

Het nieuwe pensioencontract

juni 2020



Weena 690, 21e etage
Postbus 19293
3001 BG Rotterdam

T: +31 (0)10 2061300
E: info@cardano.com
www.cardano.com



Inleiding

Hoe werkt het nieuwe pensioencontract? Wat is de impact ervan op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen? Deze twee vragen zullen in de komende periode een belangrijke rol gaan spelen bij de overgang naar een nieuw pensioenstelsel. In dit memo geeft Cardano een schot voor de boeg voor de gedachtenvorming erover.

Op vrijdag 12 juni maakte Minister Koolmees in een persconferentie bekend dat de gesprekken tussen het Kabinet en sociale partners over de uitwerking pensioenakkoord zijn afgerond.¹ Een akkoord en de hoofdlijnennota wordt naar verwachting binnen enkele dagen gepubliceerd. Onderdeel van de uitwerking van het pensioenakkoord is een nieuw pensioencontract, waarvan de hoofdlijnen inmiddels bekend geworden.² Het nieuwe pensioencontract kent geen aanspraken meer, en ook geen dekkingsgraad. Ook komt de huidige rol van de rekenrente te vervallen. In het nieuwe pensioencontract hebben deelnemers een aandeel in het collectieve vermogen, en daarnaast is er een solidariteitsreserve die niet is toebedeeld aan deelnemers. Daarmee tekent zich op hoofdlijnen een beeld af van hoe het nieuwe pensioencontract gaat werken. Hoewel de technische uitwerking pas over enkele maanden bekend zal zijn, kunnen besturen en beleggingscommissies aan de slag om zich op dit nieuwe contract te oriënteren.

Met dit memo geeft Cardano een schot voor de boeg met als doel de gedachtenvorming te prikkelen vanuit verschillende invalshoeken. Graag helpen we vanuit onze expertise als risicomanager verder met dit uitdagende vraagstuk. We hebben een workshop ontwikkeld voor pensioenfondsbesturen en beleggingscommissies. Ook kunnen we samen met u de nieuwe situatie verkennen voor uw pensioenfonds. We kunnen bijvoorbeeld – op basis van de hoofdlijnennota die binnenkort wordt verwacht – in kaart brengen hoe het renteafdekkingsbeleid er straks uit kan zien op basis uw risicobereidheid per leeftijdscategorie.

Dit memo focust op het nieuwe pensioencontract en het beleggings- en afdekkingsbeleid daarin. Daarbij gaan we wat dieper in op de implicaties voor het renteafdekkingsbeleid, omdat hiervan nu al duidelijk is dat dit zal veranderen in het nieuwe contract. Uiteraard heeft het pensioenakkoord op veel andere aspecten grote impact op pensioenfondsen, denk bijvoorbeeld aan de compensatie voor afschaffing van de doorsneesystematiek en de transitie van het huidige naar het nieuwe contract.

De opbouw van dit memo is als volgt. Hoofdstuk 1 legt uit hoe het nieuwe pensioencontract werkt. Hoofdstuk 2 geeft de visie van Cardano erop. Hoofdstuk 3 verkent de impact op het beleggingsbeleid en de renteafdekking van pensioenfondsen.

¹ <https://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ministerie-van-sociale-zaken-en-werkgelegenheid/nieuws/2020/06/12/kabinet-en-sociale-partners-hebben-gesprekken-uitwerking-pensioenakkoord-afgerond>

² <https://pensioenpro.nl/pensioenpro/30040306/de-werking-van-het-nieuwe-contract-voor-zover-bekend>



Samenvatting

Het nieuwe contract

Hoewel het nieuwe pensioencontract in vormgeving sterk verschilt van het huidige, blijven essentiële zaken onveranderd. De ambitie van een voldoende hoog en koopkrachtbestendig pensioen blijft hetzelfde. En voor het realiseren daarvan blijft de focus op rente-, inflatie- en andere marktrisico's onverminderd relevant. Wat ook niet verandert is de economische werkelijkheid. Financiële markten zijn inherent instabiel en kennen geregeld diepe crises. Pensioenfondsen zullen straks – net als nu – navigeren in een complexe werkelijkheid. Deelnemers zullen ook in het nieuwe pensioencontract verwachten van een pensioenfonds dat het een voorspelbaar en stabiel pensioeninkomen oplevert, en dat het pensioen niet tekortschiet in een ongunstig economisch scenario. Het is immers een pensioen, en niet een beleggingsrekening. Het sturen op consequenties in plaats van kansen blijft daarom in het nieuwe pensioencontract net zo belangrijk. Ons advies aan pensioenfondsen is om ook in het nieuwe contract maatstaven te formuleren voor 'succes' en 'falen' en hierop (dynamisch) te sturen in het beleggingsbeleid. Deze maatstaven kunnen in het nieuwe contract niet alleen op fondsniveau maar ook per leeftijdscohort worden gedefinieerd.

Visie Cardano

Cardano is over het algemeen gezien positief gestemd over dit nieuwe pensioencontract ondanks dat we niet alle aspecten als optimaal beoordelen. We zien op twee aspecten een stap vooruit op het vlak van financieel risicomanagement. Ten eerste is er uitzicht op een einde aan de rekenrentediscussie, waardoor het nieuwe pensioencontract generatiebestendiger kan worden. En ten tweede zijn er straks meer mogelijkheden om de risico's van de collectieve beleggingen – inclusief renterisico – beter af te stemmen op leeftijd. Het glas is wat ons betreft daarmee meer dan half vol.

Invloed op het beleggingsbeleid

Het vormgeven van het beleggingsbeleid zal er straks anders uitzien. Het beleggingsbeleid van het nieuwe pensioencontract bevat meer stuurknoppen. Elk pensioenfonds moet straks een leeftijdsafhankelijk beleid vaststellen en onderbouwen. Het wettelijk kader gaat daarbij minder sturend zijn. De eisen die het Vereist Eigen Vermogen stelt aan het beleggingsbeleid, komen namelijk straks te vervallen. Dat zal voor velen een verademing zijn. Er komt meer ruimte om de eigen risicobereidheid van uw deelnemers te laten doorklinken in het beleggingsbeleid.



1. Het nieuwe pensioencontract

Dit hoofdstuk beschrijft – op basis van de contouren nu naar buiten zijn gekomen – de essentie van het nieuwe contract aan de hand van drie veranderingen:

- Geen aanspraken, maar een *aandeel in het collectieve vermogen*
- Geen rekenrente, maar een projectierendement
- Beleggingsrisico's verdeeld naar leeftijdsgroepen

Geen aanspraken, maar een *aandeel in het collectieve vermogen*

De aanspraak op een pensioenuitkering – de bouwsteen van het huidige contract – wordt losgelaten. Wat ervoor in de plaats komt, wordt aangeduid als een persoonlijk 'aandeel in het collectieve vermogen'. Wat is dat nu precies?

Het 'aandeel in het collectieve vermogen' heeft een belangrijke overeenkomst met de situatie van individuele pensioenpotten. In het nieuwe pensioencontract wordt straks voor elke deelnemer een persoonlijk pensioenvermogen bijgehouden: het deel van het collectieve vermogen dat aan hem of haar is toebedeeld. De waarde van dat persoonlijke pensioenvermogen stijgt of daalt met ontwikkelingen in financiële markten. Dat heeft dus een parallel met de individuele pot. Er is echter ook een belangrijk verschil met de individuele pensioenpot. De deelnemer is onder het nieuwe pensioencontract namelijk niet de eigenaar van de individuele vermogenstitels. Pensioenbeleggingen blijven collectief eigendom van het pensioenfonds, zoals in de huidige uitkeringsregelingen ook het geval is. Verdeelregels bepalen welk deel van dit collectieve vermogen er jaarlijks wordt uitgekeerd aan deelnemers, net als nu.

Een ander verschil met bestaande premiereregelingen in Nederland is dat er geen pensioen wordt aangekocht rondom pensionering. Er is geen 'knip' tussen de opbouwfase en de uitkeringsfase, omdat het pensioenvermogen immers een collectief geheel blijft. Vanaf pensionering wordt het persoonlijke pensioenvermogen geleidelijk uitgekeerd. Het uitsmeren van tekorten en overschotten in de uitkeringsfase vindt niet langer collectief plaats. Onder het huidige contract worden deze gedeeld met jongere deelnemers, onder het nieuwe contract smeert je uit met jezelf. Daarbij kan een spreidingsperiode worden gehanteerd. Die functioneert als het ware als een schokdemper, doordat veranderingen van de uitkeringshoogte van jaar-op-jaar worden beperkt.

Het persoonlijke pensioenvermogen raakt nooit 'leeg', zelfs niet als een deelnemer 120 jaar oud wordt. Dat komt omdat – net als bij de huidige regelingen – het langlevensrisico collectief wordt gedeeld. Naarmate een



deelnemer langer dan gemiddeld leeft, profiteert hij of zij meer van deelnemers die korter dan gemiddeld leven. De hoogte van de pensioenuitkering blijft daardoor op peil, ook als een deelnemer heel oud wordt.³

Onder het nieuwe contract is verder sprake van een solidariteitsreserve. Dit reserve bestaat naast de persoonlijke pensioenvermogens van de deelnemers, en die reserve is aan niemand toebedeeld. Het solidariteitsvermogen biedt de mogelijkheid om risicodeling tussen verschillende generaties te behouden. Als er bijvoorbeeld een schok in de algemene levensverwachting komt door een medische doorbraak, hoeven ouderen niet direct in te leveren. Ook kan zoals eerder gezegd het solidariteitsvermogen ervoor zorgen dat de uitkeringen van gepensioneerden stabiel zijn. We besteden in dit memo maar beperkt aandacht aan de rol van het solidariteitsvermogen, mede omdat de verdeelregels hiervan nog verder moeten worden uitgewerkt in wetgeving. Het is daarom op moment nog moeilijk in te schatten op welke rol het solidariteitsvermogen gaat vervullen.

Geen rekenrente, maar een *projectierendement*

Omdat er straks geen aanspraken meer zijn, vervalt ook de huidige rol van de welbekende rekenrente uit het FTK. Er is in het nieuwe contract geen dekkingsgraad meer. Ook de wettelijke kaders rondom de dekkingsgraad, zoals het Vereist Eigen Vermogen en de indexatiedrempel, verdwijnen.

Wel is er in het nieuwe pensioencontract een ‘projectierendement’. Het projectierendement bepaalt de hoogte van de benodigde pensioenpremie. Daarnaast komt er een projectierendement om te bepalen hoe snel of hoe langzaam het persoonlijke pensioenvermogen in de pensioenfase tot uitkering komt. Dat projectierendement bepaalt – samen met de levensverwachting – welk deel van het persoonlijke pensioenvermogen nu kan worden uitgekeerd, en welk deel nodig is voor de pensioenuitkeringen in de toekomst.

Een verandering van het projectierendement in het nieuwe pensioencontract heeft geen gevolgen voor de waardeverdeling tussen jongeren en ouderen in het pensioenfonds. Dat is een verschil met het huidige FTK, waarin een verandering van de rekenrente een impact heeft op de verdeling tussen jong en oud.

Het projectierendement in het nieuwe pensioencontract kan hoger zijn dan de rekenrente van het FTK. Er kan dus een risico-opslag worden ingerekend. De hoogte van die risico-opslag is dan afgestemd op het verwachte overrendement. Mogelijk kan er ook een inflatie-afslag worden toegepast. Met een inflatie-afslag kan rekening gehouden met het streven dat pensioenuitkeringen de stijging van de lonen of prijzen bij te laten benen. Aanvullend zal het beleggingsbeleid hier ook op ingericht moeten worden.

Naarmate het projectierendement hoger is, is de kans op pensioenverlagingen en de omvang ervan groter. Een hoog projectierendement kan dus leiden tot teleurstellingen achteraf die de deelnemer zelf raakt en niet kan worden doorgeschoven naar toekomstige generaties. Tegelijkertijd heeft een te laag projectierendement ook risico's, namelijk dat de pensioenuitkering in eerste instantie laag wordt

³ Zie ook: <https://www.netspar.nl/publicatie/techniek-achter-persoonlijke-pensioenrekeningen-in-de-uitkeringsfase/>



vastgesteld, en pas na verloop van tijd wordt verhoogd als blijkt dat het projectierendement te conservatief is gesteld. Het verloop van de pensioenuitkering is dan niet evenwichtig verdeeld over de pensioenperiode.

Beleggingsrisico's verdeeld naar leeftijdsgroepen

Wat verandert ten opzichte van het FTK is dat het beleggingsrisico straks expliciet is verdeeld naar de verschillende leeftijdsgroepen in het fonds. Een pensioenfonds kan vastleggen dat jongeren een grotere blootstelling krijgen aan het overrendement vanuit de returnportefeuille dan ouderen. Feitelijk komt het er op neer dat van tevoren per leeftijdscohort wordt afgesproken hoeveel deze impliciet in iedere beleggingscategorie belegt. Ter illustratie: als de allocatie naar aandelen op fondsniveau 50% is, kan aan jongeren bijvoorbeeld 80% van de exposure (risico en rendement) worden toebedeeld en aan ouderen slechts 20%.

Daarnaast kan het beleid met betrekking tot renteafdekking worden afgestemd op leeftijd. In de context van een persoonlijk pensioenvermogen betekent dit dat het vermogen van elke deelnemer jaarlijks wordt aangepast met een hedgerendement. Het hedgerendement heeft de functie om deelnemers te compenseren voor waardeveranderingen in de kostprijs van pensioen. Als de rente daalt, dan dalen ook rendementsverwachtingen en is het hedgerendement positief. Als de rente stijgt, dan is het hedgerendement negatief. Dit hedgerendement in het nieuwe pensioencontract heeft een parallel met het huidige contract, waarin de waarde van aanspraken van deelnemers immers ook stijgt na een rentedaling.

Er is echter een belangrijk verschil met het FTK: de mate waarin het hedgerendement afhangt van de rentetermijnstructuur wordt straks niet meer opgelegd door de wetgever, maar kan een pensioenfonds straks zelf bepalen op basis van beleggingsovertuigingen van het fonds en de risicohouding van deelnemers. In zekere zin kun je zeggen dat het FTK nu oplegt dat het hedgerendement voor alle leeftijdsgroepen voor 100% is gekoppeld aan de ontwikkeling van de rentetermijnstructuur. In het nieuwe pensioencontract kan een pensioenfonds zelf bepalen in welke mate dat het geval is, en daarbij onderscheid maken tussen jong en oud. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld straks voor ouderen het hedgerendement zodanig te kiezen dat 70% van hun renterisico is afgedekt, en voor jongeren 30%. Als het pensioenfonds uit dit voorbeeld op dit moment het renterisico in het FTK voor 50% afdekt, dan verandert er voor de renteafdekking op fondsniveau niet veel. Wel wordt de verdeling van het renterisico over leeftijdsgroepen binnen het fonds anders. In dit voorbeeld krijgen ouderen straks relatief veel compensatie bij waardeveranderingen in de kostprijs van hun pensioen, en jongeren in veel mindere mate. In het FTK is er niet de mogelijkheid om zo'n onderscheid tussen jong en oud te maken.

Een andere interpretatie van bovenstaande is de volgende. In het huidige FTK koopt een pensioenfonds direct pensioenrechten in waaruit rentegevoeligheid volgt. Een vrijheid die het pensioenfonds in het nieuwe contract krijgt is dat het voor jongeren effectief pas later tot die aankoop over hoeft te gaan waardoor ze langer en meer kunnen beleggen voor jongeren. Jongeren bouwen dan later en langzamer rentegevoeligheid op. Voor gepensioneerden kan een fonds doorbeleggen na pensioendatum maar zal veelal de behoefte aan een stabiel pensioen leiden tot hoge mate van afdekking van rente en inflatie. Voorgaande voorkeuren zullen uiteraard uit de risicobereidheid per leeftijdsgroep moeten volgen.



Ten opzichte van het huidige contract zijn er dus twee belangrijke veranderingen voor het beleggingsbeleid. Ten eerste moeten fondsen verdeelregels opstellen voor de wijze waarop het beleggingsrisico wordt verdeeld over leeftijdsgroepen.

De tweede verandering is dat pensioenfondsen anders kunnen omgaan met renterisico dan met het risico vanuit de zakelijke waarden. Het is denkbaar dat pensioenfondsen straks allemaal op een vergelijkbare manier het risico uit zakelijke waarden toedelen over jong en oud – namelijk relatief meer aan jongeren en minder aan ouderen – maar dat pensioenfondsen onderling verschillende keuzes maken voor wat betreft het renterisico voor jongeren. Het ene pensioenfonds kan ervan overtuigd zijn dat het afdekken van renterisico alleen voor ouderen belangrijk is en niet voor jongeren. Een ander pensioenfonds kan de overtuiging hebben dat het afdekken van het renterisico ook voor jongeren van belang is.

In de praktijk zal dit betekenen dat de risicobereidheid van pensioenfondsen straks belangrijker wordt en een extra dimensie krijgt: deze moet straks expliciet opgesteld worden voor verschillende leeftijdsgroepen. Voor het renteafdekkingsbeleid blijven beleggingsovertuigingen een belangrijke rol spelen. Is het verwachte rendement op aandelen lager in een lagerenteomgeving? Of maakt dat niet uit? De overtuigingen hierover blijven – net als nu – een rol spelen in het beleid voor renteafdekking.



Leeftijdsafhankelijke risicotoedeling en impact op verwacht pensioen

Leeftijdsafhankelijke risicotoedeling kan worden gemotiveerd op basis van de impact op het verwachte pensioen, inclusief toekomstige opbouw. Neem als voorbeeld een 67-jarige die een volledig pensioen heeft opgebouwd, en een 47-jarige die halverwege zijn/haar opbouw is. Stel dat beide leeftijdsgroepen voor hetzelfde percentage zijn blootgesteld aan schommelingen in de beurskoers. Beursschommelingen hebben dan een tweemaal zo grote impact op het verwachte pensioeninkomen van de 67-jarige dan op dat van de 47-jarige. Bij de 67-jarige wordt immers het volledige pensioen geraakt door de beursklap, terwijl bij de 47-jarige het opgebouwde pensioenvermogen de klap krijgt, maar toekomstige opbouw niet. De impact op het verwachte pensioeninkomen is voor de 47-jarige daarom maar half zo groot.

Dit inzicht kan de onderbouwing zijn om de 47-jarige een grotere blootstelling te geven aan schommelingen in de beurskoers dan de 67-jarige. Een uitgangspunt kan zijn om de impact op het verwachte pensioen voor alle leeftijdsgroepen gelijk te trekken. Dit uitgangspunt is door Netspar nader uitgewerkt door Bas Werker en Sander Muns.⁴ Een praktisch aandachtspunt is dat dit uitgangspunt zorgt voor veel volatiliteit in het pensioenvermogen voor de jongste leeftijdscohorten van een pensioenfonds. Bij een implementatie in de praktijk ligt het voor de hand dat er een begrenzing komt, om te voorkomen dat het pensioenvermogen van jongeren negatief wordt.

⁴ <https://www.netspar.nl/nieuws/risicodeling-in-pensioencontracten-uniform-indexeren-werkt-juist-pech-en-gelukgeneraties-in-de-hand/>



2. Visie Cardano

Het nieuwe pensioencontract is op twee aspecten een stap vooruit:

- 1) Uitzicht op een einde aan de rekenrentediscussie
- 2) Betere afstemming van beleggingsbeleid op leeftijd

De sterke eigenschappen van de Nederlandse collectieve pensioenen blijven behouden.

Onzekerheden zien wij nog in de uitwerking van de solidariteitsreserve: mogelijk kan deze tot dezelfde discussie over verdeelregels leiden als in het huidige contract. Ervaringen uit het buitenland leren daarnaast dat wanneer het persoonlijke vermogen een grotere rol krijgt het behoud van het huidige, sterke risicomangement een aandachtspunt is.

Uitzicht op een einde aan de rekenrentediscussie

In de 'rekenrentediscussie' voelden zowel jong als oud zich benadeeld. Het contract zonder rekenrente kan een einde maken aan de belangentegenstelling tussen generaties, en biedt ruimte voor een positievere kijk op pensioenen. De mogelijkheid om te spelen met de rekenrente leidt immers tot onvrede, angst en woede bij deelnemers en is een van de grootste oorzaken dat pensioenfondsen in de perceptie van het publiek niet een hoog vertrouwen genieten.⁵ Het nieuwe pensioencontract dat nu op tafel ligt, heeft de potentie om generatiebestendiger te worden dan het huidige contract.

Tegelijkertijd zijn er op dit vlak nog beren op de weg. Het is niet ondenkbaar dat de verdeelregels van het nieuwe pensioencontract alsnog ter discussie komen te staan als pensioenen dreigen te worden verlaagd. Het slagen van dit nieuwe contract zal afhangen van de nadere invulling van de solidariteitsreserve. De technische uitwerking ervan moet duidelijk maken of het solidariteitsvermogen versterkend zal werken, of dat het door teveel vaagheid en een te grote omvang dezelfde discussies oplevert als in het huidige contract.

Ook de transitie naar het nieuwe contract kan aanleiding geven tot discussies.

Belangenvertegenwoordigers van deelgroepen kunnen de transitie aangrijpen om specifieke groepen te bevoorstellen, bijvoorbeeld omdat ze vinden dat een specifieke groep in het verleden iets is tekortgekomen. Zelfs een transitie die intergenerationeel eerlijk is kan als oneerlijk of pijnlijk worden ervaren door deelgroepen en tot rechtszaken gaan leiden.

⁵ Kocken, Theo, Afschaffen rekenrente maakt ruimte voor positieve kijk op pensioen. Financieel Dagblad, 11 februari 2020
<https://fd.nl/opinie/1333952/afschaffen-rekenrente-maakt-ruimte-voor-positieve-kijk-op-pensioen>



Betere afstemming van beleggingsbeleid op leeftijd

We zien dat het beleggingsbeleid straks beter kan worden afgestemd op de behoeftes van verschillende leeftijdsgroepen. Leeftijdsafhankelijk beleggen zorgt ervoor dat er genoeg beleggingsrisico's kunnen worden genomen voor de jongeren, terwijl er tegelijkertijd een meer stabiele pensioenuitkering kan worden geboden aan ouderen. Het huidige pensioencontract is op dit vlak niet ideaal. Vooral bij pensioenfondsen die ervoor gekozen hebben om het renterisico deels open te laten staan, lopen ouderen relatief veel renterisico. Dit renterisico op de balans wordt vooral veroorzaakt door de aanspraken van de jongeren, maar komt in het huidige contract grotendeels op het bordje terecht van de gepensioneerden als zij na een rentedaling worden gekort of minder indexatie krijgen. Theo Kocken en Kees Bouwman wezen op dit probleem in een Netspar studie uit 2014.⁶ In juni 2020 is hierover nieuw Netspar onderzoek verschenen, dat concludeert dat renterisico te hard doortikt bij ouderen.⁷ Het nieuwe contract biedt de mogelijkheid om dit op te lossen, waardoor de pensioenuitkeringen van ouderen meer stabiel en voorspelbaar kunnen zijn en de beleggingen van (vooral) jongeren er meer op worden gericht op een hoog rendement en het meegroeien met de inflatie.

Sterke eigenschappen collectieve contracten blijven behouden

De sterke eigenschappen van Nederlandse collectieve pensioenen behouden blijven in dit nieuwe pensioencontract behouden. Het pensioencontract is collectief georganiseerd zodat schaalgrootte benut kan blijven. De kwaliteit van de beleidsvorming en implementatie van het beleggingsbeleid blijft op de huidige manier georganiseerd, met ondersteuning van een beleggingscommissie en een beleggingsorganisatie. Ook is er toegang tot een breed universum aan beleggingen, zodat deelnemers kunnen profiteren van een grotere diversiteit en beleggingsresultaten robuuster zijn. Illiquide beleggingen kunnen hier een belangrijke bijdrage aan leveren, omdat pensioen een lange termijn product blijft en deelnemers kunnen profiteren van de illiquiditeitspremie die tot een fors beter resultaat kan leiden. Ook zijn deelnemers nog steeds gebaat bij professioneel risicomanagement met afdekking van belangrijke risico's zoals renterisico, inflatierisico en valutarisico. Pensioenfondsen kunnen het beleid nog steeds dynamisch sturen op geformuleerde maatstaven voor 'succes' en 'falen', en kunnen deze nu makkelijker per leeftijdscohort definiëren. Een dynamisch beleid kan straks de financiële positie van leeftijdsgroepen bezien in relatie tot de pensioendoelstellingen, en zo het risicoprofiel adequaat bijsturen. Bijvoorbeeld door beleggingsrisico's terug te nemen voor een leeftijdsgroep waarvan de pensioendoelstellingen binnen handbereik zijn gekomen.

Nu het persoonlijke vermogen een grotere rol lijkt te krijgen in het nieuwe pensioencontract, is een groot aandachtspunt dat het sterke risicomanagement van Nederlandse pensioenen behouden blijft. In andere landen – zoals de Verenigde Staten – zien we dat in pensioenregelingen met volledig individuele potten er maar weinig aandacht is voor adequaat risicomanagement. Als dat hier ook gaat gebeuren, dan verliest het

⁶ Kocken, Theo en Kees Bouwman (2014, Marktrisico-delend versus individueel pensioen, Replicatie van een collectief FTK pensioen. <https://www.netspar.nl/publicatie/marktrisico-delend-versus-individueel-pensioen-replicatie-van-een-collectief-ftk-pensioen/>

⁷ <https://www.netspar.nl/home/renterisico-lifecycle-en-pensioenakkoord/>



Nederlandse pensioenstelsel een cruciale functie en zal de toppositie in de wereld snel verloren gaan. Mensen verwachten immers van een pensioenfonds dat het een voorspelbaar en stabiel inkomen oplevert, en dat het pensioen niet 'omvalt' in een ongunstig economisch scenario. Het is immers een pensioen, en niet een beleggingsrekening. Het is daarom van belang om te blijven communiceren in termen van pensioenuitkomsten. In de hoofdlijnennota lijkt dit goed te zijn geborgd. Dat is belangrijk: een te eenzijdige focus op het persoonlijke pensioenvermogen zou kwetsbaar zijn. De verwachte uitkomsten van pensioen kunnen sterk veranderen als de economische omstandigheden wijzigen. Voor een gegarandeerd pensioen is dat evident. Een gegarandeerd pensioen is fors duurder in een lagerenteomgeving. Maar ook de kostprijs van een pensioen zonder garanties hangt af van economische omstandigheden, zoals rendementsverwachtingen en de inflatie. Rendementsverwachtingen zijn lager nadat de rente is gedaald. Voor vastrentende waarden is dit evident, maar ook voor zakelijke waarden is het aannemelijk dat rendementsverwachtingen minder gunstig zijn bij een lage rente. Hoeveel weten we niet. In het huidige contract speelt renterisicomanagement een zichtbare rol. In het nieuwe contract moet de focus op pensioenverwachting en de relatie met rente en risicopremie niet verloren gaan.



3. Beleggingsbeleid en renteafdekking

Hoewel het nieuwe pensioencontract in vormgeving sterk verschilt van het huidige, blijven enkele essentiële zaken onveranderd. Zo blijven rente-, inflatie- en andere marktrisico's onverminderd relevant, hoewel de effecten ervan verschillend per leeftijdsgroep kunnen uitwerken. De ambitie van een voldoende hoog en koopkrachtbestendig pensioen verandert evenmin. Op fondsniveau hoeft het beleggings- en afdekkingbeleid in het nieuwe contract niet per definitie af te wijken van het huidige beleid. De introductie van het nieuwe pensioencontract vraagt om het expliciet opstellen van een risicobereidheid per leeftijdsgroep en vertaling daarvan in beleggings- en afdekkingsbeleid.

Risicobereidheid en risicoprofiel

Het nieuwe contract vraagt om het opstellen van een risicobereidheid per leeftijdsgroep om tot een verdeling van rendementen over groepen te komen. Aangezien nominale rechten, toeslagambitie en dekkingsgraad ontbreken in het contract, is het een uitdaging om te komen tot zinvolle maatstaven voor de geambieerde hoogte van het pensioen waar die risicobereidheid op gebaseerd kan worden. Er is geen reden dat deelnemers of fondsen (totaal) andere doelstellingen zouden willen hanteren dan nu het geval is, in termen van hoogte, voorspelbaarheid en koopkracht. Daarom is het evenmin waarschijnlijk dat het beleggings- en risicoafdekkingsbeleid er dramatisch anders uit zal zien dan nu het geval is. Verschillen mogen wel verwacht worden, onder meer omdat sprake is van een meer op maat gesneden aanpak: feitelijk impliceert de risicobereidheid per leeftijdsgroep een beleggingsbeleid en daarmee risico-rendementsprofiel per groep. Graag helpen we u bij het formuleren van zinvolle maatstaven voor de risicobereidheid.

Het is niet de verwachting dat de pensioenfondssector als geheel structureel meer beleggingsrisico gaat nemen in het nieuwe pensioencontract. Bij de meeste pensioenfondsen is het beleggingsbeleid immers al ingericht op het in verwachting kunnen waarmaken van een koopkrachtbestendig pensioen. Die ambitie zal in het nieuwe pensioencontract niet anders zijn dan nu. Wel is het denkbaar dat er na verloop van tijd 'gewenning' optreedt als de hoogte van pensioenen elk jaar wordt aangepast. In het FTK is het verlagen van pensioenen geframed als 'ultimum remedium'. In het nieuwe contract wordt dit een normalere gang van zaken. Toch zullen deelnemers ook in de toekomst behoefte hebben aan een pensioenuitkering met een stabiel en voorspelbaar karakter. Onderzoek naar de risicobereidheid van deelnemers zal niet opeens een totaal ander beeld vertonen nadat het concept van 'aanspraken' wordt losgelaten.

Invulling beleggingsbeleid

Portefeuillesamenstelling

In het nieuwe pensioencontract is er geen zekerheidsmaatstaf zoals die er wel is in het FTK. De eisen gerelateerd aan het Vereist Eigen Vermogen vervallen in het nieuwe pensioencontract. Hiermee vervallen



restricties aan de omvang en samenstelling van de zakelijke waardenportefeuille. Zo is het denkbaar dat sommige pensioenfondsen meer gaan beleggen in categorieën waarvan zij de berekeningsmethodiek van het Vereist Eigen Vermogen op dit moment ervaren als een belemmering. Denk bijvoorbeeld aan non-rated credits, waarvan het daadwerkelijke risicoprofiel kan afwijken van het (vaak te gesimplificeerd) risico dat het FTK er aan toekent. En tegenovergesteld: mogelijk komt er minder allocatie naar categorieën met een nul-weging, in gevallen waarbij de nul-weging de primaire motivatie was om erin te beleggen. Voor renteafdekking kunnen vergelijkbare overwegingen gelden. Er zal dus minder regelgevingsarbitrage zijn, en er zal meer ruimte zijn om vrij te denken. Dat is in een professionele bestuurlijke omgeving een goede ontwikkeling.

In de beleggingsmix kan een grotere rol komen voor beleggingen waarvan de afwijkingen van ten opzichte van het projectierendement binnen de perken blijft in uiteenlopende economische scenario's. Dat geldt met name voor de beleggingsrisico's die aan gepensioneerden worden toebedeeld. Het is daarom goed denkbaar dat er meer behoefte komt aan beleggingen – ook in de returnportefeuille – die als doestelling hebben om robuuste rendementen te genereren en minder kwetsbaar zijn als het economisch tegenzit.

Renterisico

Er zijn veel pensioenfondsen die het renterisico afdekken op grond van de eigen beleggingsovertuigingen en risicobereidheid. Deze pensioenfondsen zullen dat in het nieuwe pensioencontract ook blijven doen, omdat zij het renterisico afdekken vanuit een economische motivatie en ook de economische realiteit niet verandert. Dus ook voor renterisico is het de vraag of de overgang naar het nieuwe pensioencontract zorgt voor een compleet ander beeld voor de renteafdekking onder Nederlandse pensioenfondsen.

Een verlaging van de renteafdekking kan wel aan de orde zijn bij pensioenfondsen die nu meer renterisico afdekken dan ze zouden willen als gevolg van het FTK. Deze fondsen gaan mogelijk de algehele renteafdekking verlagen, en deze specifieker richten op specifieke leeftijdsgroepen waarvoor zij renteafdekking vanuit de eigen overtuigingen van belang vinden.

Verder speelt de UFR niet meer een rol in het nieuwe stelsel, of in ieder geval een veel kleinere, hetgeen tot effectiever risicomanagement kan leiden bij fondsen die willen sturen op economische parameters in plaats van die uit wetgeving.

Het nieuwe pensioencontract resulteert in een andere invulling van het renteafdekkingsbeleid.. Omdat voor het voor dit aspect veel duidelijker is dat er een verandering gaat plaatsvinden dan op andere aspecten van de beleggingsmix, gaan we hier nu wat dieper op in.

In het FTK is het looptijdenbeleid bij de meeste pensioenfondsen gebaseerd op de rentegevoeligheid van de aanspraken. Het kasstromenprofiel van de aanspraken is daarmee doorgaans leidend voor het looptijdenbeleid van de renteafdekking. In het nieuwe pensioencontract krijgen pensioenfondsen op dit vlak meer vrijheidsgraden om het renteafdekkingsbeleid af te stemmen op leeftijdsgroepen. Dat zal zorgen voor een andere looptijdverdeling. Er mag worden verwacht dat veel pensioenfondsen ervoor zullen kiezen om voor ouderen het renterisico voor een groot deel af te dekken. Dat voorkomt dat de



pensioenuitkeringen van gepensioneerden onnodig gevoelig zijn voor renteschokken. Wellicht zijn er straks veel pensioenfondsen die ervoor kiezen om voor jongeren het renterisico juist voor een groot deel open te laten staan. Dat kan betekenen dat de looptijdverdeling opschuift. Er kan dan minder behoefte komen naar afdekking van de lange looptijden met een horizon van 40 of 50 jaar, terwijl er mogelijk meer behoefte aan afdekking van looptijden van 10, 20 en 30-jaar. De vraag naar lange looptijden zal daarbij waarschijnlijk niet verdwijnen. Er zullen immers ook pensioenfondsen zijn die afdekking van het renterisico ook voor jongeren van belang vinden. Dat is het geval als fondsen vinden dat ook jongeren moeten worden gecompenseerd – via het hedgerendement - in een scenario waarin de rente langdurig laag blijft, of nog verder daalt.

Een andere openstaande vraag is wat de gevolgen zijn voor het managen van het zogeheten ‘spreadrisico’ van de beleggingen in vastrentende waarden. In het FTK is het spreadrisico belangrijk om fluctuaties in de dekkingsgraad te verminderen. Die rol vervalt straks, omdat de dekkingsgraad verdwijnt. Toch blijft er ook in het nieuwe pensioencontract nog een rol voor het beheersen van spreadrisico. Om een stabiele en voorspelbare pensioenuitkering te kunnen aanbieden, zal het hedgerendement immers een nauwe band moeten houden met het projectierendement. En meer in het algemeen is de afweging tussen swaps en obligaties een economische afweging op basis van ontwikkelingen in spreads en kredietrisico’s.

Aandelenafdekking

Dan de rol van aandelenafdekking via bijvoorbeeld aandelenputopties. Daarvoor kan een rol zijn om het beleggingsrisico van gepensioneerden te begrenzen. In het nieuwe pensioencontract resulteren financiële tegenvallers directer in verlagingen van het verwachte pensioen. In het FTK is er bij onderdekking eerst een ‘wachttijd’ van vijf jaar. In het nieuwe contract is dat anders: een tegenvaller resulteert directer – maar wel met demping door de spreidingsperiode – in een pensioenverlaging voor gepensioneerden. Wanneer pensioenfondsen de kans op pensioenverlagingen op korte termijn willen beperken, en tegelijkertijd het opwaarts potentieel van aandelen willen behouden, dan kan de inzet van aandelenputopties een overweging zijn.

Een andere redenering kan zijn dat deelnemers – inclusief gepensioneerden – straks meer bereid zijn om een korte termijn pensioenverlaging te accepteren als er geen aanspraken meer zijn. In dat geval ligt aandelenafdekking juist minder voor de hand. Al deze afwegingen zullen per pensioenfonds en deelnemersbestand verschillen en maken maatgericht risicobeleid mogelijk.

Inflatierisico

Last but not least: inflatie. Het nieuwe pensioencontract heeft de potentie om ervoor te zorgen dat er meer aandacht komt voor dit belangrijke risico voor pensioenen. In het FTK krijgt inflatierisico niet altijd de aandacht die het verdient. Gezien de relatief lage reële dekkingsgraden van veel pensioenfondsen is inflatieafdekking voor hen op dit moment niet opportuun. Ook kunnen de nominale eisen vanuit het FTK op dit moment nog knellend zijn bij het opstellen van een reël beleid. Het nieuwe contract schept mogelijk meer ruimte voor het beheersen van inflatierisico. De technische uitkering van het contract zal hierover meer duidelijkheid moeten geven.





Cardano Risk Management B.V. | Weena 690, 21e etage, Postbus 19293, 3001 BG Rotterdam

Statutair gevestigd te Amsterdam - KvK-nummer: 24308915