

Koopkrachtig Solidair Pensioen: replek op de reactie van Arno Eijgenraam

Inleiding

Wij danken Arno Eijgenraam voor zijn reactie op ons Me Judice-artikel waarin wij zijn Koopkrachtig Solidair Pensioen (KSP) kritisch beoordelen. Het is goed te lezen dat onze beschrijving en interpretatie van KSP correct is. Dat maakt dat onze argumenten over de juiste voorstelling van zaken gaan.

Tegelijkertijd constateren wij dat de reactie onze drie kernkritieken – vanuit financiële economie, politieke economie en accounting – niet wegneemt. Sterker nog: op meerdere cruciale punten bevestigt de reactie juist de aannames waarop onze kritiek rust, terwijl essentiële definities, rekenregels en concrete doorrekeningen (nog steeds) ontbreken.

1. Transparantie en definities: KSP blijft deels een ‘moving target’

Eijgenraam introduceert in zijn reactie meerdere termen die niet helder worden gedefinieerd en niet gangbaar zijn in het economisch verkeer, zoals “elk menselijkerwijs realistisch scenario” en “nog vast te stellen zekerheidsmaat”. Ook erkent hij dat hij nog wil onderzoeken of het risico verder omlaag kan door negatieve correlatie tussen opeenvolgende rendementen. Een correlatie die overigens volledig ontbreekt in de DNB scenarioset die wij gebruiken hebben.

De claim “betaalbaar, zeker en koopkrachtig” staat of valt echter met (i) de gekozen zekerheidsmaat (welk percentiel over welke horizon), (ii) de veronderstelde serial correlation/mean reversion (inclusief onderbouwing), en (iii) de concrete beslisregels voor indexatie, korting en eventuele premieverlaging. Zonder publicatie van een volledig formulair en een reproduceerbaar rekenmodel blijft de belofte onvoldoende toetsbaar en dus wetenschappelijk en beleidsmatig moeilijk te wegen. Het is dan slechts een niet onderbouwde mening en vooral niet meer dan dat.

Onze concrete uitnodiging aan Eijgenraam is dus ook: publiceer (1) de exacte definitie van “zeker” (zekerheidsmaat en toetsmomenten), (2) de volledige rentecurve-constructie inclusief econometrische onderbouwing conform de actuele wetenschappelijke literatuur, (3) de beslisregels voor indexatie/korting, en (4) een standaard stress-testroutine (bijv. op DNB-scenario's) inclusief gevoeligheden. Pas dan is zichtbaar of de claims kloppen.

2. Financiële economie: eenduidige waardering is essentieel

Eijgenraam bevestigt dat KSP met drie rentecurves werkt en dat de discontovoet voor verplichtingen die “afgedekt worden door zakelijke waarden of vastgoed” afhankelijk wordt van het beleggingsbeleid. In ons artikel is dit precies het kernbezwaar: dezelfde nominale uitkeringsverplichting krijgt dan een andere waarde naarmate een fonds meer risico neemt, wat strijdig is met no-arbitrage en moderne waarderingsleer.

Eijgenraam betoogt dat verschillende waarderingsleer kunnen bestaan bij verschillende doelen en geeft voorbeelden (bonuskaart; integrale versus marginale kostprijs). Dat raakt ons punt echter niet. In de financiële economie gaat het erom dat identieke kasstromen gegeven dezelfde contractuele belofte één economische waarde hebben, namelijk de prijs van een replicerende/hedgende portefeuille. Dat is precies waarom in de literatuur het onderscheid wordt gemaakt tussen (i) waarde van

verplichtingen en (ii) financiering/funding (hoeveel vermogen je wil of moet aanhouden gegeven risicoappetijt).

Bovendien is het praktische gevolg van portefeuille-afhankelijke discontering niet neutraal: het creëert de prikkel dat meer risico leidt tot een lagere getoonde waarde van de verplichtingen en daarmee een mooier beeld, een mechanisme dat empirisch is gedocumenteerd bij publieke pensioenfondsen in de VS. Het maskeert dan slechte prestaties. Dit was één van onze waarschuwingen vanuit politieke economie: verkeerde prikkels zijn geen detail, maar systeemrisico. In een pensioensysteem met een heterogene groep deelnemers, bestaande uit zowel jongeren als ouderen, kunnen verkeerde prikkels bijzonder schadelijk zijn. Ze kunnen ertoe leiden dat de oudere generatie een te optimistische kijk op de toekomst ontwikkelt en de bijbehorende risico's doorschuift naar de volgende generatie.

Verder verwijst Eijgenraam voor de waardering van pensioenverplichtingen naar de premiedekkingsgraad. De premie die betaald wordt voor pensioenopbouw is echter geen maat voor de marktwaarde van de pensioenverplichting, omdat bij de premie allerlei andere afwegingen en herverdelingen een rol spelen.

Marktwaardering gaat over prijzen die tot stand komen tussen onafhankelijke partijen die tot een transactie bereid zijn, maar die transactie ook kunnen weigeren. Daar is in de relatie tussen sociale partners en pensioenfondsen geen sprake van: dat zijn verbonden partijen. Wat in die relatie tot stand komt kan daarom onmogelijk als marktwaarde gelden. Los hiervan bedraagt de gemiddelde premiedekkingsgraad over 14 jaar circa 98%¹.

3. Risico door de tijd: 'tijdsdiversificatie' is geen gratis lunch

Eijgenraam stelt dat risico over langere looptijden afneemt door "risicospreiding of diversificatie over de jaren heen", erkent de wortelformule en suggereert mogelijk extra risicoreductie door negatieve correlatie tussen opeenvolgende rendementen.

Daarmee bevestigt Eijgenraam meer dan hij wellicht denkt onze kritiek, en weerlegt die onze kritiek op geen enkele wijze.

a. Mean reversion is een aanname, geen garantie.

Eijgenraam stelt dat KSP veronderstelt dat markten zich de komende 150 jaar gedragen zoals de afgelopen 150 jaar, inclusief mean reversion: "Na een dip zullen de koersen dus terugkeren naar het oorspronkelijke niveau en daar weer bovengaan stijgen." Dat is een cruciale aanname in het risicomodel van KSP, zonder empirische of wetenschappelijke onderbouwing. Japan laat zien dat een brede aandelenmarkt decennialang onder water kan staan: de Nikkei had ruim 34 jaar nodig om de piek van 1989 te overtreffen. Zelfs Keynes schreef niet voor niets: "Markets can remain irrational longer than you can remain solvent."

Ook vanuit logica van financiële markten is de aanname van mean reversion makkelijk te weerleggen. Als er voldoende zekerheid is van mean-reversion, dan zullen er ook voldoende partijen zijn die bij de minste of geringste koersdaling direct gaan kopen, om zo winst te kunnen halen zodra de koersen weer gestegen zijn, en omgekeerd die short zullen gaan na een koersstijging. En als er voldoende

¹ Berekend door per jaar de gewogen gemiddelde premiedekkingsgraad te bepalen voor de 50 grootste fondsen (2011 t/m 2016) respectievelijk alle fondsen (2017 t/m 2024), en vervolgens het gemiddelde van deze 14 gewogen gemiddeldes.

partijen zijn die dat doen, dan zouden koersen niet volatiel zijn. Daarin ligt dus al het bewijs dat er geen voldoende zekerheid is van mean-reversion. Het idee dat beleggers de markt kunnen 'timen' door op het juiste moment te kopen en verkopen, is niet bewezen. Sterker nog, huidige inzichten wijzen erop dat market timing niet werkt. Ook de veronderstelling dat er 'koopjesjagers' bestaan die zorgen voor mean reversion, klopt niet. Momentumstrategieën gaan juist uit van het tegenovergestelde: dat stijgers in het verleden ook in de toekomst zullen stijgen, en dalers zullen blijven dalen.

Terecht is daarom dat in de DNB scenarioset die wij gebruikt hebben, er geen correlatie is tussen rendementen in jaar t en rendementen in jaar $t+1$. Een robuust pensioensysteem moet naar onze mening niet steunen op discutabele aannames.

b. Padafhankelijkheid/sequence risk blijft bestaan, zeker bij uitkerende fondsen.

In ons artikel gaven wij een eenvoudig voorbeeld: na verlies én tussentijdse uitkeringen is een hoger herstelrendement nodig; bij rijpe fondsen kan dat een 'debt spiral' veroorzaken. Eijgenraam adresseert dit mechanisme niet inhoudelijk.

c. "Premies na een crash renderen beter" is geen risicovrije diversificatie.

Het is waar dat nieuwe inleg na koersdalingen méér aandelen kan kopen. Maar dat compenseert alleen als (a) de instroom groot genoeg blijft, (b) deelnemers niet weglopen, en (c) marktherstel tijdig komt. In gesloten of vergrijzende fondsen is (a) juist zwakker of afwezig. Daarmee wordt "tijdsdiversificatie" feitelijk een vorm van intergenerationele risicodeling (of risico afschuiven) wat politieke economie expliciet relevant maakt.

4. Politieke economie: verplichtstelling en draagvlak blijven een kwetsbaarheid

Eijgenraam wijst erop dat uitstappen uit een verplicht pensioenfonds in de praktijk vele stappen vergt en dat tegen de tijd dat dit politiek/organisatorisch lukt, de markt mogelijk al hersteld is. Hij vergeet echter de eenvoudigste stap: de keuze van een werkgever. Als werkgever A verbonden is aan een pensioenfonds met een groot tekort en werkgever B verbonden is aan een pensioenfonds met een overschot, dan zal een rationele werkzoekende dit mee kunnen nemen in de keuze van werkgever. Bij werkgever B bouwt de werkzoekende immers een aanzienlijk beter pensioen op dan bij werkgever A. Oftewel: betere arbeidsvoorwaarden.

Eijgenraam weerlegt hiermee niet het punt dat bij grote tekorten het draagvlak onder druk komt te staan, met impact op de arbeidsmarkt. In ons oorspronkelijke artikel was dit juist een kernelement: het risico is niet alleen economisch, maar ook institutioneel.

Bovendien geldt: als KSP "zeker" is voor actieve fondsen, maar voor gesloten fondsen "minder zeker" en slechts waarschijnlijker dan niet, dan is de belofte feitelijk voorwaardelijk op voldoende instroom van nieuwe actieve deelnemers en hoort KSP dat ook zo te communiceren, inclusief kwantitatieve kansmaten en de mate waarin nieuwe deelnemers een risico aangedaan wordt waar voor hen geen opbrengst tegenover staat.

5. Overige opmerkingen van Eijgenraam

Eijgenraam stelt dat na invaren gepensioneerden onder de Wtp "jaarlijks koopkracht inleveren", "zo blijkt uit diverse berekeningen". Dat is niet relevant voor de beoordeling van KSP. Ook de suggestie

dat deelnemers kortingen zullen duiden als “malafide zelfverrijking” is niet relevant, nog los van de volstrekt ontbrekende onderbouwing, evenals zijn betoog over financiële geletterdheid. Het leidt alleen de aandacht af van de wezenlijke kritiek op KSP.

6. Accounting en recht: ‘impliciete buffer’ is geen oplossing maar een extra probleem

Eijgenraam erkent dat KSP onder huidige wetgeving niet is toegestaan en dat hij wetswijziging beoogt. Maar dan blijft de vraag: welke waarderingslogica moet een nieuw regime volgen?

De Pensioenwet schrijft voor dat technische voorzieningen op basis van marktwaardering worden vastgesteld, met de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur en het verslaggevingsrecht zoals opgenomen in boek 2 titel 9 van het Burgerlijk Wetboek schrijft voor dat verplichtingen afzonderlijk van het eigen vermogen moet worden gepresenteerd. Het door Eijgenraam genoemde “goed koopmansgebruik” geldt alleen voor fiscale winstbepaling en dat is hier niet aan de orde.

Niet valt in te zien waarom in het algemene verslaggevingsrecht, dat geldt voor alle grotere rechtspersonen, een specifieke uitzondering voor ruim honderd rechtspersonen, namelijk pensioenfondsen, gemaakt zou moeten worden. Een uitzondering die ook nog eens strijdig is met het algemene doel van verslaggeving: inzicht bieden in vermogen en resultaat, en die effectief toezicht belemmert.

7. Conclusie

Wij waarderen dat Eijgenraam onze beschrijving van KSP onderschrijft. Ondanks zijn lange reactie zijn echter geen van onze kritiekpunten weerlegd.

Onze uitnodiging is daarom concreet: publiceer het volledige reken- en beslisraamwerk van KSP, inclusief alle parameters en een reproduceerbare stresstest-aanpak. Pas dan kan een inhoudelijke vergelijking met FTK en Wtp plaatsvinden op basis van dezelfde scenario's, dezelfde definities van “zeker” en “koopkrachtig”, en met transparantie over wie in slechte scenario's de rekening draagt.

De slogan van KSP luidt: "Een beter pensioenstelsel door slimmer rekenen". We kijken uit naar een concreet rekenvoorbeeld dat dit in de praktijk illustreert.

Anne Laning
Servaas Houben
Kees van Heugten

12 januari 2026