

De aantrekkingskracht van de buy-out

Na een lange tijd van stilte kiest de laatste paar jaar het ene na het andere pensioenfonds voor een buy-out door een verzekeraar. De hoge dekkingsgraden bieden mooie indexatieopties, met terugwerkende kracht en voor de toekomst.

TEKST
RIEN MEIJER

ILLUSTRATIE
ALEXANDER TOLARO

Een hoge rente, lage credit-spreads, aandelenkoersen op recordniveaus en een inflatie die na de piek in 2022 alweer enkele jaren in wat rustiger vaarwater verkeerde. Neem daarbij een competitieve en innoverende verzekeringssector en je creëert bijna ideale omstandigheden voor buy-outs.

De marktomstandigheden zorgen voor dekkingsgraden die 20 à 25%-punt hoger liggen dan enkele jaren geleden. En die buffer kunnen fondsen, net als bij invaren, uitdelen, zegt Ruud van Doorn, directeur Pension Risk Transfer van Athora. De 'buy-outbonus' is volgens hem zelfs groter dan de invaarbonus, omdat 'wij bij het bepalen van de prijs voor de buy-out de verplichtingen opwaarderen met een risicovrije rente plus daarbovenop een spread, waardoor de uit te delen buffer toeneemt in omvang. Met deze spread geeft een verzekeraar een deel van het toekomstig rendement al aan het fonds, waardoor het

fonds de pensioenverplichtingen tegen een lagere prijs kan overdragen. Je zou dit, conceptueel, kunnen zien als doorbeleggen zonder risico.'

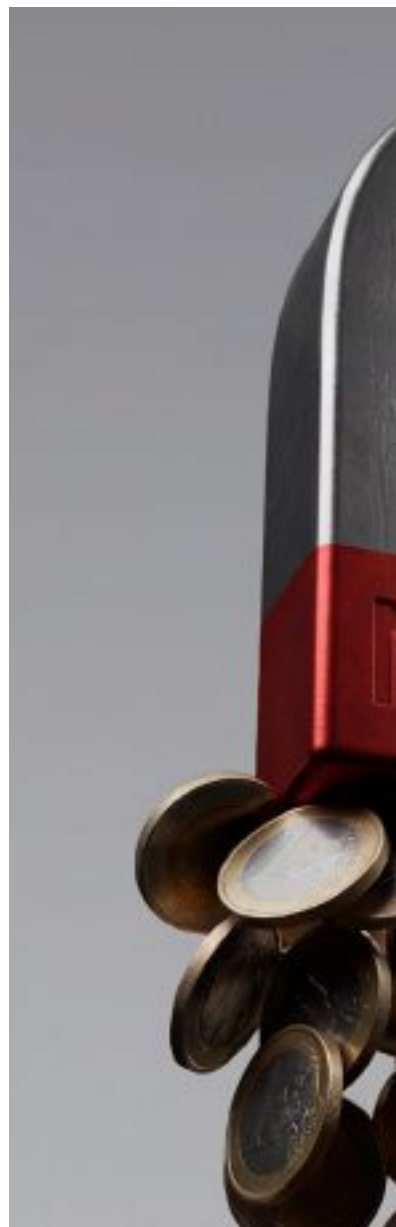
De buffer kan bij een buy-out op meerdere manieren worden aangewend. 'In de praktijk zien we dat pensioenfondsen op dit moment de buffer vaak verdelen over een levenslange jaarlijkse indexatie en een aanvullende eenmalige indexatie om in het verleden niet gegeven indexatie alsnog toe te kennen: inhaalindexatie', aldus Van Doorn. Daarbij speelt mee dat een jaarlijkse indexatie boven de 100% Europese prijsinflatie normaal gesproken als fiscaal bovenmatig wordt gezien.

SCHOMMELEN

Pensioenfonds British American Tobacco kocht medio vorig jaar (met een dekkingsgraad

van 128% eind april 2025) bijvoorbeeld 100% van de Europese inflatie in bij ASR, maar had geen geld meer voor het goedmaken van de indexatieachterstand van 6%. Kort daarna bedong pensioenfonds Staples, eveneens bij ASR, een volledige gegarandeerde toeslag op basis van de Europese prijsstijging, plus een eenmalige toeslag van zo'n 1,8%.

Dit jaar is het tot dusver vooral Athora-dochter Zwitserleven die toeslaat op de buy-outmarkt. Zo meldde pensioenfonds Delta Lloyd in februari dat de pensioenen en aanspraken jaarlijks worden verhoogd met 100% van de Europese inflatie, en dat een groot deel van de indexatieachterstand wordt ingehaald. Begin april bleek dat de deelnemers van pensioenfonds AT&T (dekkingsgraad eind 2025 zo'n 135%) levenslang een jaarlijkse indexatie zullen ontvangen van 100% van de Europese prijsinflatie en een inhaalindexatie van ruim 5%.





“

**Rond de 135%
dekkingsgraad
is koopkracht-
behoud
mogelijk**

RUUD VAN DOORN
ATHORA

‘Als de inflatie – opnieuw – naar 10% stijgt, dan zal de indexatie van deze pensioenen ook gelijk aan 10% zijn, waardoor met deze buy-out koopkrachtbehoud voor de deelnemers is gerealiseerd’, zegt Van Doorn. ‘Bij andere fondsen met een dekkingsgraad van rond de 135% zien wij op dit moment vergelijkbare resultaten, waaruit blijkt dat dit voorbeeld redelijk representatief is’, aldus Van Doorn. Volgens hem komt een gegarandeerd en waardevast pensioen normaal gesproken bij een dekkingsgraad rond de 130% binnen handbereik. Ook Lennaert van Anken van Achmea Pensioen & Leven noemde onlangs 30% als gemiddeld kostenniveau voor volledige indexatie.

Bij ASR liep per half mei de benodigde dekkingsgraad voor volledige indexatie uiteen van 120% tot 160% (zie tabel hiernaast). ‘Uiteraard is dit een momentopname, aangezien zaken als rente, spread, maar →

INDEXATIE BIJ ASR	BENODIGDE DEKKINGSGRAAD
GEEN	95% - 100%
1% VASTE STIJGING	105% - 120%
2% VASTE STIJGING	115% - 145%
3% VASTE STIJGING	125% - 170%
50% HICPxT *	105% - 125%
100% HICPxT	120% - 160%

*xT = excl. tabaksprijzen

BRON: ASR



Verzekeraars geven natuurlijk geen inzicht in de winstgevendheid van een offerte

BERTJAN KOBUS
SPRENKELS

vooral de inflatie momenteel sterk schommelen', aldus een woordvoerder van ASR.

RENTETIJDPERK

Verzekeraars bieden indexatie op basis van de Europese inflatie, die kan afwijken van de Nederlandse. De reden dat er geen gebruik wordt gemaakt van de Nederlandse consumentenprijsindex (CPI) is dat verzekeraars deze niet kunnen 'inkopen' op de markt. Gemiddeld was de Europese inflatie (HICP) de afgelopen dertig jaar wat lager (0,12%) dan de CPI.

Volgens Sprenkels-adviseur Bertjan Kobus, die al diverse buy-outs begeleidde, is de prijs voor eenmalige indexatie grofweg de duratie – de maatstaf voor de gemiddelde looptijd van de pensioenverplichtingen – maal de inflatie, die op lange termijn 2% zou moeten bedragen. Een fonds met een duratie van 20 kan dus met een dekkingsgraad van ongeveer 140% volledige indexatie inkopen.

Een fonds met een relatief oude populatie, zoals Tandartsen en Tandarts-specialisten, had dit al met een dekking van 120% kunnen bereiken, maar maakte een andere afweging (zie verderop in dit artikel). Een jonger fonds zal vermoedelijk meer dan 140% op tafel moeten leggen.

Met een dekkingsgraad die vrijwel steeds rond de 130% schommelt, kon pensioenfonds Kas Bank in het voorjaar van 2024 – weliswaar in een ander 'rentetijdperk' – bijvoorbeeld hooguit 1,45% jaarlijkse inflatie inkopen. Ver onder de beoogde 2%, vertelde Pieter van der Wal in maart dit jaar, in een toelichting op de uiteindelijke keuze voor De Nationale APF.

VERGELIJKBAAR

De marktomstandigheden op het moment dat met de verzekeraar afspraken worden gemaakt, zijn van groot belang voor de toekomstige indexatie. Bij een rente van pakweg 4% is het een stuk goedkoper om de verwachte inflatie in te kopen. En als de verwachte inflatie daalt, kan een dekkingsgraad onder de 130% al voldoende zijn voor een gegarandeerd pensioen met jaarlijkse indexatie gelijk aan de prijsinflatie. Als een pensioenfonds kiest voor een levenslange vaste indexatie, dan speelt de verwachte inflatie uiteraard geen rol.

Met een dekkingsgraad van afgerond 137% eind november viel er voor pensioenfonds Campina hoe dan ook genoeg te kiezen. Daarbij was het uitgangspunt volgens Simon Molenaar, directeur van het pensioenbureau, 'een goede balans tussen heden en verleden'. Met het verleden doelt hij op de indexatieachterstand van het fonds. Die achterstand bedroeg 19,1% voor deelnemers die vóór 2009 uit dienst gingen bij de werkgever en wordt volledig ingelopen door de pensioenuitkeringen bij de overdracht naar Zwitserleven.

Een deelnemer wiens pensioenopbouw in 2008 is gestopt, krijgt er 19,1% bij, iemand wiens opbouw in 2015 is gestopt, krijgt er ongeveer 7,5% bij (gelijk aan de achterstand vanaf 2016). Voor de toekomst wilde het Campinafonds, dat zo'n €1,5 mrd belegt voor circa 10.000 deelnemers, zijn toeslagambitie, gekoppeld aan de Nederlandse inflatie, graag doorzetten.

Uiteindelijk hoefde het fonds geen keuze te maken tussen toekomst en verleden, aldus Molenaar. 'Wij konden beide repareren. 68% van onze deelnemers, gepensioneerden en slapers krijgt er de volle 19,1% bij. Naar de toekomst hebben we 100% van de Europese inflatie ingekocht.'

Het fondsbestuur heeft volgens Molenaar 'goed de tijd genomen' om de offertes van de drie geïnteresseerde verzekeraars naast elkaar te leggen. 'Daar zaten uiteraard verschillen tussen. Met behulp van onze adviseurs hebben we die afgepeld om ze vergelijkbaar te maken.'

AFDEKKINGSMOGELIJKHEDEN

'Verzekeraars geven een pensioenfonds natuurlijk geen inzicht in de interne modellen, of wat de winstgevendheid is van een offerte', aldus Kobus van Sprenkels. 'Dat wordt omgeslagen in een aantal parameters die met het pensioenfonds gedeeld worden. Dat kunnen wij narekenen.'

Volgens de adviseur doet de ene verzekeraar wat betreft het deelnemersbestand van een fonds echter net even andere aannames dan de andere. 'De ene laat de pensioenen op de eerste van de maand uitkeren, de andere doet dat aan het einde van de maand. Daar zit een maand tussen en dat maakt verschil voor de prijs. Zo zijn er tal van factoren waardoor offertes niet één-op-één met elkaar vergelijkbaar zijn.'

Verschillen zijn er ook in de mogelijkheden en kosten van het afdekken van de risico's in de periode tussen de keuze van het fondsbestuur en de daadwerkelijke overgang, waarbij zowel interne als externe (DNB) partijen hun goedkeuring moeten geven. Daar kan zo een half tot driekwart jaar overheen gaan. 'In november 2025 hebben we de keuze gemaakt, in juli gaan we hopelijk over (de buy-out moet nog worden goedgekeurd door DNB, red.)', aldus Molenaar van het Campinafonds. 'Als je ziet wat er in de tussentijd gebeurd is. De inflatie giert omhoog, de aandelenkoersen gaan omlaag. Als het licht op groen staat, moet je wel zorgen dat het op groen blijft staan. Wij hebben gebruikgemaakt van de afdekkingsmogelijkheden die Zwitserleven bood. Wat dat kost, is een kwestie van onderhandelen. Wat is het je waard? Die verzekeraars snappen dat ook.'

Een stevige eenmalige verhoging, al dan niet in combinatie met een lagere jaarlijkse indexatie of een indexatie met een vast percentage, was ook mogelijk geweest. 'Het hangt af van wat de deelnemers belangrijk vinden', zegt Molenaar, die verwijst naar 2022, toen consumentengoederen en -diensten gemiddeld liefst 10% duurder werden. 'Bij zo'n piek ben je de Sjaak met een vast indexatiepercentage, dat haal je vrijwel nooit meer in.'

FISCAAL

Dat er ook andere afwegingen mogelijk zijn, blijkt uit de buy-outdeal die het pensioenfonds Tandartsen en Tandarts-specialisten (SPT) eind 2024 met ASR-dochter Aegon

overeenkwam. Het beroepsfonds, dat zo'n €1,6 mrd beheerde voor circa 5.100 gepensioneerden en 1.200 slapers, kende eind april 2024 een dekkingsgraad van 128,3%. De achterban wilde vooral de zekerheid dat de uitkering niet meer omlaag zou kunnen en dat zoveel mogelijk geld in één keer werd uitgekeerd. 'Die wensen komen voort uit de specifieke samenstelling van ons fonds', verklaart Gertjan Dicker, toenmalig fondsvoorzitter en voormalig kaakchirurg uit Helmond. 'SPT was al dertig jaar gesloten. Daardoor hadden we een sterk vergrijsd deelnemersbestand met grotendeels oudere tandartsen die al met pensioen waren, of heel binnenkort met pensioen zouden gaan. De gemiddelde leeftijd van onze gepensioneerden ligt boven de

73, die van het hele fonds ligt rond de 70. Er zitten zelfs een paar honderdjarigen bij.'

Maar ook het jongere contingent (60-plus) wilde volgens hem het liefst meteen een zo groot mogelijke verhoging van het nominale pensioen. Een jaarlijkse verhoging van 3% was ook mogelijk geweest, maar werd veel minder aantrekkelijk geacht, vertelt Dicker, die daaraan toevoegt dat met een indexatieambitie van 1,15% 'inflatiebestrijding eigenlijk nooit hoog in het vaandel heeft gestaan bij SPT'.

Vooraf overlegde het fonds met de Belastingdienst over wat fiscaal maximaal toelaatbaar is. 'Je kunt niet zeggen "We doen er 40% bij", want dan pakt de fiscus driekwart af, met een boete eroverheen.' In de uiteindelijke deal met ASR, waarbij vrijwel alle bepalingen uit de oude pensioenregeling zijn meegenomen, is rekening gehouden met de maximaal fiscaal toelaatbare verhoging van de nominale pensioenuitkeringen en -aanspraken, stelt Dicker vast. 'Die is nauwkeurig berekend en opgenomen in de onderhandelingen met ASR.'

HOGE LEEFTIJD

Die onderhandelingen liet het fondsbestuur over aan de adviseurs van Sprenkels, vertelt Dicker. 'Zij hebben voor de deelnemers van SPT een zeer goed resultaat behaald: 25,1% ineens en een structurele jaarlijkse indexatie van 0,5%. Dat de inflatie dit jaar best eens heel hoog kan uitpakken, maakt Dicker niet zenuwachtig. 'Kijk, blijven de beurzen oplopen en wordt de inflatie heel hoog, dan kun je achteraf tot de conclusie komen dat je de verkeerde keuze hebt gemaakt. Maar er moet wel iets heel raars gebeuren willen de mensen de klappen die eventueel komen niet goed kunnen opvangen uit die 25%.'

Volgens Dicker was de omgekeerde situatie veel riskanter: als SPT de keuze had gemaakt voor een kleinere verhoging van de nominale pensioenuitkeringen en -aanspraken, in combinatie met een hogere jaarlijkse indexering ter bestrijding van de inflatie. 'Dan is aannemelijk dat een fors deel van de deelnemers, gezien hun hoge leeftijd, zou zijn overleden zonder te profiteren van de gunstige positie waarin SPT zich op het moment van de collectieve waardeoverdracht bevond.'

BUY-OUT 3.0



at met de entree van Achmea – met het Amerikaanse Sixth Street – het aantal spelers op de buy-outmarkt weer op vier kwam, speelt pensioenfondsen volgens Sprenkels-adviseur Bertjan Kobus in de kaart. 'Wij maken voor onze klanten een ranking van de offertes; de ene keer komt verzekeraar één bovendien met de beste prijs, de andere keer verzekeraar twee. Er is sprake van marktucht en partijen offeren niet altijd op dezelfde wijze. Ze zijn meer geïnteresseerd in het ene fonds dan in het andere.'

Daarnaast innoveert de sector ook, stelt Kobus. 'Bij de buy-out 1.0 vroeg je een prijs bij verzekeraar één, een prijs bij verzekeraar twee, enzovoort, en tot het moment van tekenen voor de collectieve waardeoverdracht had je een soort biedingsspel met die partijen. Tot het einde van het proces was het onzeker wat je zou kunnen inkopen. Bovendien waren al die offertes niet bindend, waardoor een verzekeraar er op het laatste moment nog van af kon zien.'

In buy-out 2.0 is meer dealzekerheid ontwikkeld, zegt Kobus. 'Enerzijds door afspraken te maken dat de verzekeraar zich committeert aan het doen van een definitief voorstel op een bepaald moment, anderzijds doordat de parameters van dat voorstel ruim van tevoren vastliggen. Door variabelen als de rente en de inflatie is er nog altijd onzekerheid over wat je uiteindelijk kunt inkopen, maar al veel minder.'

Het laatste half tot driekwart jaar ziet Kobus een ontwikkeling naar de buy-out 3.0. Daarbij kan een offerte door middel van constructies met derivaten en hedges worden vastgekleit. 'Zo staat de uitkomst voor 95% of zelfs 99% vast en kun je als fondsbestuur in alle rust werken aan het goedkeuringstraject bij DNB en de liquidatie van het fonds.'

Daar hangt natuurlijk een prijskaartje aan. 'Een koopsom is opgebouwd uit misschien wel tien porties. Over al die losse porties wordt onderhandeld, maar uiteindelijk gaat het om wat er onderaan de streep overblijft. Als een verzekeraar zegt "de hedge is gratis", dan verhoogt die gewoon een andere portie van de koopsom.'