

Met het APF meer pensioen?

Gratis pensioen bestaat niet

Het APF wordt beschouwd als de redding voor onbetaalbaar geworden verzekerde DB-regelingen. Maar is dat ook zo?

De auteurs van dit artikel pleiten ervoor om eerst inzicht te verwerven in de impact én de mate van onzekerheid van het APF-concept op prijsstelling en (verwachte) pensioenresultaat en de rol die rendement daarbij speelt, voordat er al te voorbarige conclusies getrokken worden. Adviseurs doen er vervolgens goed aan APF niet als een prijsproduct te beschouwen.¹

DOOR ROEL NASS EN JACK BORREMANS

Menig adviseur kijkt reikhalzend uit naar het moment waarop De Nederlandsche Bank vergunningen afgeeft voor de Algemeen Pensioenfondsen in oprichting (hierna: APF). Maar niet alleen zij. Ook pensioenuitvoerders, en met name verzekeraars, zitten op het vinkentouw. Dat komt vooral omdat het APF beschouwd wordt als de redding voor menig onbetaalbaar wordende verzekerde DB-regeling.

De vraag is of dat ook écht zo is. In publicaties over dit onderwerp zijn vooral de organisatorische en juridische aspecten benadrukt. Maar er is nog weinig inzicht gegeven in de impact én de mate van onzekerheid van het APF-concept op prijsstelling en (verwachte) pensioenresultaat én het belang van rendement daarbij. Wij zijn van mening dat pas dan een goed gefundeerd oordeel en pensioenadvies in relatie tot uitvoering binnen een APF gegeven kan worden. Waar adviseurs voor moeten waken is, dat door het ontbreken van inzicht in de impact van risico op het pensioen, het APF vooral als een prijsproduct wordt gezien. Met dit artikel geven wij onze visie weer over de manier waarop een adviseur kan laten zien hoe (on-)zeker het pensioen is.

Overeenkomsten en verschillen

Op een hoger abstractieniveau zijn er best wel overeenkomsten te ontdekken tussen een APF en een verzekerde DB-regeling enerzijds, en een APF en DC-regeling anderzijds. De lang in de markt van verzekerde regelingen gekoesterde idee dat een verzekerde DB-regeling risicoloos is tegen een constante premie heeft inmiddels wel plaats gemaakt voor een realistischer beeld. In ieder contract is er altijd een partij die het risico loopt. Bij een verzekerde DB-regeling is dit de verzekeraar

die een nominale garantie op pensioen moet afgeven over in veel gevallen tientallen jaren en keer op keer tot de ontdekking komt, dat de premie daarvoor op te rooskleurige grondslagen is vastgesteld. De premie voor deze DB-regelingen wordt gedomineerd door twee variabelen. Dat zijn de (lange) *risicovrije marktrente* en de (ontwikkeling van de) *resterende levensverwachting*. No brainers in tijden van hoge marktrentes waarin werkgevers en deelnemers nog werden verblijd met gedeelde rentewinsten die werden gebruikt als premiekorting en/of toeslagen op opgebouwde en ingegane pensioenen.

Maar we hebben al enige jaren te maken met lage marktrentes en de nominale garanties kunnen slechts tegen hoge premies worden waargemaakt. Hoge premies, slim geprijsd door een te hoge contractrente te compenseren door een hoge marktrenteopslag (eufemistisch marktrentecorrectie genoemd), maar lage voorzieningen voor opgebouwde aanspraken. Die aanspraken kunnen daarom nu ook niet zonder forse bijbetalingen worden overgedragen aan...APF-en.

Het gevaar bestaat dat adviseurs en werkgevers onvoldoende beseffen dat een APF een pensioenfonds is en dat de genoemde dominante variabelen ook van toepassing zijn op het APF. Sterker nog, deze variabelen spelen op meer terreinen een rol dan 'slechts' bij de prijsstelling van een APF. En daar betreden we de grote onbekende wereld van het APF. Wat is de impact van deze variabelen, niet alleen op de prijs, maar ook op het pensioen van de deelnemer? De verschillende APF-en in oprichting hanteren verschillende vormen van prijsstelling waarin in meer of mindere mate de risicovrije marktrente doorslaggevend is. Hoe ver-



Roel Nass
actuaris AG

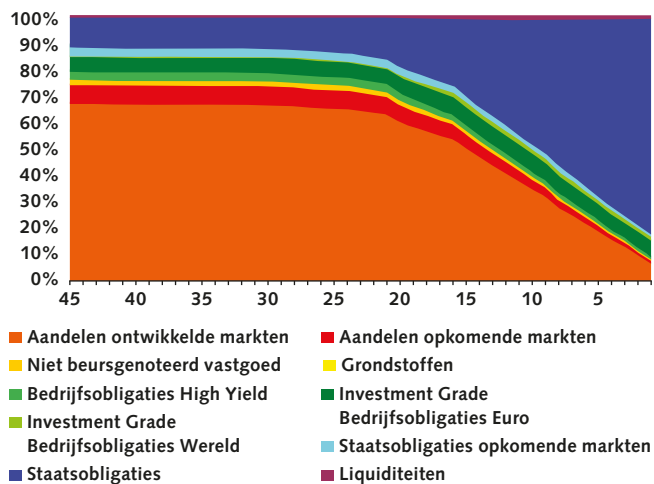


Drs. Jack Borremans
Beiden werkzaam bij LNBB
actuarissen + pensioencon-
sultants

der de prijsstelling afstaat van de risicovrije rente, hoe groter de kans dat het pensioen van de deelnemer vooral afhankelijk is van toekomstig rendement. In een eerdere bijdrage aan dit blad hebben anderen zich afgevraagd of de APF-en wel in staat zijn om een goed beleggingsbeleid te voeren in aanvang.² Een goed beleggingsbeleid hangt ook samen met schaalgrootte, door omvang kunnen beleggingsvoordelen worden behaald. Een praktijk waarin de bestaande bedrijfstakpensioenfondsen (hierna: BPF) jaar op jaar aantonen dat het met het beleggingsbeleid over het algemeen wel goed zit. De trend is in de afgelopen tientallen jaren dat fondsen risicovoller beleggen, en dat betaalt uit. Maar diezelfde risicovrije rente speelt hen parten bij het garanderen van de pensioenen over de generaties heen. De dekkingsgraden zitten, net als de marktrente, al tijden in een duikvlucht en niet alleen de actuele dekkingsgraden maar ook de beleidsdekkingsgraden van veel fondsen worden met slechts twee cijfers geschreven.

APF-en zullen hun beleid, net als hun grote broeders, de BPF-en, vaststellen langs de lijnen van de dekkingsgraad. En dat betekent dat het pensioen van deelnemers aan APF-en, net als bij BPF-en, wordt geraakt door mee- en tegenvallers in het beleggingsbeleid en de ontwikkeling van de marktrente. De volatiliteit in de prijsstelling bij kringen die de premiestelling baseren op de actuele rente is vergelijkbaar met verzekerde DB-regelingen. Het pensioen van de deelnemer daarentegen is onzekerder naarmate het pensioenresultaat in het APF meer afhankelijk wordt van het te realiseren rendement en dat is het geval als de premie wordt gebaseerd op het veronderstelde rendement. Vanuit die optiek bezien lijkt het APF meer op een DC-regeling, uitgevoerd door een verzekeraar of premiepensioeninstelling (PPI).

In een individueel DC-regeling (IDC) wordt een gediversifieerd beleggingsbeleid gevoerd waarin, net als voor APF-en, ook ruimte is voor *alternatieve* asset classes, naast de meer *traditionele* asset classes die ook in het APF-beleggingsbeleid een plaats krijgen. De gemiddelde doorlopende vermogensbeheerkosten in IDC-regelingen zijn de afgelopen jaren gedaald tot 47 basispunten³, het beleggingsbeleid gediversifieerd over inmiddels tien (sub-)beleggingscategorieën heen.



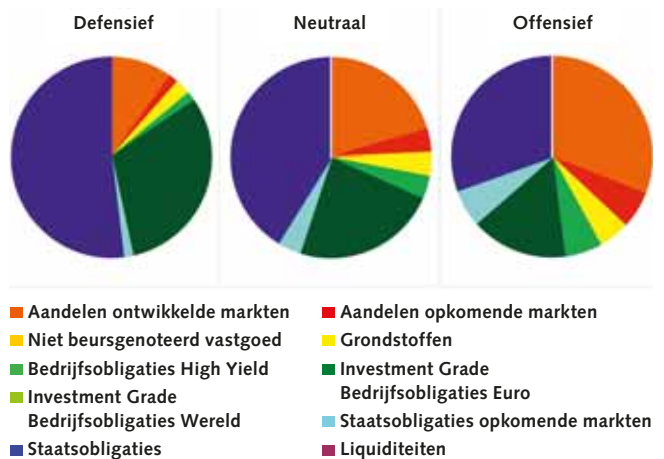
Figuur : Portefeuilleverdeling Life Cycles in IDC

Daar waar de prijsstelling in APF-en over het algemeen zal variëren door de ontwikkelingen in de risicovrije rente en het pensioenresultaat voor deelnemers in meer of mindere mate afhankelijk is van het beleggingsresultaat, geldt voor IDC dat de prijsstelling vooraf vaststaat. De door Financiën gepubliceerde staffels bieden werkgevers veel ruimte om het beschikbare pensioenbudget volledig aan te wenden. Ook al is de communis opinio dat de door Financiën gehanteerde rente- en sterftekosten nogal verouderd zijn. Van een volledig level playing field tussen DB en DC is, anno 2016, nog steeds geen sprake. En dan hebben we het nog niet over de door Financiën verplicht opgelegde performance fee voor uitvoerders van IDC-regelingen om hoge rendementen af te romen ten laste van het pensioenresultaat van de deelnemer. Met het wetsvoorstel 'Wet verbeterde premieregeling' is gepoogd om met een risicovollere DC-regeling, de kans op een hoger pensioen te vergroten. Maar dit lijkt toch vooral het paard achter de wagen spannen door het ontbreken van échte wil bij het kabinet om het DC-regime te laten ontsnappen aan de dwangbuis van een DB-regeling.

Kortom, de kans op een adequaat pensioen wordt in een APF, net zoals in een verzekerde DB-regeling en in een IDC-regeling, beïnvloed door enerzijds dezelfde risicofactoren, te weten marktrisico, renterisico en levensverwachting, en anderzijds door de hoogte van het voor pensioen beschikbare budget. Wat adequaat is, is een vraag die de werkgever samen met zijn werknemers of vertegenwoordiging moet beantwoorden. Adequaat zegt zowel iets over de hoogte van het pensioen, als de mate van zekerheid in dat pensioen. De vraag die partijen moeten beantwoorden is de mate waarin zij risico kunnen en willen accepteren. Voor het antwoord op die vraag is inzicht nodig in de impact van keuzes.

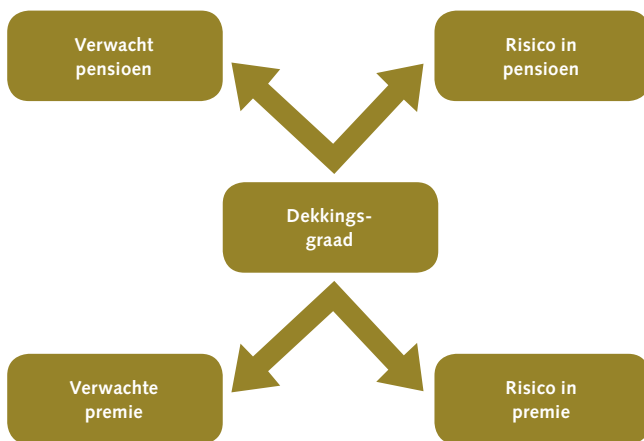
Waar gaat het over bij een APF-/kringvergelijking?

Om de impact van keuzes te visualiseren introduceren wij een fictief APF met drie solidariteitskringen: defensief, neutraal en offensief genaamd. In de offensieve en neutrale kring is het premiebeleid gebaseerd op het verwachte rendement en in de defensieve kring op basis van de actuele rentecurve zoals die maandelijks door DNB wordt gepubliceerd. Onderstaande afbeelding toont de strategische asset mix van de drie kringen.



Figuur 2: Portefeuilleverdeling fictief APF

Om een duidelijke impactvergelijking te krijgen tussen een verzekerde DB-regeling en een APF introduceren we onderstaande, schematische samenhang tussen premie en pensioenopbrengst in een APF.



Figuur 3: Adviespectrum bij APF

Op basis van dit schema onderscheiden we vier deelenalyses⁴, met hun eigen dynamiek:

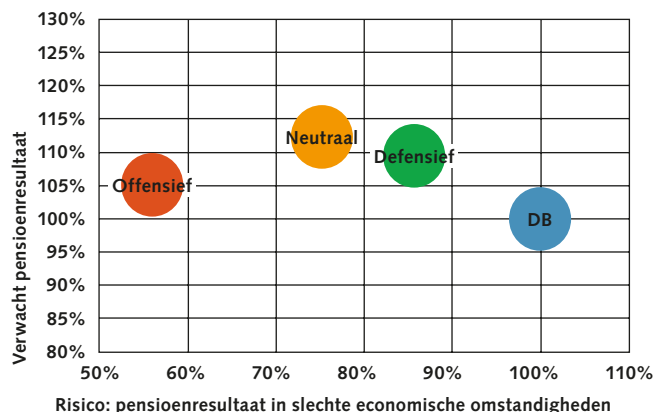
1. *Het pensioenresultaat voor deelnemers.* Met het pensioenresultaat geven we inzicht in de mate van onzekerheid van het op te bouwen pensioen waarin we het verwachte pensioen, conform de Uniforme Reken Methodiek de mediaan, afzetten tegen het pensioen dat in slechte economische omstandigheden (in URM-terminen 'slechtweer' genoemd) wordt behaald. In dit pensioenresultaat komen alle genoemde risico's samen, met inbegrip van toeslagen en/of kortingen, afhankelijk van de ontwikkeling in de dekkinggraad over de jaren heen. Dit APF-pensioenresultaat wordt afgezet tegen het pensioenresultaat dat wordt gerealiseerd in een verzekerde DB-regeling.
2. *De premievariantie.* Met de premievariantie laten we de samenhang zien tussen de verwachte premie en de onzekerheid in de premiestelling als gevolg van schommelingen in de premiegrondslagen. Deze premieschommelingen zijn vooral voor werkgevers van belang omdat de schommelingen voor hun rekening zijn.
3. *Premie + rendement = pensioen.* Gratis pensioen bestaat niet! Dat laten wij zien aan de hand van deze deelenalyse. Hoe lager de premie en hoe hoger de ambitie van een APF, hoe groter het deel van het pensioen dat moet worden verdiend door het rendement op de beleggingen. Door zowel de onzekerheid in de premie als de onzekerheid in het pensioenresultaat is de samenhang niet altijd constant.
4. *Stabiliteit van de dekkinggraad.* De dekkinggraad is het egaliserende instrument waarin schommelingen in zowel premie als het pensioen worden verwerkt. Hoge rendementen leiden immers niet automatisch tot hoge pensioenen en vice versa. De dekkinggraad is voor zowel werkgevers als deelnemers een indicatie voor de levensvatbaarheid van de pensioenambitie.

Het pensioenresultaat voor de deelnemers

De hoogte van het pensioen dat deelnemers opbouwen in en uitgekeerd krijgen door een APF is mede afhankelijk van het

verlenen van toeslagen of het moeten toepassen van kortingen. Die onzekerheid is er niet in een verzekerde DB-regeling waarin de pensioenambitie centraal staat (en premieschommelingen worden geaccepteerd). Het pensioenresultaat kan in zo'n verzekerde DB-regeling eenvoudig en met zekerheid worden vastgesteld. Voor het APF is dat complexer. Een aanpak is om een groot aantal economische scenario's te genereren die een zo realistisch mogelijk beeld geven van de voor het APF en de dekkinggraad relevante aspecten. De economische scenario's moeten uiteraard een uitspraak doen over de rendementen die worden behaald over de door het APF aangehouden beleggingen en over de ontwikkeling van de risicovrije rente, maar ook over de ontwikkelingen bij het APF zelf. Denk daarbij aan de premie instroom, uitkeringen, pensioenverplichtingen en deelnemersbestand. Vervolgens kan per scenario worden bepaald hoe de dekkinggraad zich ontwikkelt, als resultaat van het vermogen en de verplichtingen, en wordt jaarlijks het toeslagen- en kortingsbeleid op de opgebouwde pensioenen toegepast. Dit levert het gewenste inzicht in het te verwachten pensioenresultaat en de mate waarin en de omvang van het risico op een lager of hoger pensioen dat wordt gelopen.

In onderstaande afbeelding is het verwachte pensioenresultaat en het pensioenresultaat in pessimistische scenario's van de *defensieve*, *neutrale* en *offensieve* kring afgezet tegen het pensioenresultaat in een verzekerde DB-regeling. Niet geheel tegen de verwachting in, levert het APF in alle gevallen naar verwachting een hoger pensioenresultaat. Daar staat tegenover dat met name in de neutrale en offensieve kringen het risico bestaat op een substantieel lager pensioen. In de offensieve kring hanteren we een vast beleggingsbeleid, maar er zijn scenario's waarin de dekkinggraad zodanig laag is dat in de praktijk een ingreep in de beleggingsmix onvermijdelijk is. Dat beperkt het neerwaartse risico.



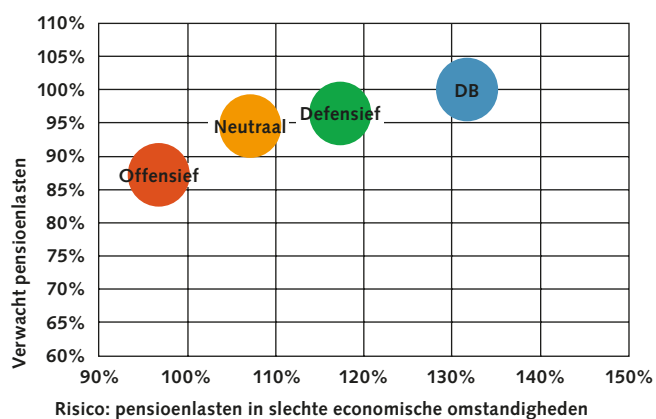
Figuur 4: Analyse 1. Pensioenonzekerheid

De premievariantie

Als de pensioenambitie centraal staat, is de daarvoor benodigde pensioenpremie aan schommelingen onderhevig. Dat geldt voor zowel de verzekerde DB-regeling als voor de APF-regeling. Voor de verzekerde DB-regeling is de risicovrije rente de belangrijkste factor als het gaat om de hoogte van de premie. Traditioneel wordt de rekenrente contractueel vastgelegd en bestaat er voor de duur van de uitvoeringsovereenkomst geen renterisico, maar

bij afloop manifesteert het risico zich wel degelijk. Bovendien worden contractstermijnen korter en komen er meer producten waarbij de premie jaarlijks wordt aangepast aan de actuele risicovrije rente. Een APF kan er voor kiezen om de premie te baseren op de risicovrije rente of het te verwachten beleggingsrendement (of zelfs een combinatie van beiden). Bij een premie op basis van de risicovrije rente is er nog de mogelijkheid om te kiezen voor de gemiddelde historische rente over de afgelopen jaren (maximaal tien). Wanneer het APF de premie jaarlijks vaststelt op basis van de actuele risicovrije rente, levert dat in beginsel dezelfde volatiliteit op in de premie als bij een verzekerde DB-regeling waarin de premie jaarlijks wordt aangepast aan de rente. Kiest de APF voor een premie op basis van een gemiddelde rente of op basis van het verwachte beleggingsrendement, dan worden premieschommelingen gedempt. Een premie op basis van de gemiddelde rente zal op dit moment lager kunnen zijn dan een premie op basis van de actuele rente, omdat de rente in het recente verleden hoger was dan nu. Een premie op basis van het verwachte rendement kan nog lager zijn, ondanks dat in dit geval het rendement op grond van het FTK gecorrigeerd (lees: verminderd) moet worden met minstens de verwachte prijsinflatie.

Economische scenario's bieden ook de mogelijkheid om een uitspraak te doen over de premie die nodig is voor zowel een verzekerde DB-regeling als voor de verschillende kringen in een APF, waarbij elke kring een eigen premiebeleid kent. Per scenario wordt jaarlijks bepaald wat de premie is, op basis van de op dat moment in het scenario geldende rente. Uit de resultaten van alle scenario's voor alle jaren in de toetsperiode kunnen de verwachte pensioenpremie en de premieschommelingen worden afgeleid. In onderstaande afbeelding is de verwachte premie en de premie in pessimistische scenario's van de *defensieve, neutrale* en *offensieve* kring afgezet tegen de premie in een verzekerde DB-regeling. Voor de defensieve kring wordt over de toetsperiode (in dit geval 15 jaar) een premie betaald die marginaal lager is dan voor een verzekerde DB-regeling maar met een vergelijkbaar en aanzienlijk risico dat de premie een derde hoger wordt dan verwacht. In de neutrale kring ligt de premie naar verwachting op een vergelijkbaar niveau, maar zijn de premieschommelingen beter gedempt. Dat laatste geldt ook voor de offensieve kring, waarbij bovendien het verwachte premieniveau aanzienlijk lager is.

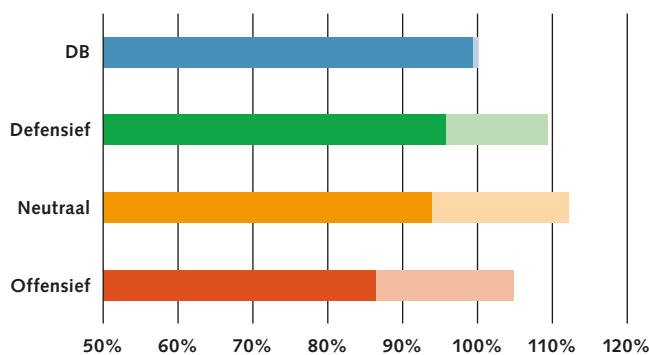


Figuur 5: Analyse 2. De premievariantie

Premie + rendement = pensioen

In de voorgaande analyses is duidelijk geworden dat gratis pensioen niet bestaat. De regeling in de offensieve kring van het APF vergt het minste premie, terwijl het pensioenresultaat naar verwachting niet onderdoet voor de regeling in de andere kringen van het APF of een verzekerde regeling. Daar staat wel een risico op een aanzienlijk lager pensioen tegenover. Een te duur pensioen bestaat ook niet. De verzekerde DB-regeling vergt naar verwachting de meeste premie, met een risico dat de premie nog hoger uitvalt, maar daarvoor wordt nagenoeg ieder risico (niet het faillissementsrisico) ten aanzien van het pensioenresultaat afgekocht. De vraag is dan hoe de afweging te maken tussen risico in het pensioenresultaat en de premie. Daarvoor maken we inzichtelijk hoe het pensioen wordt gefinancierd: welk deel van het pensioen wordt opgebracht door premie en welk deel van het pensioen is gerealiseerd door rendement.

In onderstaande afbeelding wordt duidelijk dat in de offensieve kring een belangrijk deel van het te verwachten pensioen wordt opgebracht door rendement. Bij een verzekerde DB-regeling moet het vooral van premie komen.

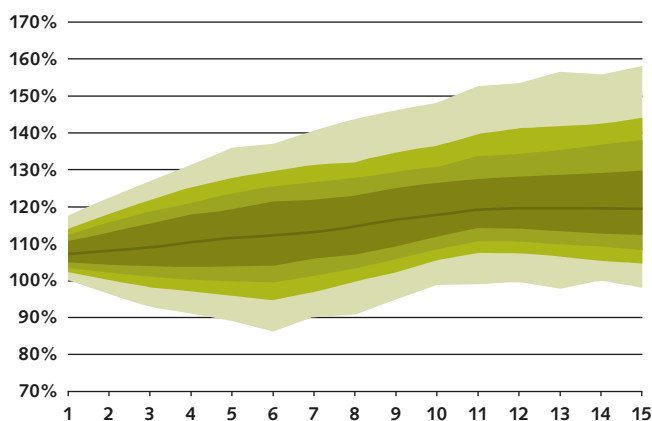


Figuur 6: Analyse 3. Premie + rendement = pensioen

Stabiliteit van de dekkingsgraad

Voor ieder pensioenfonds is de toekomstige ontwikkeling van de dekkingsgraad onzeker, maar in het kader van herstelplannen, haalbaarheidstoetsen en ALM-studies worden prognoses gemaakt en er zijn sturingsmiddelen. Dat geldt natuurlijk ook voor APF-en. Voor APF-en is de onzekerheid echter groter. De dekkingsgraad is potentieel volatieler, omdat er nog weinig vermogen is, nieuwe toetreders een aanzienlijke impact op de samenstelling van de populatie en (bij waardeoverdracht) de omvang van het vermogen kunnen hebben, de verhouding actieven/inactieven snel zal veranderen en, op de iets langere termijn, er ook uittreeders zullen zijn (misschien zelfs 'kringhoppers'). Een uitspraak doen over de ontwikkeling van de dekkingsgraad is niet eenvoudig, maar -zeker als het gaat om een onderlinge vergelijking van kringen- wel zinvol. Grote volatiliteit in de dekkingsgraad zal immers ook zijn weerslag hebben op het pensioenresultaat.

In de afbeelding op pagina 20 tonen we de verwachte ontwikkeling van de dekkingsgraad van de defensieve kring over een periode van 15 jaar. De verwachte dekkingsgraad ontwikkelt zich positief, maar duidelijk is ook dat er een risico bestaat op onderdekking met kortingen als gevolg.



Figuur 7 Analyse 4. De dekkingsgraadstabiliteit

Kennis van het concept APF

Om een goede pensioenregeling te kunnen adviseren en te bemiddelen is het niet voldoende om de wettelijke basis te begrijpen, maar is het nodig om écht te snappen hoe de proposities werken. Zonder kennis van deze aspecten wordt het steeds moeilijker, zo niet onmogelijk, om écht de passendheid van de aanbevolen propositie te matchen met de klantbehoefte. Daarom is het pleidooi om de advisering van een APF te integreren in het vakbekwaamheidsbouwwerk van de Wet op het Financieel Toezicht, i.c. adviseur pensioenen, tot op zekere hoogte te begrijpen.

Helaas echter is dit vakbekwaamheidsbouwwerk nog onvoldoende gefundeerd op waar het in de Wft eigenlijk over zou moeten gaan: het beoordelen van de product specifieke aspecten van het aanbevolen complexe financiële product in relatie tot de doelstelling, risicobereidheid, financiële positie en kennis & ervaring van de betrokken partijen die de pensioenregeling en het financiële product dat daarbij hoort selecteren. Zeker waar het communiceren over (beleggings-)onzekerheid de norm gaat worden in een van oudsher op garanties gebaseerde adviesmarkt, wordt productkennis van essentieel belang.

Conclusie

Het beoordelen van een APF en de vergelijking met een verzekerde DB-regeling is geen sinecure. Hoewel beiden onder invloed staan van risicofactoren zoals marktrisico, renterisico en levensverwachting pakt dat verschillend uit. Toch zijn er een aantal conclusies te trekken. We noemen er drie:

- *Rendement op ingeleegde premies heeft zijn prijs.* Zowel in de vorm van een onzeker(-der) pensioenresultaat als in een onzeker(-der) premiestelling. Er wordt op twee belangrijke aspecten van de pensioenregeling dus risico gelopen.
- *Er is geen 'free lunch'.* Meer pensioen voor minder geld betekent meer anticiperen op toekomstige rendementen. Het moge duidelijk zijn dat een advies voor een APF meer is dan een vergelijking op prijs. Bij het ontbreken van een totaalbeeld is prijs echter wel het enige/meest tastbare criterium.
- *Pensioenkennis alleen is niet langer voldoende, er ontstaat een grotere behoefte aan beleggingskennis.* Dat vraagt een investering in kennis, tooling, en de bereidheid om bestaande adviesmethoden (deels) overboord te zetten.

Het APF is voor adviseurs en werkgevers een grote onbekende, maar het verrijkt wel de adviesportfolio mits de adviseur in staat is om écht door het aanbod heen te kijken naar de mechanismen die achter ieder pensioenproduct schuil gaan: *marktrisico, renterisico en levensverwachting.* ■

Noten:

1. Met dank voor inhoudelijke bijdrage van Jasper Haak, AF Advisor.
2. Verbod op winsttoogmerk? Dus streven naar marge op vermogensbeheer. Philip de Koeijer en Guido Corbeau, AF Advisors. *Pensioen Advies* februari 2016.
3. Bron: Performance benchmarkonderzoek 2015-20164.
4. Zie ook Q&A 01915 De Nederlandsche Bank, Open Boek Toezicht: "*Financiële opzet en premiedemping bij een startend fonds of -collectiviteitskring APF*". DNB spreekt over de driehoek premiebeleid, pensioenambitie en mate waarin (via de beleggingen) risico wordt gelopen. Wij voegen een vierde analyse toe, het effect hiervan op de stabiliteit van de dekkingsgraad.