



**Gosse Alserda**  
Investment Strategist



**Jenze Sibma**  
Investment Strategist



**Arjen Tebbenhof**  
Investment Strategist

Afgelopen 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 vijfde artikel vergelijkt de twee typen premiereregelingen uit het pensioenakkoord: het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premiereregeling. Wat zijn de verschillen en overeenkomsten tussen deze twee regelingen en welke mogelijkheden bieden ze voor het optimaal inrichten van de beleggingsportefeuille?

### Nieuwe pensioencontract (NPC)

In het eerste artikel van deze serie bespreken we de werking van het nieuwe pensioencontract (NPC). Samengevat wordt in dit nieuwe contract collectief belegd. Het collectieve rendement komt aan verschillende deelnemers, via leeftijdscohorten, toe via bepaalde toedelingsregels. De toedelingsregels zorgen ervoor dat deelnemers niet meer risico's lopen dan beoogd. Het contract biedt flexibiliteit om het rendement en risicoprofiel van de gehele portefeuille ineens te optimaliseren.

### Verbeterde premiereregeling (WVP)

Een andere optie is de bestaande premiereregeling, ook wel verbeterde premiereregeling. Deze wordt onder meer gekenmerkt door een gescheiden opbouw- en uitkeringsfase, waarbij op pensioendatum een opgebouwd individueel pensioenkapitaal wordt omgezet in een levenslange pensioenuitkering. De deelnemer kan daarbij op de pensioendatum kiezen tussen een vaste pensioenuitkering of een variabele pensioenuitkering. Bij de variabele uitkering wordt het pensioenkapitaal in de uitkeringsfase in een bepaalde mate risicodragend doorbelegd.

Belangrijk verschil met het nieuwe pensioencontract is dat voor iedere deelnemer een beleggingsportefeuille wordt aangehouden en er in de opbouwfase in beginsel geen deling is van beleggingsrisico's met andere deelnemers. De verbeterde premiereregeling is in die zin makkelijker te doorgronden; elke deelnemer kan door middel van koersen en rendementen van beleggingsfondsen precies zien waar het rendement van de beleggingsportefeuille vandaan komt. Tevens kan er op individueel niveau aansluiting worden gezocht tussen beleggingsrisico en risicohouding van de deelnemer, waar in het nieuwe pensioencontract de toedelingsregels op cohortniveau worden vastgesteld. Bij de verbeterde premiereregeling kan gebruik gemaakt worden van verschillende beleggingsprofielen. Hier kunnen deelnemers ook tussen switchen wanneer dat bijvoorbeeld beter past bij nieuwe omstandigheden in het persoonlijke leven. In de volgende tabel worden de verschillen op een rij gezet.

**Tabel 1: Eigenschappen type premiereregelingen**

Eigenschap	Nieuwe pensioencontract	Verbeterde premiereregeling
Type regeling	Premieregeling met collectief beleggingsbeleid	Premieregeling met individueel pensioenvermogen en beleggingsprofiel
Keuzevrijheid	Nee	Ja
Leenrestrictie	Nee	Ja
Solidariteitsreserve	Verplicht	Optie voor verplicht gestelde fondsen
Complexiteit deelnemer	Hoog	Laag; los van profielkeuze

## Verschillen in beleggingsbeleid

De verschillen tussen beide regelingen hebben gevolgen voor de mogelijkheden binnen het beleggingsbeleid. Hieronder bespreken we de vijf belangrijkste verschillen en proberen deze, in zoverre mogelijk, te kwantificeren. Dit dient echter enkel ter illustratie omdat de daadwerkelijke impact sterk afhankelijk is van de specifieke situatie, kenmerken van de populatie en beleggingsovertuigingen.

### 1. Leenrestrictie

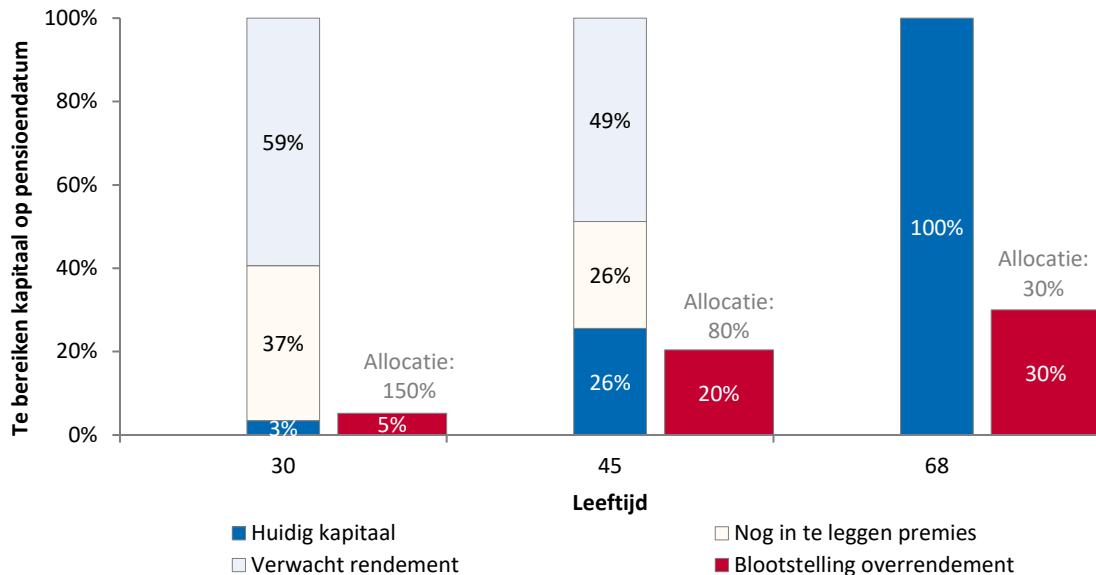
Waar bij de WVP een leenrestrictie geldt<sup>1</sup> is dit niet het geval voor NPC. Dit betekent dat binnen het NPC het mogelijk is om meer dan 100% blootstelling te bewerkstelligen naar zakelijke waarden. Hoewel het vanuit het huidige kader controversieel lijkt om te beleggen met geleend geld kan dit – vooral voor jongeren - in theorie welvaartswinst opleveren. Doordat voor jongeren nog maar weinig premies zijn ingelegd en naar verwachting nog veel premies ingelegd gaan worden, is het huidige pensioenkapitaal ten opzichte van het te verwachten pensioenkapitaal zeer klein. Hoewel de blootstelling naar beleggingen bij het gebruik van leverage groot is (>100%) in vergelijking met het huidige kapitaal is het gewicht in relatie tot het verwacht kapitaal normaal gesproken laag. Dit is ook te zien in onderstaande figuur.

Als de leenrestrictie wel toegepast zou worden, dan zou het behalen van een hoog rendement enkel mogelijk zijn door volledig te beleggen in beleggingen met een hoog risicoprofiel. Dit is ook zichtbaar in het beleggingsbeleid voor bestaande beschikbare premiereregelingen waar voor jongeren een zeer hoog percentage van het kapitaal in aandelen worden belegd. Zonder leenrestrictie kan ook voor jongeren een beter gespreide portefeuille worden geconstrueerd, met een gunstiger verhouding tussen rendement en risico. Door meer dan 100% te beleggen in deze portefeuille is men beter af dan met een geconcentreerde portefeuille met enkel aandelen.

Een allocatie naar zakelijke waarden van meer dan 100% hoeft dus niet per definitie meer risico te bevatten dan een allocatie die gelimiteerd is op 100%, maar kan ook met hetzelfde risico een hoger verwacht rendement opleveren via een beter gespreide portefeuille.

<sup>1</sup> Hoewel de leenrestrictie geldt op portefeuilleniveau kan er wel belegd worden in fondsen met leverage. Hierdoor kan meer dan 100% blootstelling worden verkregen. In de praktijk blijkt dit echter veelal ongewenst vanwege de extra complexiteit die dit oplevert.

**Figuur 1: Percentage zakelijke waarden t.o.v. te bereiken kapitaal en huidige pensioenpot**



Bron: Aegon Asset Management, geabstraheerd van loongroei en inflatie.

Deze figuur laat de blootstelling naar zakelijke waarden zien t.o.v. het verwachte pensioenkapitaal. Hoewel jongeren relatief veel blootstelling hebben naar zakelijke waarden in het voorbeeld t.o.v. hun huidig kapitaal (150%), is de blootstelling t.o.v. het verwachte kapitaal (4,5%) zeer beperkt. De impact op het verwachte pensioen is daarmee beperkt.

Om de meerwaarde van het vervallen van de leenrestrictie te kunnen inschatten gebruiken we een simulatiemodel<sup>2</sup> en laten we de impact zien op risico en rendement voor twee verschillende lifecycles:

- Een lifecycle zonder leenrestrictie die in hoofdlijnen gebaseerd is op de invulling die het Centraal Planbureau hanteerde<sup>3</sup> waarbij blootstelling aan overrendement afbouwt van 150% naar 35%
- Dezelfde lifecycle met leenrestrictie waarbij de blootstelling aan overrendement wordt gemaximeerd op 100%

Beide lifecycles zijn getoond in figuur 2. Hier is te zien dat de blootstelling naar zakelijke waarden lager is met een leenrestrictie voor leeftijdscohorten tot 48 jaar, hierna is blootstelling gelijk.

In deze analyse gaan we er eerst vanuit dat ook bij een leenrestrictie het wel mogelijk is om dezelfde renteafdekking te realiseren. In een later stadium kijken we ook naar een lifecycle waar de leenrestrictie ook voor de renteafdekking geldt.

De lifecycle zonder leenrestrictie komt in dit voorbeeld uit op een gemiddeld pensioeninkomen dat **5,0%** hoger is dan met een leenrestrictie. Als we echter kijken naar het slecht weer scenario – het 5% percentiel – dan zijn de twee varianten vrijwel niet van elkaar te onderscheiden en doet de variant zonder leenrestrictie het licht (0,5%) beter, terwijl bij het 2,5% percentiel de variant zonder leenrestrictie het zeer beperkt slechter (-0,2%) doet. Kortom, de afwezigheid van een leenrestrictie voegt gemiddeld genomen waarde toe ondanks een beperktere impact in worst case scenario's.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Op basis van de uniforme scenarioset (gebruikt voor o.a. haalbaarheidstoets) 2020-Q4 van de Nederlandsche Bank, maar zonder rentetrend.

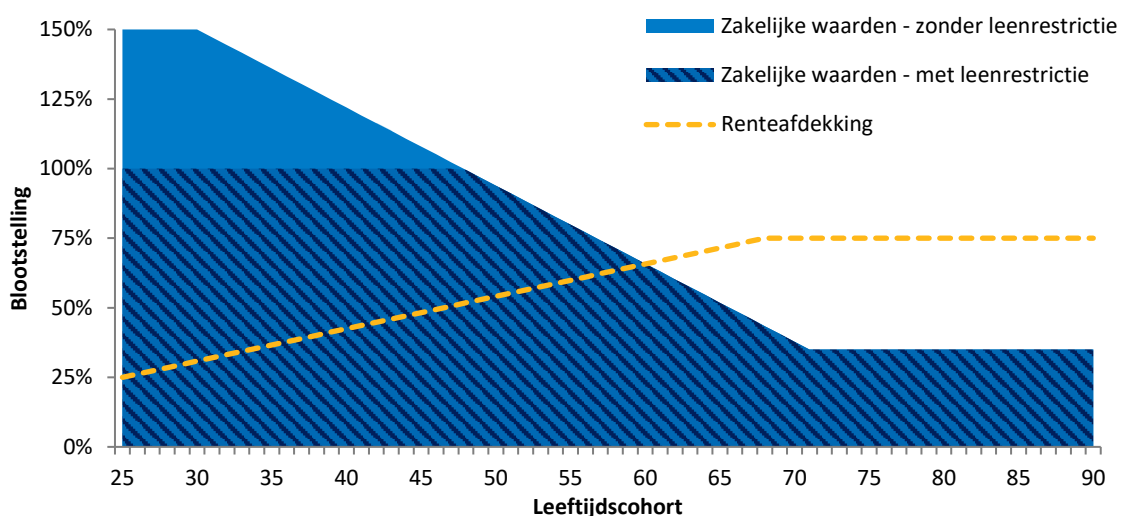
<sup>3</sup> Centraal Planbureau, 2020, Het doorontwikkelde contract: beschrijving van varianten, opties en resultaten, CBP Achtergronddocument. Rapport op <https://www.cpb.nl/nieuwe-pensioenregels#docid-160251>.

<sup>4</sup> Bij het toepassen van leverage zijn er uiteraard wel scenario's waarbij het pensioenkapitaal sterk daalt gedurende de opbouw. De volatiliteit tijdens de opbouw gaat daardoor wel omhoog met leverage. Echter omdat dit in latere jaren veelal wordt gecorrigeerd vertaald dit zich vrijwel niet terug in volatiliteit van daadwerkelijke pensioenuitkeringen.

Het feit dat het neerwaarts risico vrijwel gelijk blijft, lijkt misschien verrassend, maar is het gevolg van het feit dat het extra risico vooral op jonge leeftijd wordt gelopen. Deze deelnemers hebben nog een lange tijd om eventuele slechte rendementen goed te maken en leggen bovendien nog veel premies in die het risico op een slecht pensioenresultaat dempen.

In deze analyse is overigens nog niet meegenomen dat door het vervallen van de leenrestrictie een beter gediversifieerde portefeuille kan worden aangehouden. Hierdoor zijn naar verwachting nog wat betere resultaten mogelijk.

**Figuur 2: Voorbeeld lifecycles met en zonder restricties**



Bron: Aegon Asset Management.

## 2. Illiquide beleggingen

Door de huidige economische omgeving met lage verwachte rendementen gaat de nodige aandacht uit naar minder makkelijk verhandelbare (illiquide) beleggingen. Bij een vergelijkbaar risicoprofiel zijn de verwachte rendementen hier hoger. Te denken valt aan onroerend goed, hypotheek en private equity. Hoewel het voor beide regelingen in principe mogelijk is om in illiquide beleggingen te investeren, verschilt de mate waarin dit in de praktijk wordt toegepast.

Illiquide beleggingen zijn het makkelijkst te integreren indien het pensioenvermogen stabiel of in elk geval voorspelbaar is qua omvang en risicoprofiel. Marktbewegingen beïnvloeden immers het gewicht van beleggingen en het is gewenst dat de portefeuille na schokken op financiële markten weer kan worden teruggestuurd naar het gewenste risicoprofiel en bijbehorende strategische samenstelling. Illiquide beleggingen kunnen niet op korte termijn worden verhandeld, dus wordt de portefeuille bijgestuurd met liquide beleggingen zodanig dat het risicoprofiel inclusief illiquide beleggingen weer klopt. De mogelijkheid voor deelnemers om binnen het WVP in de uitkeringsfase te kiezen voor een vaste annuïteit in plaats van een variabele uitkering en om in de opbouwfase invloed uit te oefenen op de vaststelling van hun risicohouding biedt meer onzekerheid over de gewenste samenstelling van de beleggingen en noodzakelijke bijsturingstransacties. Dit maakt het binnen WVP wenselijk een veiligheidsmarge in te bouwen ten aanzien van het percentage illiquide beleggingen.

Zoals in het kader hiernaast is toegelicht, biedt een combinatie van liquide en illiquide beleggingen in een fonds vaak een oplossing voor het opnemen van illiquide beleggingen in het WVP.

Het zo veel als mogelijk werken met een beperkt aantal gediversifieerde return- en matchingportefeuilles waarin alle deelnemers participeren, vergroot de mogelijkheden van het opnemen van illiquide beleggingen. Dit verkleint echter de mogelijkheden van het toespitsen van beleggingen op de leeftijd van deelnemers. Gegeven de leenrestrictie hebben jongeren bijvoorbeeld met name een hoge allocatie naar aandelen vanwege het hoge verwachte rendement en komt echte diversificatie vaak pas op latere leeftijd in het beleid terug. In het NPC zonder leenrestrictie kan ook op jongere leeftijd sprake zijn van betere diversificatie terwijl het verwachte rendement hoog blijft. Deze gediversifieerde collectieve portefeuille van het NPC biedt net zo grote mogelijkheden voor opname van illiquide beleggingen als portefeuilles in het FTK.

## Illiquide beleggingen in WVP

Het combineren van liquide en illiquide beleggingen in een beleggingsfonds vormt vaak de oplossing om illiquide beleggingen op te nemen binnen WVP. Hierbij verschaffen de liquide beleggingen de liquiditeit die nodig is voor bijvoorbeeld rebalancing van de portefeuille als gevolg van marktbevingen of vanwege het na een rentestijging moeten bijstorten in een fonds voor renteafdekking. Een plotseling grote uitstroom van kapitaal uit gecombineerde beleggingsfondsen kan er voor zorgen dat de fondsen zonder liquide beleggingen komen te zitten. De resterende deelnemers in deze fondsen hebben hierbinnen dan nog enkel blootstelling naar illiquide beleggingen en het risicoprofiel van hun portefeuille kan mogelijk niet volledig worden bijgestuurd omdat verdere verkoop van het illiquide fonds onmogelijk is.

Om dit voorkomen wordt het gewicht illiquide beleggingen vaak beperkt zodat dit probleem zich minder snel voordoet. Hierdoor is er binnen WVP vaak minder ruimte voor illiquide beleggingen dan binnen NPC.

Wij denken daarom dat op de lange termijn in veel WVP regelingen het gewicht van illiquide beleggingen lager zal zijn. Ter illustratie gaan we uit van een 10%-punt hoger percentage illiquide beleggingen in het NPC dan in het WVP vanwege het geschetste effect van de verwachte keuzevrijheid in de WVP en de verwachting dat het opdelen van de beleggingen in kleinere matching- en returnportefeuilles het minder eenvoudig maakt te voldoen aan rebalancing vereisten en bijvoorbeeld het leveren van onderpand voor renteafdekking. Uitgaande van een prudente illiquiditeitspremie van 1% betekent dit een jaarlijks voordeel vanuit de illiquiditeitspremie voor het NPC van 0,1% van het totaal rendement ten opzichte van WVP<sup>5</sup>. Door rendement op rendement zorgt dit – in hetzelfde voorbeeld als hierboven – voor een gemiddelde pensioenuitkering die ca. **3,6%** hoger is terwijl het neerwaarts risico afneemt.

### 3. Renteafdekking

Binnen de WVP is het normaal gesproken lastig om renteafdekking in te richten voor jonge deelnemers. Vanwege de lange tijd tot pensioen – dus hoge duratie – is er veel onderpand nodig indien gebruik gemaakt wordt van renteswaps. Doordat het onderpand uit de eigen beleggingen moet komen, kan dit alleen als de blootstelling naar zakelijke waarden verlaagd wordt. Dit is echter niet gewenst vanwege de relatief interessante eigenschappen van zakelijke waarden op de lange termijn. Uit eerder onderzoek<sup>6</sup> blijkt dat er binnen het NPC daarentegen volop ruimte is om de renteafdekking in te richten zoals gewenst, waarbij alleen voor zeer jonge fondsen de collectieve portefeuille een restrictie vormt.

Het ontbreken van renteafdekking op jonge leeftijd verlaagt het verwachte pensioen (tenzij verwacht wordt dat de rente gaat stijgen, zie het vierde artikel in deze serie) en zorgt voor een hogere volatiliteit van het verwachte pensioen. Als we de renteafdekking in onze voorbeeld-lifecycle (met leenrestrictie) beperken tot wat mogelijk is na

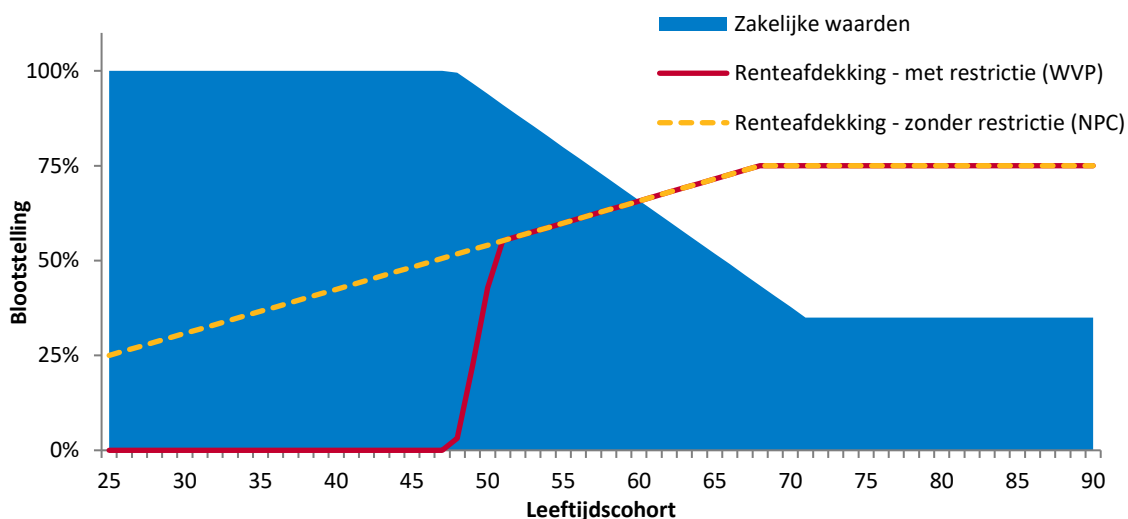
<sup>5</sup> De illiquiditeitspremie zal in het NPC via het overrendement worden uitgekeerd. Uitgaande van een overrendementsportefeuille die 50% van het totaal vermogen beslaat is het overrendement hierdoor naar verwachting 0,2% (= 0,1% / 50%) hoger.

<sup>6</sup> Alserda, Sibma en Tebbenhof (2021). Renteafdekking in het nieuwe pensioencontract. Gewenste blootstelling en invulling op collectief niveau. VBA Journaal, 37 (145). p. 18-23.

de allocatie naar zakelijke waarden – en uitgaande van onderpand ter hoogte van 50 x de rentegevoeligheid (PV01) van de renteafdekking – dan krijgen we de lifecycle die getoond is in figuur 3. Als gevolg hiervan neemt het verwachte pensioen af. De waarde van een hogere afdekking zoals wel mogelijk is in het NPC is in dit geval gemiddeld **3,3%**, terwijl het slecht weer scenario van het NPC zelfs 4,9% hoger is.

De uitkomsten zijn echter sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de rente. Wanneer verwacht wordt dat de rente substantieel gaat stijgen is het in veel gevallen niet gewenst om op jonge leeftijd de rente af te dekken en heeft deze extra restrictie dus geen negatieve impact. Ongeacht de rentevisie leidt een hogere renteafdekking voor jongeren altijd tot een lagere volatiliteit van het pensioenresultaat, maar ook tot een toename van de volatiliteit van het pensioenkapitaal. Hoewel in theorie vooral het pensioenresultaat van belang is, letten deelnemers in de praktijk mogelijk sterker op het jaarlijks getoonde kapitaal.

**Figuur 3: Voorbeeld lifecycles met en zonder beperking renteafdekking**



Bron: Aegon Asset Management.

#### 4. Keuzevrijheid

Een voordeel van individuele premiereregelingen is dat het deelnemers de mogelijkheid geeft om het beleggingsbeleid aan te passen in lijn met persoonlijke voorkeuren en de persoonlijke situatie. Deelnemers die risicomijdend zijn kunnen minder beleggingsrisico nemen terwijl risicozoekende deelnemers juist meer beleggingsrisico kunnen nemen zolang hun situatie dat toestaat. Ook tijdens de uitkeringsfase kunnen deelnemers kiezen of ze een vaste of variabele uitkering willen ontvangen. Het aanpassen van het beleggingsbeleid aan persoonlijke voorkeuren en de situatie zorgt dat deelnemers meer welvaart uit het verwachte pensioeninkomen halen. Onderzoek<sup>7</sup> laat zien dat door een betere match tussen beleggingsbeleid en voorkeuren tot meer dan **10%** aan welvaartswinst behaald kan worden. Dit is echter wel sterk afhankelijk van de specifieke situatie. Het ontbreken van de leenrestrictie zoals in WVP het geval is, zorgt voor minder mogelijkheden in het beleggingsbeleid en daardoor ook voor minder meerwaarde van de keuzevrijheid.

De meerwaarde van keuzevrijheid is sterk afhankelijk van enerzijds de heterogeniteit van de populatie en anderzijds hoeveel deelnemers een (afwijkende) keuze maken en in hoeverre deze keuze ook daadwerkelijk aansluit bij hun voorkeuren en situatie. Met behulp van een uitvraag van de risicobereidheid kunnen deelnemers geactiveerd en geadviseerd worden en kan de meerwaarde van keuzevrijheid vergroot worden. Tegelijkertijd blijkt in de praktijk dat

<sup>7</sup> Alserda, Dellaert, Swinkels, & van der Lecq (2019). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206-225; Potter & Grooters (2018). Vast of variabel? Een persoonlijke keuze. *Tijdschrift voor pensioenvraagstukken* 2018/6.



een merendeel van de deelnemers (veelal meer dan 90%) uiteindelijk geen afwijkende keuze maakt. Het is daarom maar de vraag hoeveel meerwaarde keuzevrijheid in de praktijk biedt.

## 5. Solidariteitsreserve

De solidariteitsreserve is een verplicht onderdeel binnen het NPC en – voor verplicht gestelde pensioenfondsen – een mogelijkheid binnen WVP. Via de solidariteitsreserve is het mogelijk intergenerationele risicodeling te organiseren, kunnen schommelingen in pensioenuitkomsten worden gedempt en kunnen niet verhandelbare risico's (bijv. macro langlevensrisico) worden gedeeld. Dit zou tot een gunstiger risico-/rendementsprofiel kunnen leiden en levert daarmee welvaartswinst op. Binnen wettelijke grenzen lijkt er veel mogelijk te zijn met betrekking tot de manier van vullen en uitdelen van de solidariteitsreserve. De omvang van welvaartswinsten vanuit de solidariteitsreserve hangt naar verwachting sterk af van de precieze regels en eveneens speelt de initiële omvang ervan een rol. Dit maakt het lastig een welvaartsverhogend effect vanuit de solidariteitsreserve te kwantificeren.

## Conclusie

De keuze tussen NPC en WVP heeft gevolgen voor de mogelijkheden om het beleggingsbeleid optimaal in te richten. De afwezigheid van de leenrestrictie, gecombineerd met meer mogelijkheden voor illiquide beleggingen en het inrichten van renteafdekking op jonge leeftijd zorgt voor een verwacht pensioen binnen het NPC dat – in ons gestileerde voorbeeld – hoger is dan mogelijk is binnen WVP. Hier staat tegenover dat er binnen WVP keuzevrijheid is, wat in theorie tot welvaartswinst kan leiden. Ten slotte biedt de solidariteitsreserve potentieel meerwaarde wat een voordeel is voor het NPC ten opzichte van WVP voor niet-verplichtgestelde pensioenfondsen. In de volgende tabel worden de verschillen op een rij gezet.

Vanuit beleggingsoptiek is de voorkeur tussen NPC en WVP daarom afhankelijk van enerzijds meer mogelijkheden voor een efficiënte portefeuille binnen het NPC en anderzijds de beschikbaarheid van keuzevrijheid binnen WVP. Wij realiseren ons dat er ook andere belangrijke elementen een rol spelen bij de keuze tussen de twee regelingen, zoals uitlegbaarheid. Wij adviseren u daarom graag over deze keuze.

Tabel 2: Verschillen in beleggingsbeleid

Eigenschap	Nieuwe pensioencontract	Verbeterde premieregeling
Leenrestrictie	Niet van toepassing, vooral voor jongeren meerwaarde om meer dan 100% blootstelling te hebben naar zakelijke waarden	Maximaal 100% belegd, zorgt voor een slechter risico-/rendementsprofiel
Illiquide beleggingen	Binnen collectieve portefeuille – tot zekere hoogte – geen probleem	Beperkter mogelijk via fondsen die liquide en illiquide beleggingen combineren
Renteafdekking	Volop ruimte om naar wens in te richten	Beperkt mogelijk (i.c.m. gewenste allocatie zakelijke waarden) voor jongeren
Keuzevrijheid	Geen	Beschikbaar, maar heeft alleen meerwaarde als deelnemers daadwerkelijk afwijkende keuzes maken
Solidariteitsreserve	Verplicht, meerwaarde is fondsspecifiek	Optie voor verplichtgestelde fondsen, meerwaarde fondsspecifiek

### 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.

Historisch rendement vormt geen indicator voor toekomstig rendement. Toekomstige uitkomsten, waaronder uitbetalingen van inkomen, zijn niet gegarandeerd en kunnen afwijken van het historisch rendement.