

Ministerie van Sociale Zaken en  
Werkgelegenheid

> Retouradres Postbus 90801 2509 LV Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer  
der Staten-Generaal  
Binnenhof 1 A  
2513 AA S GRAVENHAGE



Postbus 90801  
2509 LV Den Haag  
Parnassusplein 5  
T 070 333 44 44  
[www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl)

**Onze referentie**  
2018-0000177921

**Bijlagen**  
- Antwoorden op Kamervragen

Datum 22 november 2018  
Betreft Kamervragen van het lid Van Rooijen over de brief van de president van De  
Nederlandsche Bank

Hierbij zend ik u de antwoorden op de Kamervragen van het lid Van Rooijen  
(50Plus) over de brief van de president van De Nederlandsche Bank inzake de  
rekenrente.

De Minister van Sociale Zaken  
en Werkgelegenheid,

W. Koolmees

**2018Z17775**

Vragen van het lid Van Rooijen (50PLUS) aan de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid over de brief van de president van De Nederlandsche Bank (ingezonden 5 oktober 2018)

**Datum**

**Onze referentie**  
2018-0000177921

**Vraag 1**

Acht u het gewenst dat een nieuw pensioenstelsel indexeren mogelijk maakt waar dat in het huidige stelsel niet het geval is? 1)

**Antwoord 1**

Ik begrijp de wens tot indexatie bij deelnemers en gepensioneerden, vooral in geval van degenen waarvan het aanvullend pensioen al jarenlang niet of nauwelijks is geïndexeerd. Dat laatste geldt overigens lang niet bij alle fondsen, dus het beeld dat er in het huidige stelsel geen mogelijkheid tot indexatie zou zijn, is onjuist. Meer dan de helft van de fondsen kan de pensioenen inmiddels geheel of gedeeltelijk indexeren<sup>1</sup>. Dat hangt af van de financiële positie van een pensioenfonds. Op basis van het huidige financieel toetsingskader (ftk) kan in geval van uitkeringsovereenkomsten geleidelijk worden geïndexeerd bij dekkingsgraden vanaf 110% op basis van regels voor toekomstbestendige indexatie. Daar staat tegenover dat op basis van ftk-regels ook pas gekort hoeft te worden op pensioenen bij dekkingsgraden rond de 90%. Indexatie is alleen verantwoord als daartoe objectief bezien ook de financiële middelen voor alle deelnemers – jong en oud - aanwezig zijn. Die realiteit geldt voor ieder kapitaalgedekt pensioencontract.

**Vraag 2**

Bent u met de heer Knot van mening dat alleen een zuivere premiereregeling tot een grotere kans op indexatie zal leiden?

**Antwoord 2**

Ik lees in de brief van de heer Knot niet dat hij die mening zou zijn toegedaan. In zijn brief wordt slechts geconstateerd dat in een zuivere premiereregeling geen pensioenaanspraken meer worden toegezegd, waardoor de waarde van de bezittingen per definitie gelijk is aan de waarde van de verplichtingen. Er is in dat geval dus geen rekenrente nodig om pensioenverplichtingen te waarderen.

**Vraag 3**

Deelt u de mening van de heer Knot, president van De Nederlandsche Bank (DNB), dat de Pensioenwet zoals die nu geldt een nominale garantie inhoudt, die toepassing van de rentetermijnstructuur (RTS) vergt, zoals nu de praktijk is? Indien u ook van mening bent dat feitelijk sprake is van een onvoorwaardelijke garantie, kunt u dan toelichten waar dit in de Pensioenwet is geregeld?

**Antwoord 3**

In de Pensioenwet wordt geen pensioencontract met nominale garanties voorgeschreven. In de brief van de heer Knot wordt overigens ook niet beweerd dat dat dit wel het geval zou zijn. Uitgangspunt van de Pensioenwet is dat sociale partners op basis van contractsvrijheid arbeidsvoorwaardelijke afspraken over de inhoud van een pensioenregeling maken en dat de Pensioenwet wettelijke

---

<sup>1</sup> DNBulletin: Herstel pensioenfondsen: perspectief op indexatie verbeterd, 13 juni 2018

voorschriften bevat, die borgen dat de in de pensioenovereenkomst gemaakte afspraken tussen de werkgever en de werknemer zo evenwichtig mogelijk voor alle generaties worden nagekomen. Indien een pensioenovereenkomst leidt tot de noodzaak om nominale pensioenverplichtingen te waarderen, is in lagere regelgeving op basis van de Pensioenwet vastgelegd dat de contante waarde van deze nominale verplichtingen wordt vastgesteld op basis van een door De Nederlandsche Bank gepubliceerde actuele rentetermijnstructuur (RTS)<sup>2</sup>. Zoals in de brief van de heer Knot terecht is aangegeven, staat het gebruik van de RTS voor het waarderen van nominale pensioenaanspraken en –rechten op de balans van een pensioenfonds los van de mate van zekerheid van het pensioencontract. Vanaf het moment dat met de ingelegde premie een nominale pensioenaanspraak wordt ingekocht dient het pensioenfonds deze aanspraak na te komen. Het ontbreken van een nominale garantie vertaalt zich naar hogere of lagere buffers. Bij lagere buffers zullen aanspraken directer op ontwikkelingen op financiële markten reageren dan bij hogere buffers.

Datum

Onze referentie  
2018-0000177921

#### **Vraag 4**

Als de sociale partners voorstellen voorleggen voor een zachter contract, maar nog wel op basis van een uitkeringsregeling, bent u dan bereid de Pensioenwet zo aan te passen dat een rekenrente wordt gehanteerd die het voor deelnemers en pensioengerechtigden toegenomen risico incalculeert?

#### **Antwoord 4**

Zoals ik hiervoor in het antwoord op vraag 3 heb aangegeven, komt de mate van zekerheid waarmee toegezegde nominale pensioenaanspraken en –rechten worden nagekomen niet tot uitdrukking in de disconteringsvoet, maar in de eisen die worden gesteld aan de buffers die aangehouden moeten worden in relatie tot de beleggingsrisico's die een pensioenfonds neemt. Wanneer een pensioenfonds hoge buffers aanhoudt, is de kans groter dat het toegezegde nominale pensioen kan worden nagekomen. Het opbouwen van buffers heeft echter ook tot gevolg dat er minder snel toeslagen verleend kunnen worden.

De gedachte dat het nakomen van verplichtingen op basis van een pensioencontract met minder zekerheid ook ruimte zou bieden om bij de waardering van de pensioenverplichtingen op de balans van een fonds een hogere rekenrente dan de risicovrije rente te hanteren, berust op een misverstand. Een individu of instelling die vandaag meer beleggingsrisico gaat nemen, heeft daarmee vandaag nog niet meer geld beschikbaar gekregen om hogere uitgaven te doen of om meer schulden mee af te lossen. Het voor het risico gecorrigeerde verwachte rendement van alle beleggingscategorieën is altijd gelijk aan de risicovrije rente. Iemand die vandaag bijvoorbeeld €1000,- overhevelt van een risicovrije spaarrekening naar een risicovolle beleggingsrekening is daardoor ook niet onmiddellijk rijker geworden. Zo worden ook schulden of pensioenverplichtingen niet ineens lager door een risicovoller contract aan te gaan.

Pensioenfonds kunnen zich niet aan deze economische realiteit onttrekken. Deze realiteit staat in de economische wetenschap ook bekend als de arbitragevrije waarderingconditie. Als de waardering van de pensioenverplichtingen niet arbitragevrij zou zijn, zou een generatie binnen een fonds beter af zijn als ze exact dezelfde beleggingen buiten het risicodelende

---

<sup>2</sup> Artikel 2 Besluit financieel toetsingskader pensioenfonds

collectief van het pensioenfonds zou uitvoeren. Dat laatste doet zich altijd voor wanneer voor de waardering van de nominale pensioenverplichtingen op de balans van het fonds een hogere rekenrente dan de risicovrije rente wordt gehanteerd, ongeacht het type pensioencontract. Het gevolg van een verhoging van de rekenrente tot boven de risicovrije rente zou immers zijn dat direct meer indexatie aan de gepensioneerden wordt uitgekeerd, waardoor er onvermijdelijk minder van het beschikbare collectieve fondsvermogen overblijft voor de jongere deelnemers en toekomstige toetreders in een fonds. Laatstgenoemde groepen zouden in dat geval dus beter af zijn wanneer zij dezelfde beleggingen buiten het pensioenfonds zouden doen.

**Datum**

**Onze referentie**  
2018-0000177921

### **Vraag 5**

Bent u van mening dat continuering van de huidige praktijk waarbij een hogere rekenrente voor premies wordt toegepast, onwenselijk en onrechtvaardig is vanwege de verliezen die op de inkoop van nieuwe rechten worden gemaakt?

### **Antwoord 5**

De wetgever heeft het van belang gevonden om vanuit macro-economisch oogpunt premiestabiliteit toe te staan. Hierdoor mag bij de vaststelling van premies tijdelijk van de risicovrije marktrente worden afgeweken (premiëdemping). Een evenwichtige balans tussen een deugdelijke financiering van nieuwe pensioenopbouw enerzijds en stabiele loonkosten anderzijds staat daarbij voorop. Die balans raakt verstoord als premies worden gehanteerd die langdurig ver onder de kostprijs van nieuwe pensioenopbouw liggen. Zoals ik heb aangegeven in de kabinetsreactie op de evaluatie van het financieel toetsingskader, staat een dergelijke situatie op gespannen voet met de eis van een evenwichtige afweging van belangen.

### **Vraag 6**

Als u vraag 5 bevestigend beantwoordt, bent u dan bereid stappen te ondernemen om een eind te maken aan deze ongewenste en onrechtvaardige situatie?

### **Antwoord 6**

De verhouding tussen de premie en de financiering van nieuwe pensioenopbouw is één van de aspecten die ik in het kader van de overgang naar een nieuw pensioenstelsel in ogenschouw neem.

### **Vraag 7**

Als u vraag 5 ontkennend beantwoordt, kunt u dan een toelichting geven op de vraag of een bestendig tekortschieten van de premiedekkingsgraad in overeenstemming is met de Pensioenwet en met name van het beginsel van evenwichtige belangenbehartiging?

### **Antwoord 7**

Zoals aangegeven in het antwoord op vraag 5 gaat het bij de premiestelling om de juiste balans tussen een deugdelijke financiering van nieuwe pensioenopbouw enerzijds en het macro-economische belang van stabiele premies anderzijds.

Evenwichtige belangenbehartiging ten aanzien van alle bij een pensioenfonds betrokken partijen - werkgevers, werknemers, slapers en pensioengerechtigden - staat bij die afweging voorop.

Datum

### Vraag 8

Kunt u toelichten waar in de economische wetenschap is aangetoond dat de huidige RTS de enige passende discontocurve is voor het waarderen van nominale pensioenaanspraken en -rechten?

Onze referentie  
2018-0000177921

### Antwoord 8

Arbitragevrije waardering en daarmee het gebruik van de risicovrije rente als discontovoet voor de waardering, onder andere van pensioenverplichtingen, is bijvoorbeeld wetenschappelijk onderbouwd in het werk van de economen Fisher Black, Myron Scholes en Robert Merton. Scholes en Merton hebben hiervoor in 1997 de Nobelprijs voor de Economie ontvangen.

Het Black-Scholes-Merton model toont onder meer aan dat het behalen van extra rendement, zonder toename van een bijbehorend risico niet mogelijk is. Op markten zal de waarde dan zodanig worden aangepast dat deze arbitragemogelijkheden worden uitgesloten. Door te waarderen met een discontovoet gelijk aan het risicovrije rendement wordt altijd aan deze arbitragevrije conditie voldaan, waardoor geen ongewenste herverdeling tussen generaties binnen een fonds optreedt. Een meer recent veel geciteerde internationale wetenschapper met publicaties over de waardering van pensioenverplichtingen is de Stanford professor Joshua D. Rauh<sup>3</sup>.

Ook in Nederland bestaat een brede wetenschappelijke onderbouwing voor het gebruik van een risicovrije rentetermijnstructuur als de objectieve maatstaf voor de waardering van pensioenaanspraken en -rechten, ongeacht het type pensioencontract. In een gezamenlijk artikel in PensioenPro van 15 september 2011 hebben de hoogleraren Lans Bovenberg, Sweder van Wijnbergen, Theo Kocken en Theo Nijman onderbouwd waarom marktconforme, arbitragevrije waardering in ieder pensioencontract moet worden toegepast en waarom dit naar hun mening ook wettelijk zou moeten worden vastgelegd. Dit is overigens slechts één van de vele publicaties van onafhankelijke hoogleraren over dit onderwerp. Andere publicaties (o.a. van Sweder van Wijnbergen<sup>4</sup>, Bas Jacobs<sup>5</sup>) trekken gelijklopende conclusies.

### Vraag 9

Kunt u een toelichting geven over de volgende passage in de brief: "Het waarderen van een pensioenuitkering kan op twee manieren: het verwacht rendement wordt wel of niet meegenomen in zowel de verwachte pensioenuitkering als ook de disconteringsvoet. Bij een consistente toepassing (gebruik verwacht rendement in zowel de teller als de noemer) leiden beide keuzes tot dezelfde waarde, en deze is gelijk aan de marktwaarde"? Welke

---

<sup>3</sup> Diverse publicaties, bijv. Joshua D. Rauh, "Hidden debt, hidden deficits: 2017 edition", Hoover institution, Stanford University

<sup>4</sup> Sweder van Wijnbergen, Misvattingen in het pensioendebat en de voorstellen van sociale partners, ESB 22 augustus 2018

<sup>5</sup> Bas Jacobs, Pensioenakkoord een kat in de zak voor jonge werknemers, Me Judice, 22 juni 2011

voorwaarden zou u verbinden aan de toepassing van het verwachte rendement als rekenrente?

### **Vraag 10**

Kunt u toelichten waarom zowel de in de brief van de heer Knot genoemde RTS-curve als de in de brief eveneens genoemde toepassing van het verwachte rendement beide tot dezelfde waarde leiden en ook beide de marktwaarde weerspiegelen?

**Datum**

**Onze referentie**  
2018-0000177921

### **Antwoord 9 en 10**

Om de marktwaarde van verwachte pensioenuitkeringen van individuele deelnemers te bepalen, zijn er twee methoden. De eerste methode voor het bepalen van deze waarde werkt met een verwacht rendement zonder risicopremie voor het bepalen van de verwachte toekomstige uitkeringen en disconteert tegen de risicovrije rente. Zowel de teller (de verwachte uitkeringen in de toekomst) als de noemer (de disconteringsvoet) gaan dan uit van de risicovrije rente, waarbij wordt verondersteld dat er risicoloos door het fonds wordt belegd. Deze methode betekent niet dat er ook feitelijk risicoloos belegd moet worden. Het potentiële overrendement als gevolg van het nemen van beleggingsrisico, komt in de werkelijkheid tot uitdrukking in een hogere dekkingsgraad op het moment dat dit rendement daadwerkelijk wordt behaald.

De andere methode voor het bepalen van de arbitragevrije marktwaarde van verwachte pensioenuitkeringen van individuele deelnemers neemt verwacht overrendement mee in zowel de teller (de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen) als in de noemer (de disconteringsvoet). Hierbij wordt rekening gehouden met alle factoren die van invloed zijn op de verwachte pensioenuitkeringen, zoals het premiebeleid, beleggingsbeleid, toeslagbeleid en de regelgeving rond bijvoorbeeld kortingen. Daarom is bij deze methode een stochastische waardering op basis van een scenarioanalyse nodig.

Bij een juiste toepassing zullen deze twee methoden altijd op exact dezelfde contante waarde uitkomen. De wijze waarop de arbitragevrije waarde van een verwachte pensioenuitkering van een individuele deelnemer wordt bepaald is dus niet van wezenlijk belang. Waar het om gaat is dat de deelnemers er bij ieder pensioencontract op kunnen rekenen dat de waarde van hun pensioenrechten niet door aanpassingen in het beleggingsbeleid, in het pensioencontract of in de regelgeving kunnen worden aangetast.

Bovengenoemde twee methoden gaan over de wijze waarop de juiste - arbitragevrije - waarde van verwachte pensioenuitkeringen van individuele deelnemers kan worden bepaald. Zoals ik reeds heb aangegeven in het antwoord op vraag 4 dient voor de berekening van de arbitragevrije waarde van nominale pensioenaanspraken en -rechten op de balans van een pensioenfonds altijd de risicovrije rentetermijnstructuur te worden gebruikt, ongeacht de aard van het pensioencontract. In ieder pensioencontract geldt immers dat er bestaand pensioenvermogen tussen generaties wordt verschoven als via een hogere rekenrente dan de risicovrije rente nog niet daadwerkelijk behaald onzeker beleggingsrendement wordt toebedeeld en uitgekeerd aan de ene generatie en het onvermijdelijk bijbehorende risico wordt doorgeschoven naar een andere generatie. Deze herverdeling van pensioenvermogen zal zich in ieder pensioencontract op basis van collectieve risicodeling voordoen wanneer een hogere rekenrente dan de risicovrije rente wordt gehanteerd.

**Vraag 11**

Deelt u de mening dat de verplichtingen van pensioenfondsen tegenover deelnemers en pensioengerechtigden het karakter dragen van een inspanningsverplichting?

**Datum**

**Onze referentie**  
2018-0000177921

**Vraag 12**

Moet een dergelijke conclusie dan niet leiden tot een opslagpercentage op de risicovrije rente, omdat de deelnemers en pensioengerechtigden bij een inspanningsverplichtingen niet gevrijwaard zijn van risico's?

**Antwoord 11 en 12**

Nee, een pensioenfonds dient de pensioenverplichtingen, zoals die op dat moment op de balans van een fonds staan, na te komen. Alleen zullen die verplichtingen in een meer risicovol pensioencontract jaarlijks (gespreid) worden gewijzigd aan de hand van de financiële positie van een pensioenfonds en dus volatieler zijn dan in het huidige contract. Dat neemt echter niet weg dat de – ten opzichte van het voorafgaande jaar gewijzigde pensioenverplichtingen – per euro pensioenaanspraken niet goedkoper worden in een meer risicovol pensioencontract. Zoals toegelicht in de antwoorden op de vragen 3 en 4 hierboven is een toekomstige euro pensioen in een onzeker pensioencontract net zo duur als in het huidige contract. Daarom dienen de nominale pensioenverplichtingen op de balans van een pensioenfonds in alle pensioencontracten die uitgaan van de opbouw van pensioenaanspraken, op basis van de risicovrije rente te worden gewaardeerd.

1) Kamerstuk, 32 043, nr. 424 (bijlage: 2018D46259)