

# De vermogenoverschothef- fing bij pensioenfondsen

C. Petersen\*

**B**ij de Tweede Kamer ligt op dit moment het wetsvoorstel vermogenoverschothef-  
fing pensioenfondsen. Doel is te voorkomen dat belastinginkomsten door een  
te grote vorming van vermogenoverschotten naar een verre toekomst verschuiven.  
Een cruciale vraag in dit verband is hoe groot de vermeende vermogenoverschotten  
zijn. Volgens de auteur van dit artikel is er eerder sprake van vermogenstekorten.  
Daarnaast waarschuwt hij voor onbedoelde neveneffecten van het wetsvoorstel en  
voor strijdigheid met andere beleidsvoornemens.

Onlangs is het wetsvoorstel vermogenoverschothef-  
fing pensioenfondsen bij de Tweede Kamer inge-  
diend<sup>1</sup>. Samengevat beoogt het voorstel om circa  
f 19 mrd. aan overtollig geacht pensioenvermogen  
weg te werken. Dit is een substantieel bedrag, dat  
des te meer opvallend is omdat juist in de afgelopen  
jaren tal van kostenverhogende maatregelen zijn ge-  
nomen om het stelsel van aanvullende pensioen-  
voorzieningen te verbeteren, zoals het beperken  
van de pensioenbreuk bij verandering van werkge-  
ver.

Het doel van dit artikel is om de te verwachten eco-  
nomische gevolgen van de voorgestelde vermogens-  
overschothefing te belichten. Daartoe schets ik  
eerst de feitelijke ontwikkeling van de pensioenpre-  
mies en -uitkeringen in de afgelopen jaren. Vervol-  
gens presenteer ik de hoofdlijnen van het wetsvoor-  
stel en de mogelijke gedragsreacties van pensioen-  
fondsen. Hierbij komen onder meer de consequen-  
ties voor de premies, de uitkeringen en het aanbod  
van risicodragend kapitaal aan de orde, alsmede de  
consistentie met ander overheidsbeleid ter zake.  
Het artikel wordt afgesloten met een samenvatting  
en conclusies.

## Macro-economisch perspectief

Circa 80% van de loontrekkenden heeft een aan-  
vullende pensioenvoorziening, die idealiter de AOW  
aanvult tot 70% van het laatstverdiende loon. Vanwe-  
ge de met het stelsel van kapitaaldekking samenhan-  
gende lange opbouwperiode van een volledig pensi-  
oen – meestal veertig jaar – wordt het effect van de  
aanvullende pensioenvoorzieningen als inkomens-  
bron voor ouderen eerst geleidelijk aan ten volle  
duidelijk. Zo is het aandeel van de aanvullende pen-  
sioenen in het totale pensioeninkomen gestegen  
van 33% in 1970 tot 43% in 1990<sup>2</sup>. Te verwachten  
valt dat in het begin van de volgende eeuw de aan-  
vullende pensioenvoorzieningen de AOW als be-  
langrijkste inkomensbron voor ouderen voorbij zul-  
len streven.

Daar de AOW op basis van het omslagstelsel gefi-  
nancierd wordt, staat tegenover de uitgavenstijging  
tot bijna f 30 mrd. in 1990 een navenante stijging  
van de premielasten. In de periode 1970-1990 be-  
droeg deze stijging een factor vijf à zes. Vanwege  
het gehanteerde kapitaaldekkingssysteem ligt dit  
voor de aanvullende pensioenen geheel anders. Dit  
blijkt uit tabel 1, waarin voor 1970 en 1990 het ex-  
ploitationsoverzicht van de aanvullende pensioenver-  
zekeringen is gepresenteerd.

Tabel 1 laat zien dat terwijl de uitkeringen in 1990  
bijna negen maal zo hoog zijn als in 1970, de pre-  
mies in 1990 nog geen drie keer zo hoog zijn als in  
1970. Het resultaat is dat het positieve verschil tus-  
sen premies en uitkeringen van bijna f 4 mrd. in  
1970 langzamerhand is omgeslagen in een negatief  
verschil van circa f 7 mrd. in 1990. De vermindering  
van dit zogenaamde saldo pensioenbedrijf met ruim  
f 10 mrd. is geheel opgevangen door de aanzienlij-  
ke stijging van de vermogensopbrengst. Tabel 1  
toont tegelijkertijd de essentiële betekenis van een  
kapitaaldekkingssysteem. Bij gelijke uitkeringen zou-  
den de aanvullende pensioenpremies onder een om-  
slagstelsel bijna f 7 mrd. hoger zijn geweest dan  
thans<sup>3</sup>.

De premies voor de aanvullende pensioenverzeke-  
ringen bereikten begin jaren tachtig een maximum  
van circa f 20 mrd. Ondanks diverse kostenverho-

\* De auteur is verbonden aan de faculteit Bestuurskunde van de Universiteit Twente en zelfstandig economisch en financieel consultant (Petersen-Consult).

1. Het oorspronkelijke wetsvoorstel in het kader van de Brede Herwaardering stamt uit 1989 (Kamerstuk 21197).
2. Vanwege het gebrek aan data betreft dit de totale aanvullende pensioenuitkeringen, dus naast ouderdomspensioen ook de overigens relatief bescheiden post weduwen- en wezenpensioenuitkeringen.
3. Uiteraard hangt de actuele ontwikkeling van het saldo uitkeringen en premies naast de bestandsontwikkeling en zovoort ook af van het reële rendement, zoals later nog zal worden toegelicht.

gende factoren, zoals de toename van het aantal verzekerden en verbeteringen van de regelingen, is de geheven premie in de tweede helft van de jaren tachtig geleidelijk gedaald tot de genoemde f 17 mrd. in 1990. Deze daling is mogelijk gemaakt door het historisch gezien hoge reële rendement (i.e. nominaal rendement minus loon- of prijsstijging) dat in de jaren tachtig werd behaald. De regering is evenwel van oordeel dat, althans in een aantal gevallen, de premie verder verlaagd had moeten worden dan feitelijk is gebeurd. Om dit te bevorderen heeft zij het wetsvoorstel vermogensoverschothef-fing pensioenfondsen ingediend.

### Vermogensoverschothef-fing

Pensioentoezeggingen en de wijze van financiering daarvan berusten op afspraken tussen werkgevers en werknemers, verenigd in de besturen van pensioenfondsen. De overheid heeft, anders dan als werkgever, geen directe reden om zich hierin te mengen. De motivatie voor het wetsvoorstel vermogensoverschothef-fing is dan ook indirect, namelijk om te voorkomen dat de fiscale claim op de (met belastingvrije premies opgebouwde) overtollig geachte pensioenvermogens naar een verre toekomst verschuift<sup>4</sup>. Het doel van de vermogensoverschothef-fing is om de vermogensoverschotten weg te werken. De cruciale vraag in dit verband is wanneer er sprake is van een overschot. Voor de omschrijving van een overschot valt uit het wetsvoorstel de volgende definitievergelijking af te leiden:

Vermogensoverschot = Vermogen - (Contante Waarde Verplichtingen + 15%)

Voor het belegde vermogen zijn verschillende waarderingsregels opgesteld waarop in dit kader verder niet zal worden ingegaan. Bij het vaststellen van de contante waarde van de verplichtingen dient uitgegaan te worden van de opgebouwde-rechtenmethode. Dit betekent dat rekening wordt gehouden met alle tot op de peildatum gedane toezeggingen aan de verzekerden, zowel werkenden als reeds gepensioneerden. Met andere woorden, de pensioenaanspraken zijn afgedekt. Met toekomstige aanpassingen van de pensioenrechten aan de loon- of prijsontwikkeling mag evenwel geen rekening worden gehouden. Er wordt dus als het ware uitgegaan van nominale, in de tijd vastliggende verplichtingen die niet waarde- of welvaartsvast zijn.

Omdat in de praktijk evenwel bijna alle pensioenen wel aan de loon- of prijsstijging worden aangepast, hoeft bij het contant maken van de verplichtingen niet de nominale rentevoet te worden gehanteerd, maar een rekenrente van 4%<sup>5</sup>. Het verschil tussen de werkelijke rente en deze rekenrente dient om de indexering van de pensioentoezeggingen mogelijk te maken. Daarnaast mogen de verplichtingen verhoogd worden met een buffer van 15%. Deze buffer dient voor 5 procentpunten om onvoorziene indexeringslasten op te vangen. De overige 10 procentpunten dienen om tijdelijke vermogensfluctuaties op te vangen<sup>6</sup>.

Volgens berekeningen van het Ministerie van Financiën bedraagt het overschot in totaliteit circa f 19 mrd. Dit is ongeveer 5% van het totale pensioen-

**Tabel 1. Exploitatieoverzicht aanvullende pensioenverzekeringen (x f 1 mrd)**

	1970	1990	1990/1970
Premies <sup>a</sup>	6,4	17,2 <sup>b</sup>	2,7
Uitkeringen	2,8	24,0	8,6
• Saldo pensioenbedrijf	3,6	-6,8	
Vermogensopbrengst	2,1	27,4 <sup>a</sup>	
• Totaal saldo	5,7	20,6	

a. Inclusief donaties.

b. Schatting op basis van 1989.

Bron: Verschillende CBS-publikaties.

fondsvermogen van circa f 400 mrd. Het heffingspercentage over dit overschot bedraagt 40%. Er zijn echter ontsnappingsclausules ingebouwd om aan deze heffing te ontkomen. Pensioenfondsen kunnen heffing voorkomen als zij binnen vijf jaar het vermogensoverschot afbouwen door:

- de pensioentoezeggingen en daarmee de verplichtingen te verhogen;
- de premies te verlagen, waardoor de activa minder toenemen;
- premies aan de premiebetalers terug te betalen, met als gevolg een directe vermindering van het vermogen.

Indien er na vijf jaar nog steeds een vermogensoverschot bestaat, kan de heffing ontlopen worden door de premies op nul vast te stellen.

In het volgende zullen met voorbijgaan aan details enkele mogelijke economische consequenties van het voorstel beschouwd worden.

### Premie- en vermogensfluctuaties

Zoals hierboven al opgemerkt, hebben de aanvullende pensioenpremies, zeker gezien de verbeteringen die in de pensioenen zijn aangebracht, zich bescheiden ontwikkeld en zijn ze in de jaren tachtig zelfs gedaald. Werkgevers en in de meeste gevallen ook werknemers hebben, gegeven de pensioentoezeggingen, ook een evident belang bij een zo laag mogelijke premie. Dat wil zeggen dat zij ook belang hebben bij een financieringswijze die eventuele vermogensoverschotten al dan niet op termijn vanzelf vertaalt in een lagere premie. In het licht van de breed aangehangen filosofie van een overheid op afstand en de wens tot (verdere) deregulering, doet het dan ook vreemd aan dat de overheid door middel van nieuwe wetgeving iets wil gaan afdwingen dat toch al, zij het wellicht met een iets andere tijds-horizon, door de betrokkenen wordt nagestreefd. Wat het verschil in tijdshorizon betreft, zij nog opgemerkt dat dit op de korte termijn, zeg vijf jaar, wel verschillen kan opleveren, maar gezien over een langere periode, zeg tien jaar, niet relevant is. Want het gaat hier in feite om de vraag of de premie onmid-

4. Zie Memorie van toelichting, Kamerstuk 21 197, nr. 3.

5. Op basis van de feitelijke ontwikkeling van het reële rendement in de drie voorgaande jaren kan de te hanteren rekenrente naar beneden worden bijgesteld.

6. Volgens de nota naar aanleiding van het eindverslag. Overigens mag de buffer verhoogd worden tot in totaal 18% indien meer dan 50% in zakelijke waarden (aandelen en onroerend goed) is belegd.

dellijk aan een eventueel geconstateerd vermogensoverschot of -tekort aangepast dient te worden, of over een aantal jaren. In het eerste geval kunnen forse jaarlijkse premiefluctuaties ontstaan, waartegenover bescheiden vermogenstekorten of -overschotten staan. In de tweede situatie ligt het accent op een rustig premieverloop, met als consequentie een grotere fluctuatie van de vermogenssaldi. Pensioenfondsen die als gevolg van de gesignaleerde gunstige reële-rendementssituatie hun premie in de afgelopen jaren het meest en het snelst hebben verlaagd, zullen normaliter bij een te verwachten minder hoog reëel rendement in de komende jaren hun premie weer het meest en het snelst dienen te verhogen. Het omgekeerde geldt voor pensioenfondsen die hun premie in een gematigder tempo aan het reële rendement aanpassen<sup>7</sup>. Theoretisch gezien hebben beide uitgangspunten hun verschillende voors en tegens. Het is dan ook niet verwonderlijk dat het in de praktijk gevoerde premiebeleid vooral afhangt van de context waarbinnen het desbetreffende pensioenfonds dient te opereren. Grosso modo kan men waarnemen dat pensioenfondsen die zich gegeven hun achtergrond meer flexibiliteit kunnen veroorloven, i.c. ondernemingspensioenfondsen, hun premie sneller aanpassen dan pensioenfondsen die met strengere budgettaire restricties voor de langere termijn te maken hebben zoals in de (semi-)collectieve sector. De vermogenoverschothoofing zal dan ook vooral kunnen leiden tot een grilliger premieverloop bij pensioenfondsen voor (semi-)collectieve werknemers, dat wil zeggen vooral, na verzelfstandiging, het ABP en het PGGM, het pensioenfonds voor de gezondheidszorg en welzijnssector. Het is de vraag of de overheid vanuit het perspectief van betrouwbare meerjarenramingen en beheersing van de collectieve uitgaven zich hiermee niet 'in eigen vlees snijdt'. Ter toelichting: een premiesprong van 3% bij ABP en PGGM betekent circa f 1,6 mrd. hogere uitgaven. Hier tekenen zich als het ware al substantiële budgettaire tegenvallers af.

### De rekenrente als cruciale variabele

Zoals vermeld, wordt in het wetsvoorstel voor de vermogenoverschothoofing een rekenrente van 4% gehanteerd bij het contant maken van de verplichtingen. Dit uitgangspunt is een afspiegeling van de situatie van de jaren tachtig. Op langere termijn gezien, en daar gaat het bij pensioentoezeggingen om, is een reëel rendement van 4% evenwel uitzonderlijk. Dit blijkt duidelijk uit de lange-termijnontwikkeling van rendement enerzijds en loon- of prijsstijging anderzijds. Zo bedroeg gemiddeld in de jaren zestig het verschil tussen rendement en loonstijging min 3,2%, en in de jaren zeventig min 1,9%. Eerst in de jaren tachtig sloeg dit om in een positief verschil van 6,5%. Gemiddeld over de afgelopen drie decennia bedraagt het verschil tussen rendement en loonstijging ongeveer nul.

De vergelijking tussen rente en prijsontwikkeling levert een soortgelijk beeld op. Zo bedraagt in de periode 1947-1991 het verschil tussen de nominale rente en de inflatie gemiddeld circa 2%.

Onderverdeeld naar perioden van vijf jaar blijken alleen de laatste drie perioden, 1977-1991, een gemiddeld reëel rendement van 4% of hoger op te leveren. De overige zes perioden van vijf jaar,

1947-1977, liggen hier ver onder, te weten gemiddeld 0,4% reëel rendement<sup>8</sup>. Allerwegen (bij voorbeeld ook in het pensioenmodel van het Centraal Planbureau) wordt dan ook gesteld dat bij geïndexeerde pensioenen op lange termijn een reëel rendement van circa 2% veel realistischer is.

De cruciale rol van de rekenrente bij het vaststellen van een eventuele vermogenoverschotsituatie blijkt uit het gegeven dat bij een rekenrente van 4% het totale vermogenoverschot 7% bedraagt, terwijl dit overschot omslaat in een vermogenstekort van 7% indien een rekenrente van 2% wordt gehanteerd<sup>9</sup>. Het uitgangspunt van een rekenrente van 4% gaat voorbij aan de praktijksituatie dat pensioenen wel geïndexeerd zijn en sanctioneert tot op zekere hoogte dat teruggekeerd wordt naar de situatie van overwegend nominale pensioentoezeggingen.

Ook in EG-perspectief is deze hoge rekenrente bij het vaststellen van eventuele vermogenoverschotten vreemd. In de EG is Groot-Brittannië het enige land met een vergelijkbare vermogenoverschothoofing. Dit is tevens het land dat qua belang en financieringswijze van de aanvullende pensioenen het best vergelijkbaar is met Nederland<sup>10</sup>. Het Nederlandse voorstel lijkt in hoofdlijnen sterk door het Engelse voorbeeld geïnspireerd te zijn. Qua uitwerking pakt de Nederlandse variant evenwel veel strenger uit. Zo is de in Groot-Brittannië voorgeschreven rekenrente bij het contant maken van de verplichtingen 1,5 à 2% bij geïndexeerde pensioenen. De omstandigheid dat de in Groot-Brittannië toegestane buffer van 5% van de verplichtingen kleiner is dan in Nederland, wordt hierdoor ruimschoots gecompenseerd. Het is in dit kader ook interessant om te constateren dat pensioenfondsen in Groot-Brittannië doorgaans 'zwaarder' gefinancierd zijn dan bij ons, zodat de mogelijkheid van een vermogenoverschothoofing daar meer relevantie heeft dan hier. Overigens wordt in Groot-Brittannië meestal expliciet gestreefd naar een stabiel premieverloop<sup>11</sup>.

### Gedragsreacties en consequenties

Zoals elk overheidsingrijpen kan de voorgestelde vermogenoverschothoofing tot zowel bedoelde als niet bedoelde gedragsreacties leiden.

Het doel van het wetsvoorstel is, zoals aangegeven, het terugdringen van aanwezig geachte overschotten door

1. het vergroten van de verplichtingen, of
2. het verlagen van het vermogen, dan wel de groei daarvan. Het is uitdrukkelijk niet de bedoeling dat het uiteindelijk tot een daadwerkelijke heffing komt!

7. Zie ook de discussie tussen J.G.M. Frijns en J.H.W. Goslings, Premiesystemen en beleggingssamenstelling, en G. Zalm, Flexibele pensioenpremies en macro-economisch beleid, *ESB*, 5 december 1990.

8. Zie bij voorbeeld C. Petersen (red.), *Pensioenen: uitkeringen, financiering en beleggingen*, Leiden, 1990.

9. Situatie 1988, zie E.A. Bolhuis en W.J. Vossers, Macro-pensioenmodel en beleid, in C. Petersen (red.), op.cit., 1990.

10. Zie C. Petersen, *Economie en pensioenen*, Leiden, 1989.

11. Zie bij voorbeeld E. Johnson, New rules for pension surpluses in the U.K., *Benefits & Compensation International*, juli 1987.

Voor zover pensioenfondsen het eventuele overschot wegwerken door verbetering van de pensioentoezeggingen, wordt het achterliggende doel om belastinginkomsten niet te ver naar de toekomst te verschuiven, gemist. Want juist in deze variant ontstaan op lange termijn, wanneer de verbeterde pensioenen tot uitkering komen, extra belastinginkomsten. Daarnaast lijkt deze methode van wegwerken in strijd met de vorig jaar uitgebrachte *Pensioennota* van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, waarin juist een terughoudend c.q. sober beleid ten aanzien van de pensioentoezeggingen wordt beleden.

Indien pensioenfondsen ten gevolge van de heffingsdreiging tot premieverlagingen overgaan, zullen deze wel direct tot extra belastinginkomsten leiden. Normaliter zullen deze extra inkomsten evenwel meer dan wegvallen tegen het verlies aan belastinginkomsten als gevolg van hieruit voortvloeiende extra premieverhogingen in latere jaren bij een minder gunstige reële rente. De later noodzakelijke opwaartse premieaanpassingen zullen namelijk groter dienen te zijn dan de eerdere extra premieverlagingen, omdat in de tussentijd ook de vermogensopbrengst over deze extra premieverlagingen is misgelopen<sup>12</sup>.

Een simulatiemodel waarin voor de komende jaren een tot de lange-termijnwaarde van 1,5 à 2% aflopend reëel rendementpercentage wordt gehanteerd, zou dit vermoedelijk duidelijk in beeld brengen. Als indicatie van het effect hiervan kan het gegeven dienen dat een 1 procentpunt lagere rekenrente een, afhankelijk van het gehanteerde financieringssysteem, ruim 20 à 40% hogere premie betekent. Volgens een tentatieve schatting zou, uitgaande van de betaalde premie in 1990 ad f 17,2 mrd. (zie tabel 1), een 2 procentpunt lagere rekenrente een globaal f 4 à 7 mrd. hogere premie impliceren.

Indien desalniettemin het voorstel wel tot structureel lagere premies zou leiden, zou uitgaande van de impliciete toezegging tot indexering de bestaande situatie van onderfinanciering slechts versterkt worden. Want voor alle duidelijkheid, er is vrijwel geen enkel pensioenfonds dat gegeven het lange-termijn reële rendement bij eventuele liquidatie voldoende middelen in huis heeft om de toezeggingen volledig te indexeren. Dit blijkt ook uit het eerder gesignaleerde totale vermogenstekort van 7% bij een rekenrente van 2%. Nu is liquidatie in het algemeen weinig waarschijnlijk, maar het is toch niet onmogelijk, zoals het Maxwell-faillissement in Groot-Brittannië leert.

Bij continuering impliceert een verlaagde dekkinggraad het verschuiven van lasten naar de toekomst en daardoor een groter omslagement in de financiering van de aanvullende pensioenen. De toekomstige premiebetalers dienen dan bereid te zijn om de indexatielasten deels of geheel op te brengen. Juist in het licht van de vergrijzing, als ook al de AOW-premie en de kosten van de gezondheidszorg fors zullen stijgen, is het onzeker of de toekomstige premiebetalers daartoe bereid zullen zijn. Gezien de door de praktijk gewekte verwachtingen die vrijwel alle verzekerden hebben dat hun pensioen te zijner tijd welvaarts- of ten minste waardevast zal zijn, zou er in dit licht gezien veel voor te zeggen zijn als de

Verzekeringskamer als toezichthouder op een solide financieringswijze rekening zou houden met deze impliciete verwachtingen door een lagere rekenrente te hanteren dan de traditionele, uit het nominalistische verleden stammende norm van 4%<sup>13</sup>.

Een ander onbedoeld effect van de heffing kan op de samenstelling van de beleggingsportefeuille uitgaan. Aandelen en onroerend goed kenmerken zich door een hoog lange-termijnrendement en grillige waardefluctuaties op korte termijn. Het beleggen in deze zakelijke waarden is vooral van belang om de pensioenen zonder al te hoge premies te kunnen (blijven) indexeren. Zoals de afgelopen jaren leren, zijn korte-termijnkoersfluctuaties van 20 à 30% evenwel geen uitzondering. Bij een huidige gemiddelde portefeuille met circa 30% zakelijke waarden komt dit overeen met vermogensmutaties van 6 à 9%. Dit zijn gerelateerd aan de totale toegestane vermogensbuffer van 15% forse percentages. In het algemeen bestaat de tendens om het percentage beleggingen in zakelijke waarden verder uit te breiden. De vermogensoverschothoefing zou hier, door de hiermee gepaard gaande grotere vermogensfluctuaties, een rem op kunnen zetten. Dit zou leiden tot hogere premies en daardoor minder belastinginkomsten of tot een grotere onzekerheid over het kunnen handhaven van de waarde- of welvaartsvastheid van de pensioenuitkeringen. Tevens zou dit effect strijdig zijn met de uit andere hoofde door de overheid gevraagde grotere participatie door pensioenfondsen in risicodragende projecten, zoals investeringen ten behoeve van de infrastructuur<sup>14</sup>.

### Samenvatting en conclusies

Uit het voorgaande blijkt dat de vermogensoverschothoefing indruist tegen beleid dat door de overheid op andere terreinen wordt gevoerd. De heffing gaat in tegen de filosofie van een overheid op afstand en van deregulering; zij lokt pensioenverbeteringen uit die niet stroken met de *Pensioennota*; en zij kan het minder aantrekkelijk maken om risicodragende pensioenfondsinvesteringen te doen ten behoeve van onder meer de infrastructuur.

Economisch gezien impliceert het voorstel een verschuiving van lasten naar de toekomst. Dit is des te bezwaarlijker omdat uitgaande van de lange-termijn reële rente van circa 2% nu reeds vrijwel geen enkel pensioenfonds voldoende vermogen heeft om de opgebouwde pensioenen te kunnen indexeren. Dit betekent een versterkt beroep op de bereidheid van toekomstige premiebetalers om de algemeen gewekte verwachting van waarde- of welvaartsvastheid waar te kunnen blijven maken.

Hier komt bij dat de toenemende tendens tot beleggen in zakelijke waarden, die juist gericht is op het

12. Overigens zou afhankelijk van de te hanteren disconteringsvoet de contante waarde van de mutatie in belastinginkomsten nul zijn.

13. Onvoorwaardelijke waarde- of welvaartstoezeggingen komen, met uitzondering van het ABP, niet voor. Anders dan wel gedacht zijn indexeringen te allen tijde discretionair, met als bepaling "we indexeren tenzij de financiële positie van het fonds het niet toelaat", of iets dergelijks.

14. De vergroting van de buffer van 15 tot 18% van de verplichtingen bij meer dan 50% beleggingen in zakelijke waarden is gezien de waardeschommelingen een onvoldoende stimulans hiertoe.

kunnen blijven indexeren van pensioenen, door de vermogensoverschothoheffing afgeremd zou kunnen worden. Dit zal leiden tot hogere premies, dan wel tot (nog) minder zekerheid omtrent de toekomstige indexering van de pensioenen.

Op korte termijn zou de heffing als gevolg van lagere premies wel eventueel tot hogere belastinginkomsten kunnen leiden. Te verwachten is evenwel dat deze extra belastinginkomsten in de meeste gevallen vrij snel teniet zullen worden gedaan door de belastingderving die resulteert uit de daaropvolgende additionele premieverhogingen. Vanuit fiscaal oogpunt lijkt gezien over een aantal jaren, de vermogensoverschothoheffing dan ook weinig zinvol. Bovendien leidt zij tot substantiële negatieve bijeffecten. Wel zouden eventuele extra premieverlagingen door pensioenfondsen in de (semi-)collectieve sector tot een verlichting van collectieve lasten kunnen leiden. Dit zou momenteel primair het PGGM en later, na verzelfstandiging, wellicht het ABP betreffen. Ook dit zou evenwel een tijdelijk effect zijn, waartegenover in latere jaren een extra verhoging van de premies en aldus van de collectieve lasten zal staan, of een geringere zekerheid over de toekomstige indexering van het pensioen ingeval de benodigde premieverhogingen op budgettaire problemen zul-

len stuiten<sup>15</sup>. In dit licht bezien valt er veel voor te zeggen dat de Verzekeringskamer de oude, uit de tijd van de louter nominale pensioentoezeggingen daterende rekenrente van 4% verlaagt om zo de zekerheid van toekomstige pensioenindexeringen te vergroten. Pensioenfondsen zouden hiertoe kunnen bijdragen door uitgaande van het lange-termijn reële rendement van circa 2% hun verplichtingen te laten zien<sup>16</sup>. Uit het een en ander zou duidelijk blijken dat uitgaande van indexering er geen sprake is van een vermogensoverschot, doch veeleer van een vermogenstekort.

### **C. Petersen**

---

15. Door een combinatie van factoren duurt overigens in het PGGM-financieringssysteem de vertaling van de reële renteontwikkeling in de premie langer dan in meer traditionele financieringssystemen. Mede in het verlengde hiervan is kritiek te leveren op de vrij mechanische vertaling in het PGGM-systeem van het verleden in toekomstige ontwikkelingen. De nadrukkelijk gewenste en budgettaire ook voor de overheid aantrekkelijke premiestabiliteit is daar overigens mede de oorzaak van.

16. Zie ook A.J. Vermaat en R. van Dam, Het belasten van pensioenmiddelen, *ESB*, 29 mei 1991.