steenbeek**: Ja, laat ik het hierbij laten.

De **voorzitter**: Geweldig. Dan is het woord aan de heer Broeders.

De heer **Broeders**: Ik heb een paar opmerkingen. Ten eerste. Dé risicovrije rente bestaat niet. Dat is een volstrekt theoretisch construct. Alle rentes waarover we het hier hebben en die we observeren in financiële markten zijn een benadering van de risicovrije rente. Ook de rente die we zouden kunnen afleiden van Duitse staatsobligaties is dus niet risicovrij. Ook swaps zijn niet risicovrij.

Ten tweede. Een UFR en een verwacht rendement zijn subjectieve parameters. Die kunnen we niet objectief waarnemen. Dat leidt tot discussies, zoals hier aan tafel, over de hoogte van die subjectieve parameters. In mijn betoog heb ik gezegd dat dit tot twee dingen leidt. Het leidt tot herverdeling en het leidt tot verkeerde prikkels. Het rekenen met verwacht rendement bij het waarderen van pensioenverplichtingen leidt bijvoorbeeld daartoe. In Amerika zijn bijvoorbeeld de staatspensioenfondsen «Defined Benefit»-contracten. Die worden gegarandeerd door de belastingbetaler van de staten. Die fondsen mogen rekenen met verwacht rendement. Zij rekenen op dit moment gemiddeld nog met een disconteringsvoet van 7% à 8%. Dan is de dekkingsgraad ver onder de 100%. Dan kun je gewoon uitrekenen dat die fondsen veel meer uitkeren dan ze verdienen en naar verwachting binnen afzienbare tijd leeg zijn. Daar zit dus een verkeerde prikkel in, want naarmate de rentes in de VS en wereldwijd zijn gedaald, zijn die pensioenfondsen meer risicovol gaan beleggen om die disconteringsvoet constant te houden. Dat is precies het tegenovergestelde effect van wat je zou willen, want ook in Amerika vergrijsst de bevolking en dan is het eigenlijk logischer om minder risicovol te gaan beleggen.

Mevrouw **Oomen-Ruijten** (CDA): U zegt dat het leidt tot meer risicovol beleggen, maar we hebben juist de Nederlandsche Bank die erop toeziet dat er niet risicovol belegd wordt.

De heer **Broeders**: Dat is uiteindelijk een afweging van het pensioenfondsbestuur. Ik vind het ook niet verkeerd dat pensioenfondsen risico's nemen, maar het gaat in Nederland mis omdat het systeem eigenlijk is: one-size-fits-nobody. Alle deelnemers betalen dezelfde premie, bouwen dezelfde aanspraken op, krijgen dezelfde indexatie of korting en zitten in dezelfde beleggingsmix. En daar gaat het eigenlijk mis. De theorie zegt namelijk dat ouderen willen dat er risicoarm wordt belegd, terwijl jongeren veel risicovoller kunnen beleggen. Dat is een van de dingen waar we in Nederland naar moeten kijken. Kunnen we hierbij beter differentiëren?

De heer **Köhler** (SP): U zegt: daar gaat het mis. Maar waar is het misgegaan met de vermogens van de pensioenfondsen in Nederland waardoor ze niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen? Er is toch nergens iets misgegaan? Er is een andere manier van rekenen verzonnen waardoor men schijnbaar geld tekort heeft, maar er is toch geen enkel pensioenfonds failliet gegaan in Nederland?

De heer **Broeders**: Nee, maar het gaat om het volgende. Er gaat premie in een pensioenfonds, die premie wordt belegd en vervolgens ga je uitkeren. Dat wil je zo objectief mogelijk doen. Daarvoor is eigenlijk nodig dat je de bezittingen van het pensioenfonds en de verplichtingen van het pensioen-

fonds op dezelfde manier bekijkt. Zodra je gaat naar een vorm van kapitaaldekking – het maakt niet eens uit welk contract je verzint – zijn alle contracten in een kapitaalgedekt stelsel per definitie gevoelig voor de ontwikkeling van de rente. Je beleggingen zullen namelijk altijd voor een deel in obligaties zitten. Je loopt dus altijd per definitie renterisico. Voor jongeren zou dat iets minder kunnen zijn en voor ouderen meer. Ik denk dat een differentiatie langs die weg goed zou zijn voor het Nederlandse pensioenstelsel.

De **voorzitter**: Uw tijd is op. Dank u wel. Het woord is aan de heer Kuipers, die ook drie minuten heeft.

De heer **Kuipers**: Eerst wil ik ingaan op de vraag van de heer Van Rooijen. Hij had het over een kwantificatie. Wat zijn dan de effecten als je echt Solvency II zou toepassen? Mevrouw Oomen zei: in het verleden heb ik tegen Solvency II voor pensioenfondsen gestemd in het Europees parlement; had ik dat wel moeten doen? Ik denk dat ook in de brieven van het kabinet heeft gestaan dat er natuurlijk waarderingsverschillen zijn tussen Solvency II en het ftk. Ik denk dat de twee belangrijkste verschillen de volgende zijn. De buffereis, dus de vermogenseis, is 97,5% versus 99,5%. Het allergrootste verschil is echter dat verzekeraars onder Solvency II een hersteltermijn hebben van zes maanden, terwijl in Nederland een hersteltermijn geldt van tien jaar. Dat kan gigantische effecten hebben. De pensioenfondsen hebben nu gemiddeld een dekkingsgraad van 95% of 100% – ik weet het niet precies – maar als ze naar een buffer, een dekkingsgraad moeten van 125% en ze dat in zes maanden moeten doen, moeten ze dus binnen de komende zes maanden alle opgebouwde pensioenen en uitkeringen met zo'n 25% verlagen om aan die kapitaal eis in Solvency II te voldoen. De pensioensector heeft in het verleden misschien terecht moord en brand geschreeuwd, want dit zou aanzienlijke effecten hebben.

Waarom is 3,7% slechter, of niet beter, dan de UFR van DNB? Ik zou in de eerste plaats het volgende willen zeggen over de vergelijking tussen die twee. Ik denk dat DNB en EIOPA alle twee zien dat de huidige UFR van 4,2% voor verzekeraars niet realistisch is. Ik heb ook aangegeven dat je, als je naar de UFR voor verzekeraars kijkt, ook in ogenschouw moet nemen dat er in Solvency II allemaal randvoorwaarden zijn gedefinieerd waaraan de UFR moet voldoen. Dat is dus geen eigen keuze van EIOPA. Ik denk dat DNB wel meer vrijheid heeft gehad om een eigen methodiek te kiezen. DNB heeft ervoor gekozen om meer marktdata te gebruiken in vergelijking met EIOPA. EIOPA bepaalt de voorgestelde UFR, omdat het is voorgeschreven in Solvency II, uit een historisch reële rente en de inflatieverwachtingen op basis van de inflatiedoelstellingen van centrale banken.

Ten slotte ga ik in op het verwacht rendement. De heer Van Rooijen vroeg welke landen een lagere UFR gebruiken. Ik denk dat ik kan stellen dat de andere grote pensioenlanden in Europa hogere disconteringsvoeten gebruiken. Daar ben ik gewoon heel eerlijk in. In het Verenigd Koninkrijk, een heel groot pensioenland, gebruiken ze het verwacht rendement. Dat is een beetje hetzelfde verhaal als bij de pensioenfondsen in Amerika. Daar zijn ook tekorten, tegelijk met het gebruik van een verwacht rendement. In Duitsland gebruiken ze het verwacht rendement of een vaste disconteringsvoet. In België gebruiken ze het verwacht rendement, net als in Ierland. Dat betekent niet dat dit beter is. Ik ben het met de heer Broeders eens dat er een pervers effect is. Als je alles in obligaties hebt belegd en precies je verplichtingen afdekt, heb je een dekkingsgraad van 100%. Maar als je dan meer in aandelen gaat beleggen, verbetert ineens je financiële positie terwijl er eigenlijk niks veranderd is. Je verschuift bijvoorbeeld € 100 in obligaties naar € 100 in aandelen. In marktwaardeterminen is dat

gewoon hetzelfde. Ik vind het dus een groot goed dat Nederland een marktconsistente waarderingswijze heeft gekozen.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ten slotte is het woord aan de heer Tamerus, ook voor drie minuten.

De heer **Tamerus**: De rekenrente bestaat niet, de vaste rekenrente bestaat niet, de risicovrije rente bestaat niet en de UFR bestaat niet. We moeten dus altijd een afspraak maken. Aandelenkoersen zijn niet stabiel en de rente is niet stabiel. Het bruto nationaal product kent in ieder geval een zekere stabiliteit en voorspelbaarheid en is ook een soort objectieve grond waarop je het rendement kunt baseren. Ik heb natuurlijk de hele wereld tegen me als ik zeg dat je moet disconteren op verwacht rendement, want je rijk rekenen ligt inderdaad voor het oprapen; de voorbeelden zijn al langsgesproken. Als je dus die kant op gaat, waar ik groot voorstander van ben en blijf, zul je wel moeten zoeken naar een objectieve grond waarop je gezamenlijk bepaalt wat een reële stuurgrootte is. Want sturen moet je wel. Het probleem met het huidige contract is ook dat we, omdat we zo'n taboe hebben gemaakt van korten, veel te lang wachten met sturen. Ik ben er dus voor om snel te sturen. In het kader van het generatie-evenwicht tussen jong en oud vind ik het heel belangrijk dat dat gebeurt. Ik zou dat ook mechanisch willen doen, maar dan wel op een stabiele grootte waarvan we met zijn allen begrijpen dat het een reële maatstaf is om pensioenfondsen op te sturen en die ons ook in staat stelt om ten opzichte van die maatstaf een fatsoenlijk rendement te behalen op langetermijnbasis.

Herstelplannen vind ik grote onzin. Met de huidige herstelplannen, of je nou met rendementen rekent of niet, gaat het pas weer goed als de rente gaat stijgen. We hebben één keer eerder een herstelplanperiode gehad, net na de dotcomcrisis. Uiteindelijk lag het herstelplan voor bij de pensioenraad van Pensioenfonds Zorg en Welzijn, en op dat moment kwam de melding dat we eruit waren omdat de rente was gestegen. Je kunt dus sturen wat je wilt, maar met de huidige waarderingswijze zal altijd de rente een belangrijke rol spelen bij de vraag of je het gaat halen. Het recente CPB-rapport gaat geheel en al over renteafdekking in het huidige contract, waarin op rente wordt gestuurd. Ik vind het heel lastig dat het planbureau in de stelselbesluit ook voor een ambitiecontract is – dat juich ik toe – maar dan wel gestuurd op een rts (rentetermijnstructuur). En dat zou ik dus niet doen. Als je stuurt op een rts, snap ik dat in het rapport staat dat je voor oud, maar ook voor jong, de rente fors moet afdekken. Veel jongeren dekken de rente niet af, maar als ze dan ouder zijn, hebben ze daar toch spijt van. Ik snap het rapport dus in de context dat ook het CPB in zijn ambitiecontract wil blijven sturen op een rts.

De **voorzitter**: We zijn zo'n beetje door de tijd heen. Ik heb zeker niet de illusie dat al onze vragen zijn beantwoord of dat u alles hebt verteld wat u weet. Daarvoor ontbreekt de tijd ons bijna per definitie. Maar ik heb de indruk dat sommigen van ons sommigen van u nog wel zullen weten te vinden met vervolgvragen. Ik hoop dat dat kan. Ik zie u allen knikken, dus dat is goed nieuws. U hebt ons toch erg geholpen, al was het alleen maar om op dat higher level te arriveren waarnaar de heer Kok even verwees. Ook dat is een verdienstelijke stap. Heel veel dank dus voor uw tijd. We hebben het zeer op prijs gesteld en veel geleerd. Misschien komen we u nog weleens tegen. Ik dank ook de commissieleden voor hun inbreng.

Sluiting 18.26 uur.