



Gosse Alserda
 Investment Strategist



Jenze Sibma
 Investment Strategist



Arjen Tebbenhof
 Investment Strategist

In de zomer van 2020 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 zevende artikel gaat in op de overbruggingsperiode tot het nieuwe pensioenstelsel. Is het verstandig om alvast voor te sorteren op een nieuwe regeling, of moeten risico's worden verlaagd om de transitie makkelijker te maken? Ten slotte zullen we in gaan op het 'transitie-FTK'.

Pensioenfondsen die invaren in het nieuwe pensioenstelsel (uiterlijk 1 januari 2027) moeten tijdig een keuze maken tussen de solidaire premieregeling en de flexibele premieregeling¹. De keuze voor één van deze regelingen heeft gevolgen voor het gewenste beleggingsbeleid. Deze gevolgen hebben we in de eerdere artikelen in deze serie besproken. De overgang – en keuzes – richting het nieuwe stelsel hebben echter mogelijk ook gevolgen voor het beleggingsbeleid in de overbruggingsfase.

Grofweg kunnen we drie mogelijkheden onderscheiden voor het beleggingsbeleid in de overbruggingsfase, die ook gecombineerd kunnen worden:

1. Beleid **ongewijzigd** voortzetten
2. **Anticiperen** op de nieuwe regeling
3. Risico's voorafgaand aan **invaren** verlagen

1. Beleid ongewijzigd voortzetten

De eerste optie is om het beleggingsbeleid ongewijzigd voort te zetten. Belangrijk argument hiervoor is dat in de tussentijd de huidige FTK regels (grotendeels) gelijk blijven en dat er geen onderscheid gemaakt kan worden naar leeftijdscohorten. Oftewel, de dekkingsgraad blijft in de tussentijd bestaan en alle veranderingen in het beleggingsbeleid hebben – via de dekkingsgraad – impact op alle leeftijdscohorten. Bovendien verandert de risicohouding van de deelnemers niet door invoering van een nieuw stelsel, hooguit hoe risico's zich manifesteren. Door geen veranderingen door te voeren wordt voorkomen dat bepaalde leeftijdsgroepen worden bevoordeeld ten opzichte van anderen. Een nadeel van het vasthouden aan het bestaande beleid is dat de portefeuille mogelijk ingrijpend(er) moet worden aangepast op het moment van overgang naar het nieuwe stelsel.

¹ Voorheen bekend als het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premieregeling.

2. Anticiperen op de nieuwe regeling

Wanneer duidelijk is voor welke regeling gekozen gaat worden en hoe het beleggingsbeleid (globaal) wordt ingericht in deze nieuwe regeling dan zou dat er voor kunnen pleiten om alvast hierop te anticiperen in de overbruggingsfase. Oftewel, als men weet dat er collectief bijvoorbeeld meer zakelijke waarden risico genomen gaat worden en/of meer renterisico gaat worden afgedekt, dan zou men alvast meer in zakelijke waarden kunnen beleggen en/of de renteaftdekking verhogen. De verandering in de collectieve portefeuille kan echter het gevolg zijn van de invulling van één of enkele leeftijdscohorten, zoals het verhogen van het percentage zakelijke waarden voor jongeren. In de overbruggingsfase worden echter alle leeftijdscohorten beïnvloed door wijzigingen in de collectieve portefeuille (bijvoorbeeld via een hogere kortingskans) omdat de ‘toedeling’ van rendement in de overbruggingsfase nog steeds via de dekkingsgraad verloopt. Het lijkt daarom lastig om te anticiperen op de nieuwe regeling die evenwichtig is naar alle leeftijdsgroepen in de populatie. Wel lijkt het raadzaam de komende jaren om bij voorgenomen significante aanpassingen in het beleggingsbeleid met een schuin oog te kijken of deze in lijn zijn met het voorgenomen beleid in het nieuwe stelsel. Als bijvoorbeeld uit eerste verkennende analyses blijkt dat mogelijk in het nieuwe contract beduidend meer in zakelijke waarden wordt belegd, dan moeten er wel goede argumenten zijn om in de tussentijd de allocatie naar zakelijke waarden te verlagen.

Een uitzondering geldt wellicht als het gaat om illiquide beleggingen. Wanneer in de nieuwe regeling naar verwachting aanzienlijk minder in illiquide producten belegd gaat worden dan doet men er goed aan om de blootstelling hiervan geleidelijk terug te brengen, aangezien het gebrek aan liquiditeit een snelle verkoop bij de transitie in de weg staat. Zoals we in artikel 5 van deze serie hebben laten zien verwachten we geen grote verschillen in blootstelling naar illiquide beleggingen tussen huidige uitkeringsregelingen (FTK) en de solidaire premieregeling. We verwachten echter wel dat de maximale blootstelling binnen flexibele premieregelingen wat lager ligt. Dus anticiperen m.b.t. illiquide beleggingen lijkt vooral relevant wanneer voor de flexibele premieregeling wordt gekozen en de huidige portefeuille een dermate hoge allocatie naar illiquide beleggingen kent dat dit in de nieuwe regeling moeilijk in te passen is.

Diverse pensioenfondsen hanteren rentestaffels voor het beleid rondom het afdekken van het renterisico. In de kern komt dit er veelal op neer dat minder renterisico wordt afgedekt bij lage renteniveaus en meer bij hogere renteniveaus. In theorie zijn dit soort dynamische strategieën wellicht ook binnen het nieuwe pensioencontract mogelijk, maar we verwachten dat een rentestaffel zeker initieel niet zal worden ingevoerd vanwege de complexiteit die het oplevert, zowel in uitvoering als in communicatie. Uitkeringen van deelnemers worden in de nieuwe regelingen veel directer beïnvloed door rentemutaties dan onder het FTK, waardoor een lage mate van renteaftdekking eerder tot grote risico's leidt voor met name oudere deelnemers. In dat geval is het raadzaam na te gaan wat de mogelijke niveaus van renteaftdekking voor de verschillende leeftijdscohorten in het nieuwe stelsel gaan zijn en dan te vergelijken hoe dit overeenkomt met niveaus in de diverse treden binnen een rentestaffel.

Een andere manier van anticiperen is het inspelen op verwachte marktbevingen als gevolg van het pensioenakkoord. Zo wordt er veel gesproken over het verkopen van lange termijn renteswaps omdat deze minder interessant zouden zijn in de flexibele en solidaire premieregeling waardoor de prijsvorming negatief beïnvloed zal worden. Hoewel we verwachten dat er relatief meer afgedekt gaat worden voor ouderen dan voor jongeren – denken we dat ook voor jongeren een substantiële renteaftdekking gewenst blijft (zie artikel 4 van deze serie). Het is daarom niet vanzelfsprekend dat er ook in absolute zin minder in lange termijn renteswaps belegd zal worden. Bovendien is het de vraag of de Nederlandse pensioenmarkt groot genoeg is om een sterke verandering te bewerkstelligen in de rentemarkt. Ten slotte – en het meest belangrijk – geldt het eerder genoemde argument dat er in de overbruggingsfase geen leeftijdsafhankelijk beleid mogelijk is. Het verkopen van lange termijn renteswaps zorgt voor een minder goede afdekking, waar zowel jong als oud door geraakt kunnen worden. Dit risico kan zich zelfs extra sterk voordoen op het moment van invaren.

3. Risico's richting invaren verlagen

Wanneer gekozen wordt om huidige rechten 'in te varen' in het nieuwe stelsel kan dit leiden tot grote risico's tijdens het transitiemoment. Bij het invaren wordt het collectieve kapitaal op enig moment verdeeld en is de verdeling over de leeftijdscohorten sterk afhankelijk van de dekkingsgraad op dat moment. De kans bestaat dat de uitkeringen op dat moment significant verlaagd (korten) of verhoogd worden. Op de korte termijn zorgt het invaren dus voor hogere risico's, wat bij dezelfde risicohouding zou kunnen pleiten voor een minder risicovol beleggingsbeleid. Dit is vooral het geval voor (bijna) gepensioneerden die daadwerkelijke, of binnenkort verwachte, uitkeringen ineens verlaagd kunnen zien worden. Voor jongeren is de horizon veel langer en zijn de gevolgen van een acute korting minder erg. Het verlagen van het risicoprofiel is voor hun waarschijnlijk zelfs ongunstig omdat zij – juist vanwege de lange horizon en nog in te leggen premies – vaak een belang hebben bij beleid met meer beleggingsrisico. Hierbij moet dus een goede afweging tussen verschillende belangen worden gemaakt. Kijkend naar de twee belangrijkste bijdragers aan risico binnen het beleggingsbeleid – zakelijke waarden risico en renterisico – zien wij vooral het renterisico als kandidaat om risico's richting het invaren te verlagen. In tegenstelling tot zakelijke waarden risico hoeft het terugschroeven van renterisico (verhogen renteafdekking) afhankelijk van de rentevisie niet te leiden tot een lager verwacht rendement en kan het daarmee ook in het voordeel van jongeren zijn. Bovendien hoeft deze stap niet altijd tegenstrijdig te zijn met het verwachte beleggingsbeleid in de nieuwe regelingen, waarbij we nog steeds een belangrijke rol zien voor de renteafdekking.

Een ander argument om risico's af te bouwen richting het invaren is om de discussie rondom te transitie makkelijker te maken. Zo is invaren met een dekkingsgraad van boven de 100% - waarbij niet gekort hoeft te worden, eventueel compensatie voor de doorsneesystematiek gegeven kan worden en/of de solidariteitsreserve gevuld kan worden – een stuk makkelijker dan invaren met een dekkingsgraad ruim onder de 100%, waarbij er gelijk gekort moet worden. Een dekkingsgraad die gedurende het traject sterk rond de 100% beweegt maakt daardoor de discussie een stuk ingewikkelder en kan ervoor zorgen dat discussies opnieuw moeten worden gevoerd. Dit kan voorkomen worden met het verlagen van het risicoprofiel van de beleggingen, wat uiteraard vooral interessant is met een dekkingsgraad van boven de 100%. Hiervoor zouden eventueel ook niet lineaire (optie) strategieën gebruikt kunnen worden, hoewel het altijd lastig is om dit perfect in te richten voor een goed gediversifieerde portefeuille met blootstelling naar verschillende risicobronnen.

Er zijn dus zowel argumenten die vóór het in enige mate aanpassen van het beleggingsbeleid pleiten als argumenten die er tegen pleiten. Het is belangrijk dat goed gekeken wordt naar de belangen van verschillende leeftijdsgroepen zodat de keuze evenwichtig wordt gemaakt. Door meerdere punten hierbij te betrekken – bijvoorbeeld wat te doen met een eventueel overschot van de dekkingsgraad – wordt het makkelijker om het geheel evenwichtig naar alle leeftijdsgroepen in te richten.

Het 'transitie-FTK'

Voor pensioenfondsen die verwachten dat ze de huidige rechten in een nieuwe regeling gaan invaren is er de mogelijkheid om te kiezen voor het transitie-FTK (periode 1 januari 2023 t/m 1 januari 2027). Doel van het transitie-FTK is om tijdens de transitieperiode te voorkomen dat maatregelen worden genomen die vanuit het nieuwe pensioenstelsel of vanuit de evenwichtige overstap naar dat stelsel bezien onnodig zijn. Specifiek mag er eerder toeslag worden verleend en vervallen een aantal kortingsmaatregelen; namelijk de korting bij het niet binnen 10 jaren bereiken van het vereist eigen vermogen en de "MVEV korting". Onderstaande tabel geeft een overzicht voor toeslag- en kortingsregels in het FTK en het transitie-FTK.

Invaren in het kort uitgelegd

Bij het invaren wordt het collectieve pensioenvermogen van het pensioenfonds in de huidige uitkeringsovereenkomst omgezet naar persoonlijk pensioenvermogen in de nieuwe regeling (solidaire of flexibele premieregeling). Het collectieve vermogen wordt volledig gebruikt voor:

1. De persoonlijke pensioenvermogens van alle deelnemers
2. Eventuele initiële vulling van een solidariteitsreserve (voor intergenerationale risicodeling, dempen pensioenuitkomsten en/of delen niet verhandelbare risico's)
3. Eventuele initiële vulling van een compensatiedepot (voor compensatie van deelnemers voor afschaffen doorsneesystematiek)
4. Het eigen vermogen ten behoeve van het minimaal vereist eigen vermogen

Pensioenfondsen mogen op twee manieren de bestaande pensioenaanspraken en pensioenrechten uit een uitkeringsovereenkomst omrekenen naar persoonlijke pensioenvermogens in het nieuwe contract of de verbeterde premieregeling.

1. Standaardmethode: in deze waarderingsmethode wordt het aanwezig fondsvermogen toebedeeld aan de voor het pensioen gereserveerde vermogens op basis van marktwaarde zonder rekening te houden met toekomstige verhogingen of verlagingen van de uitkering. Een eventueel tekort (of overschot) wordt verdeeld door een fictieve korting (of opslag) vast te stellen die binnen het huidige financieel toetsingskader gedurende 10 jaar zou worden toegepast. Bij een dekkingsgraad van 100% krijgt elke deelnemer ca. 100% van zijn of haar voorziening pensioenverplichtingen. Bij een dekkingsgraad van bijv. 90% krijgt een oudere deelnemer meer dan 90% en een jongere deelnemer juist minder dan 90% van zijn of haar voorziening pensioenverplichtingen; een gepensioneerde deelnemer wordt dus mogelijk tot 10% gekort in dit voorbeeld (afhankelijk van leeftijd en aannames rondom projectierendement).
2. VBA-methode: in deze waarderingsmethodiek wordt de (inclusieve) marktwaarde van bestaande pensioenaanspraken en pensioenrechten bepaald met de Value Based ALM-methodiek. Dit komt erop neer dat een groot aantal economische scenario's wordt doorgerekend en dat voor elk scenario de uitkering (inclusief eventuele toekomstige toeslagverleningen en verlagingen) wordt bepaald en verdisconteerd naar een (inclusieve) marktwaarde. Het aanwezige vermogen kan bij deze methode vervolgens meer gericht worden toegeedeeld aan de persoonlijke vermogens. De VBA-methode is een in theorie meer nauwkeurige methode dan de standaardmethode, maar eveneens is de complexiteit en bewerkelijkheid aanzienlijk hoger en zijn uitkomsten afhankelijker van aannames.

Bij beide methodes is de dekkingsgraad sterk bepalend voor de omvang van de persoonlijke vermogens, maar bepaalt deze ook of en zo ja, met welke omvang, een solidariteitsreserve of een compensatiedepot initieel kunnen worden gevuld.

Tabel 1: Overzicht regels verhogen en verlagen rechten in FTK en transitie-FTK

	Verhogingen	Verlagingen
Huidig FTK	Drempel toeslagverlening: 110%	Korten indien niet wordt voldaan aan de vereisten t.a.v. MVEV
	Toekomstbestendig indexeren	Korten indien niet wordt voldaan aan de vereisten t.a.v. het VEV (herstelplan)
Transitie-FTK	Als een dekkingsgraad van een pensioenfonds hoger is dan 105% dan mag een pensioenfonds conform de prijs- of loonindex in enig jaar indexeren mits de dekkingsgraad daarmee niet onder de 105% komt.	Korten indien niet wordt voldaan aan de vereisten t.a.v. de richtdekkingsgraad (overbruggingsplan)
	Voor inhaalindexatie gelden de reguliere voorwaarden uit het FTK	Korten indien niet wordt voldaan aan de minimale dekkingsgraad van 90% (onvoorwaardelijke korting mag gespreid tot max 1 januari 2027)

Het uitgangspunt in het transitie-FTK is dat pensioenfonds moeten kunnen herstellen tot de richtdekkingsgraad (zie kader 2). Bij een lagere dekkingsgraad moeten zij door middel van een overbruggingsplan kunnen laten zien dat zij hier naartoe kunnen groeien. Wanneer dit niet lukt dient er gekort te worden, maximaal gespreid over het aantal jaren tot het geplande invaarmoment. Bovendien blijft er een minimale dekkingsgraad van 90% gelden, waaronder altijd onvoorwaardelijk gekort dient te worden. Vergeleken met het huidige FTK is de dekkingsgraad waar naar toe gegroeid moet worden dus lager, tegelijk is de hersteltermijn daarvoor korter. Of er minder snel moet worden gekort dan in het FTK is fondsspecifiek en hangt onder andere af van de kritische dekkingsgraad in het FTK: als die lager is dan 90% neemt de kortingskans mogelijk juist toe in het transitie-FTK.

Voor indexaties geldt binnen het transitie-FTK dat er verhoogd mag worden wanneer de dekkingsgraad boven de 105% is en blijft. Hiermee kan dus eerder en meer worden geïndexeerd. Voor inhaalindexaties blijven dezelfde regels van kracht als in het FTK.

Kortom, pensioenfonds die kiezen voor het transitie-FTK kunnen eerder indexeren en hoeven in veel gevallen minder snel te korten. Kortingen die wel genomen moeten worden kunnen echter over een kortere termijn worden uitgesmeerd, waardoor ze meer impact hebben. Eerste kwantitatieve analyses die we hebben uitgevoerd laten zien dat het niet in alle omstandigheden gunstig is om voor het transitie-FTK te kiezen: vooral voor oudere deelnemers kan het transitie-FTK een achteruitgang (ten opzichte van FTK) in slechtweers scenario's betekenen. De precieze effecten zijn echter fondsspecifiek. Eerder indexeren en minder snel korten zal bovendien gemiddeld genomen zorgen voor een lagere dekkingsgraad, hierdoor wordt de kans groter dat met een lagere dekkingsgraad moet worden ingevaren, wat de complexiteit daarvan kan verhogen.

Richtdekkingsgraad

De richtdekkingsgraad is de dekkingsgraad waarbij het pensioenfonds op een verantwoorde, uitlegbare en evenwichtige manier kan invaren in de nieuwe regeling. Initieel geldt een generieke richtdekkingsgraad van minimaal 95% en in latere overbruggingsplannen moet een fondsspecifieke richtdekkingsgraad worden gehanteerd (minimaal 95%). De richtdekkingsgraad kan – tot zekere hoogte – lager zijn dan 100% omdat wanneer gekozen wordt voor een projectierendement met een opslag op de risicovrije rente, er bij een dekkingsgraad net onder de 100% niet gekort hoeft te worden.

Conclusie

Zodra het voor pensioenfondsen duidelijk is welke regeling ze gaan voeren in het nieuwe pensioenstelsel en of (en hoe) er wordt ingevaren kan er nagedacht worden over het beleggingsbeleid in de overbruggingsfase. Vanuit de gedachte dat de huidige regels (grotendeels) blijven bestaan is het huidige beleid ongewijzigd doorzetten een reële optie. Anderzijds kan er ook gekozen worden om gedeeltelijk te anticiperen op de nieuwe regeling. Vooral met betrekking tot illiquide beleggingen zien we hier meerwaarde. Het moment van invaren zorgt ervoor dat risico's zich mogelijk eerder en harder manifesteren. Dat zou ervoor kunnen pleiten om beleggingsrisico's wat af te bouwen. Het is echter wel belangrijk dat dit gebeurt op een evenwichtige manier naar alle leeftijdsgroepen. Een verhoging van de renteafdekking lijkt hiervoor het meest geschikt. Ten slotte kunnen pensioenfondsen in de overbruggingsfase kiezen voor het transitie-FTK. Hierdoor hoeft normaal gesproken minder snel gekort te worden en kan sneller geïndexeerd worden. Dit zorgt echter wel voor een lagere dekkingsgraad wat het invaren mogelijk moeilijker kan maken.

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.