



# DE LEZER REAGEERT

## Niet voorbij, maar vooruit: waarom de Wtp een duurzame basis biedt

In dit artikel wordt ingegaan op de twee artikelen van actuariel collega Arno Eijgenraam, die van april 2024 en die van juni 2025 van dit magazine. In het artikel van april 2024 wordt geconstateerd dat een doorrekening met 50% beleggen in aandelen en 50% in gematchte vastrentende beleggingen voldoende rendement geeft om naast nominale uitkeringen ook nog eens te compenseren voor inflatie, als wordt gerekend met de DNB scenarioset van Q4 2024. Deze

stelling wordt ondersteund door een aantal grafieken met diverse percentielen die laten zien dat de dekkingsgraad van een pensioenfonds van 123% voldoende is om reële uitkeringen te kunnen doen. De grafieken van lagere percentielen laten zien dat er na verloop van 10 á 12 jaar enig herstel optreedt, wat voor de auteur voldoende aanleiding is te vertrouwen op voldoende herstel in de toekomst, hoewel de slechte scenario's tot wel 23 jaar ver onder de 100% blijven.

Drs. C.J. van Heugten AAG CERA is zelfstandig actuaaris.



In het artikel van juni 2025 wordt het Koopkrachtig Solidair Pensioen opnieuw genoemd als goed alternatief voor FTK en Wtp, omdat het uitgaat van reële uitkeringen met een hoge mate van zekerheid<sup>1</sup>. Volgens de auteur is Wtp niet levensvatbaar, omdat het op basis van een inventarisatie van een aantal transitieplannen niet meer compenseert dan circa 50% van de inflatie en omdat bij goede ontwikkelingen op de beurs vooral de jongeren daarvan profiteren.

Of er daadwerkelijk sprake is van een behoefte aan een volledig koopkrachtig pensioen is maar zeer de vraag. De financiële behoefte van ouderen neemt namelijk af met het toenemen van de leeftijd<sup>2</sup>. In de praktijk zal het altijd gaan om een koopkrachtiger pensioen, dan dat er een werkelijk koopkrachtig pensioen mogelijk is. Een pensioen dat de inflatie kan volgen zal gebaseerd zijn op inflatiebonds of –swaps, hoge premies of lagere startuitkeringen. Het idee dat er een koopkrachtig pensioen mogelijk is tegen dezelfde of zelfs lagere kosten dan FTK of Wtp is een utopie.

Het idee dat meer beleggen in aandelen gaat resulteren in een koopkrachtig pensioen miskent dat dit onvoldoende is om reële uitkeringen te realiseren. Uit een eenvoudige historische analyse is een beeld op te maken van het speelveld waarin een koopkrachtig pensioen zich begeeft. Voor de risicovrije rente over 1900 –2025 kan worden uitgegaan van 4,8% (10 years US treasury). Voor de inflatie over deze periode geldt circa 3% en voor de risicopremie op aandelen geldt 3,5%. Om reële uitkeringen te kunnen uitkeren en voorzieningen aan te houden op basis van de risicovrije rente, is dus een rendement nodig van 7,8% nominaal, tegenover een nominaal rendement op aandelen van 8,3%. Als vervolgens voor 50% in vastrentende waarden wordt belegd die volledig matchen, dan wordt slechts 1,75% risicopremie gerealiseerd gemiddeld, dus 6,55% nominaal, wat het gemiddelde van 7,8% nominaal niet kan bijhouden. Dit is nog los van het feit dat de vastrentende beleggingen door de reële uitkeringen qua matching gaan achterlopen en dus aangevuld moeten worden om 50% te blijven afdekken, wat ook een deel van het rendement kost. Dus willen we gemiddeld genomen de inflatie kunnen bijhouden, dan is 50% in aandelen niet toereikend en moet eerder worden gedacht aan bijvoorbeeld 80 à 90%.

### VOOR DEZE BEREKENING IS UITGEGAAN VAN EEN AANDELENMODEL OP BASIS VAN EEN GEOMETRISCHE BROWNIAN MOTION

Echter, als een dergelijke allocatie in aandelen wordt doorgerekend, waarbij we een extreem voorbeeld nemen met 100% in aandelen, dan blijkt in veel scenario's op termijn dat er sprake is van een tekort aan beleggingen. Voor deze berekening is uitgegaan van een aandelenmodel op basis van een geometrische Brownian motion, met drift 8% en volatiliteit 18%, wat een nominaal rendement geeft van 8,3%. De startpositie is dat de met de risicovrije rente verdisconteerde kasstromen gelijk zijn aan de beleggingen en dat de reële uitkeringen vervolgens ten laste van de beleggingen worden gebracht. De lopende uitkeringen worden dus gefinancierd door een gealloceerd deel van de beleggingen en worden verondersteld door te lopen voor 25 jaar. Na 10 jaar laat 6,5% van de scenario's een tekort zien, dus hier zijn de beleggingen letterlijk opgegaan in uitkeringen, na 15 jaar geldt dat voor 31% en na 25 jaar voor 65% van de scenario's. Duidelijk is dat, nog los van uitschieters, er niet echt gesproken kan worden over zekerheid van het uitkeren van reële uitkeringen.

Koopkrachtig Solidair Pensioen gaat werken met een rekenrente met een opslag. Dus daarmee wordt de contante waarde van de voorziening lager en ontstaat extra ruimte om reële uitkeringen te doen. Omdat echter de beleggingen zijn gealloceerd aan de voorziening op basis van de risicovrije rente verandert dit niets aan de situatie en worden

hooguit verliezen en winsten verschoven in de tijd. In het collectief met deelnemers die nog in de opbouwfase zitten geldt dat toepassing van een hogere disconteringsvoet geld van de deelnemers in opbouw afhaalt om de uitkeringen te realiseren. Tegen de tijd dat de deelnemers in opbouw aan de beurt zijn voor de uitkeringsfase, resteren dan nog minder middelen.

Het Koopkrachtig Solidair Pensioen maakt dus niet waar wat het suggereert. Er is zeker geen sprake van een acceptabele zekerheid en de risico's die nodig zijn om potentieel de inflatie te kunnen bijhouden liggen aanzienlijk hoger dan bij FTK en Wtp het geval is.

### NAAR MIJN MENING SPEELT HIER MEE HOE HET ONDERWERP PENSIOEN VOORAL OP SOCIAL MEDIA WORDT GECOMMUNICEERD

Als laatste wordt gesproken over de maatschappelijke tendens dat mensen willen gaan voor meer individualiteit. Er zou een roep zijn om zelf het pensioen te willen regelen en niet meer mee te doen aan een collectief. Uit het recente debat over het amendement van Agnes Joseph<sup>3</sup> bleek dat er betrekkelijk veel stemmen waren om toch te gaan voor meer individuele keuzevrijheid. Naar mijn mening speelt hier mee hoe het onderwerp pensioen vooral op social media wordt gecommuniceerd. De deelnemer krijgt echt het gevoel beter af te zijn in het oude FTK-stelsel in plaats van over te gaan naar Wtp. De deelnemer leeft ook in de illusie dat er in FTK sprake was van garanties, wat niet zo was. In de politiek is pensioen helaas een onderdeel geworden van politiek bedrijven, waarbij de feiten minder goed worden belicht. Gelukkig is in de discussie over het amendement wel voldoende gesproken over alle mitsen en maaren die gelden voor individueel keuzerecht, maar het aantal vóór stemmers beleeft evenwel hoog.

Uit diverse studies<sup>4</sup> blijkt dat het juist de collectiviteit is die in het voordeel werkt van de deelnemers. Deelnemers met pensioenrechten op basis van individuele aanspraken hebben bijvoorbeeld geen mogelijkheid het (micro-)langlevensrisico te delen en lopen daardoor dus het risico vroegtijdig te overlijden, met nog een forse resterende spaarpot of juist tekort te hebben op hoge leeftijd omdat de spaarpot leeg is. Om dat af te dekken kan een deelnemer naar een verzekeraar, maar mist daardoor wel de voordelen die er zijn aan het gezamenlijke inkopen van beleggingen en administratie.

De Wtp is een goede stap die de nadelen van FTK grotendeels oplost en die een brug legt naar een nieuw en modern pensioensysteem. ■

1 – In het artikel wordt gesproken over een maatschappelijke kans op korten die lager is dan €, die aanvaardbaar is.

2 – Tevreden met pensioen. Veranderende inkomen en behoeften bij ouderen. Arjan Soede, Den Haag, Sociaal en Cultureel Planbureau, SCP-publicatie 2012–19, december 2012, ISBN 978 90 377 0572 0, prijs € 28,50.

3 – Het amendement stelde voor om een individueel bezwaarrecht te introduceren bij het invaren van bestaande pensioenrechten

4 – Pensioenen: solidariteit en keuzevrijheid | Rapport | Sociaal en Cultureel Planbureau