



Gosse Alserda
Investment Strategist



Jenze Sibma
Investment Strategist



Arjen Tebbenhof
Investment Strategist

Deze zomer hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In deze serie bespreken we het pensioenakkoord en de gevolgen voor het beleggingsbeleid. Dit eerste artikel gaat in op de basis: wat houdt het pensioenakkoord precies in en hoe wordt het rendement toebedeeld aan leeftijdscohorten in het Nieuwe Contract?

Onderstaande tabel geeft een samenvatting van het Nieuwe Contract en vergelijkt dit met het huidige FTK en de Wet Verbeterde Premieregeling (WVP).

Tabel 1: Verschillen met het Nieuwe Contract			
	Huidig FTK	Nieuwe Contract (2020)	Wet Verbeterde Premieregeling
Soort regeling	Uitkeringsregeling	Premieregeling	Premieregeling
Soort opbouw	Aanspraken	Vermogen	Vermogen
Premie	Doorsneemethodiek	Vast percentage	Wordt vast percentage, nu nog progressief tarief
Zekerheidsmaatstaf (VEV)	97,5% zekerheid	N.v.t.	N.v.t.
Voorziening pensioenverplichtingen, DG	Ja	Nee	Nee
Intergenerationele risicodeling	Langleven, intergenerationeel via dekkingsgraad	Langleven, intergenerationeel via solidariteitsreserve ($\leq 10\%$)	Langleven in uitkeringsfase. Solidariteitsreserve in nieuwe opzet?
Rekenrente	Risicovrij	(Prudent) projectierendement	(Prudent) projectierendement
Renterisico	Jong/oud delen renterisico	Geen deling renterisico tussen leeftijdscohorten	Geen deling renterisico jong/oud
Beleggingsbeleid	Collectief	Collectief	Individuele potjes met lifecycle
Toedeling rendement	Uniform, collectief via dekkingsgraad	Gericht naar leeftijdscohorten	Gericht naar individuen

De belangrijkste veranderingen in dit Nieuwe Contract zijn dat er niet meer met pensioenaanspraken wordt gewerkt en als gevolg daarvan is er ook geen dekkingsgraad meer. Tevens wordt de nominale zekerheid (bekend van “vereist eigen vermogen”) losgelaten. Duidelijk is dat er de nodige overeenkomsten zijn tussen het Nieuwe Contract en de WVP, met name als ook bij een WVP zou worden gewerkt met een solidariteitsreserve.

Wat zijn de verschillen met het huidige FTK en bestaande DC regelingen?

Huidig FTK

In het huidige FTK zorgen buffers voor een aanzienlijke demping van veranderingen in de hoogte van het pensioen. Van nominale zekerheid is veelal al geen sprake meer, maar pensioen wordt pas gekort als de dekkingsgraad erg laag is en/of vijf jaar lang onder ongeveer 105% ligt. Hier staat tegenover dat verhogingen pas plaats vinden als aanzienlijke buffers zijn opgebouwd: volledige compensatie van de inflatie kan veelal pas bij dekkingsgraden hoger dan circa 125%. In het Nieuwe Contract bewegen pensioenen directer mee met de financiële markten. Zonder buffers zit er minder geld 'vast' in het systeem en kunnen deelnemers dan ook eerder profiteren. In goede jaren worden pensioenen sneller verhoogd, maar bij een tegenvallende economie en lagere rendementen is eerder sprake van een verlaging van het pensioen. Eerste rekenexercities van het Centraal Planbureau en de Pensioenfederatie bevestigen bovenstaand beeld, waarbij geldt dat de precieze uitkomsten pensioenfonds-specifiek zijn en elk fonds uiteindelijk zelf deze rekensom zal gaan maken.

Wet Verbeterde Premiereregeling

Het Nieuwe Contract is een premiereregeling, waarbij er sprake is van voor de uitkering gereserveerde persoonlijke vermogens. Straks worden de beleggingsrisico's die deelnemers lopen afgestemd op de leeftijd, waardoor via impliciete lifecycles wordt belegd. Wat is dan nog het verschil met de bestaande Wet Verbeterde Premiereregeling (WVP)?

- In de WVP is sprake van bottom-up collectief beleggen: afhankelijk van de risicohouding en leeftijd van de deelnemer wordt een beleggingsmix gekozen. Het collectieve zit hem in het 'poolen' van individuele vermogens in beleggingsfondsen. Naarmate een deelnemers ouder wordt, schuift deze door naar een minder risicovolle mix. In het Nieuwe Contract wordt ook collectief belegd en wordt het fondsrendement via verdeelregels aan de leeftijdscohorten toegekend, wat anders lijkt dan de Verbeterde Premiereregeling. Toch is er op dit vlak geen wezenlijk verschil tussen het Nieuwe Contract en de Verbeterde Premiereregeling, omdat in het Nieuwe Contract de risicohouding per leeftijdscohort een belangrijke rol gaat spelen en er mogelijk toch een trend komt om ook in dit Nieuwe Contract het beleggingsbeleid meer bottom-up te gaan vaststellen.
- Een verschil is dat bij de Verbeterde Premiereregeling meer keuzevrijheid kan zijn waardoor deelnemers zelf invloed hebben op het risicoprofiel van de eigen beleggingen. Deelnemers in de Verbeterde Premiereregeling hebben ook de keuze tussen een vaste of een variabele uitkering, iets wat in beginsel niet mogelijk is in het Nieuwe Contract. Tevens kent de Verbeterde Premiereregeling in de meeste gevallen shoprecht voor pensioenuitvoerders.
- In het Nieuwe Contract is de leenrestrictie opgeheven waardoor het ten opzichte van de bestaande WVP veel eenvoudiger wordt om voor jongeren een zeer hoog percentage aandelen in de beleggingsmix op te nemen of in grotere mate het renterisico af te dekken. In de praktijk leidt dit naar verwachting wel tot de nodige vragen wie de verliezen opvangt als het rendement tegen valt.
- In beginsel kent de WVP geen solidariteitsreserve al mogen bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen die straks in de WVP wél inzetten. De minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid kijkt nog naar de mogelijkheden voor ondernemingspensioenfondsen.

Solidariteitsreserve

In het Nieuwe Contract is een Collectieve solidariteitsreserve opgenomen ten behoeve van de risicodeling tussen huidige én toekomstige generaties. Doel is om de pensioenopbouw van toekomstige deelnemers alvast mee te laten delen in collectieve risico's die het fonds loopt, om zo het risicodraagvlak van het fonds te vergroten. De omvang is minimaal 0% en maximaal 15% en de reserve wordt gevuld uit premie (max. 10%) en/of max. 10% van het overrendement. De uitdeelregels moeten evenwichtig zijn; een voorbeeld is het beperken van verlagingen in de uitkeringsfase en het voorkomen van negatieve vermogens voor jongeren.

Mogelijke impact op beleggingsbeleid

We gaan in een aantal volgende artikelen in op de diverse aspecten rondom het beleggingsbeleid in het Nieuwe Contract. Aan bod komen onder meer de verdeelregels tussen de cohorten en de link daarbij met lifecycle beleggen, welke rol renterisico nog speelt in het Nieuwe Contract en de vraag of op een zelfde manier naar beleggingsrisico kan worden gekeken, wat de invloed kan worden van de vast te stellen set met projectierendementen die wordt gebruikt in communicatie aan deelnemers en de vraag of specifieke beleggingscategorieën interessanter worden om op te nemen in de portefeuille of misschien juist van minder toegevoegde waarde zijn. Dit eerste deel gaat in op de rendementstoedeling: hoe werkt dit nu precies, wat is het achterliggende idee en wat zijn de belangrijkste verschillen met de huidige DB- en DC-regelingen?

Toedeling rendementen

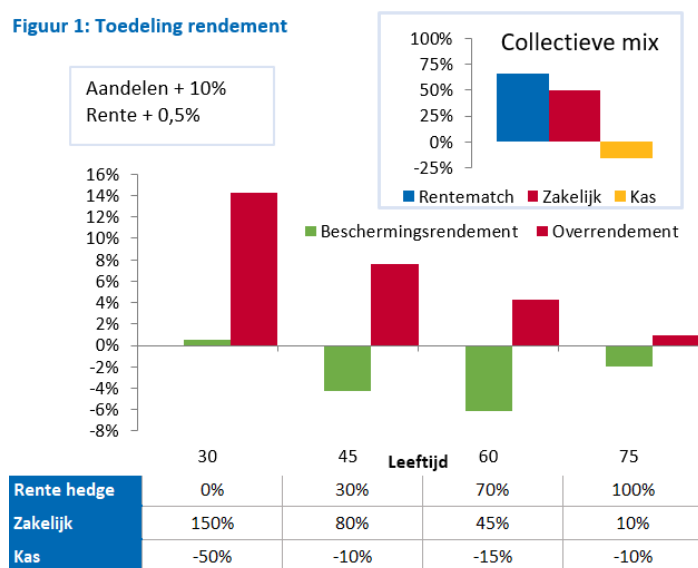
Hoe gaat dit in zijn werk?

Het aan de deelnemers van elk van de leeftijdscohorten bij te schrijven rendement bestaat uit twee onderdelen. Ten eerste krijgen deelnemers een beschermingsrendement toegekend dat renteschokken opvangt. Dit rendement wordt bepaald op basis van de rentetermijnstructuur, zoals gepubliceerd door DNB. Het daadwerkelijk met beleggingen behaalde rendement boven of onder dit vastgestelde beschermingsrendement is 'over' en wordt met een op voorhand vastgestelde verdeelsleutel naar risicodraagkracht en in lijn met de risicohouding over de deelnemers verdeeld.

Voorbeeld

Het volgende voorbeeld illustreert dit. Jongeren zijn hier voor 150% aan het overrendement blootgesteld en oudere deelnemers (75 jaar) nog maar voor 10%. De beleggingscategorie kas is van belang om duidelijk te maken dat er voor sommige cohorten geld zal moeten worden geleend om de juiste exposure te verkrijgen. Hierover wordt een rentevergoeding berekend en dit komt toe aan deelnemers die juist minder beleggingsrisico dragen en daarmee in feite in het collectief een deel van hun vermogen ter beschikking stellen voor anderen. In de praktijk kan de lening ook worden gerealiseerd door gebruik te maken van derivaten zoals renteswaps of derivaten op aandelen om zo efficiënt mogelijk de beleggingen in te vullen.

Figuur 1: Toedeling rendement



In het voorbeeld stijgen de aandelenmarkten 10% en stijgt de rente van 0,5% naar 1,0%.

Waarneembaar is dat jongeren een relatief hoog rendement behalen door de grote blootstelling naar aandelen. De ouderen maken verlies op de renteafdekking maar dit hoeft niet te betekenen dat hun uitkering hierdoor daalt: voor de 75-jarige blijft deze door een 100% afdekking gelijk. Hier is de impact van rente overigens ook al kleiner door de lagere resterende duratie van het pensioen.

Dit is één van de voordelen van het Nieuwe Contract: de risico's kunnen beter passend worden gemaakt voor groepen individuen met soortgelijke leeftijd.

Verondersteld is dat het collectieve fondsvermogen belegd is conform de som van de individuele leeftijdscohorten. Als het collectieve fondsvermogen hiervan afwijkt dan heeft dit geen invloed op het beschermingsrendement. De impliciete blootstelling aan beleggingsrisico's per leeftijdscohort is in dat geval echter wel anders dan het in de figuur opgenomen overrendement. De gehanteerde gewichten fungeren als relatieve toedelingsfactoren. Een groter beleggingsrisico op totaalniveau zal neerslaan bij elk van de leeftijdscohorten, waarbij de relatieve verschillen tussen cohorten blijven bestaan. Ook het afwijken van de werkelijke rentegevoeligheid van de beleggingen van hetgeen nodig is voor het beschermingsrendement leidt tot een risico in het overrendement. Bij de vraag of het voor kan komen dat het totaal beleggingsrisico veel afwijkt van bijvoorbeeld de in de tabel opgenomen gewichten is het relevant of in het Nieuwe Contract wordt belegd volgens een top-down benadering of toch via een bottom-up aanpak.

In een volgend artikel gaan we in op de renteafdekking in het Nieuwe Contract: waarom wordt er nog renterisico afgedekt en hoeveel is voor verschillende leeftijdscohorten nog optimaal? Ook wordt gekeken naar de voor- en nadelen van een beschermingsrendement gebaseerd op de DNB rentetermijnstructuur in plaats van werkelijke rendementen. Tot slot gaan we in op hoe deze verdeelregels precies vorm te geven (dus hoe kan een optimale impliciete lifecycle er uitzien) en de intuïtie achter de reden waarom in het Nieuwe Contract jongeren meer beleggingsrisico toebedeeld krijgen dan ouderen.

Belangrijke informatie

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.