

Uitwerking pensioenakkoord: hoofdlijnen en adviestraject



Zeist, 28 januari 2021

Wim Barentsen, Chief Strategist Achmea IM

Reinout van Tuyl, Sr. Investment Strategist Achmea IM



Achmea Investment Management

Aanleiding

Het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid publiceerde onlangs in concept de wettekst en de bijbehorende memorie van toelichting (MvT) voor invoering van het nieuwe aanvullende pensioensysteem. Dit betreft een meer gedetailleerde en formele uitwerking van het in juni 2019 gesloten pensioenakkoord en de Hoofdlijnennotitie van juli 2020. De sector heeft tot 12 februari de tijd om op de nu voorliggende voorstellen te reageren. Het is de bedoeling dat het wetgevingstraject voor de vernieuwing van het pensioenstelsel nog dit jaar wordt afgerond. Dit zal plaatsvinden door een nieuw te vormen regering na de verkiezingen van aanstaande maart.

Samenvatting

- De concept MvT bij het wetsvoorstel voor herziening van het pensioenstelsel werkt in detail de beoogde systeemwijzigingen, zoals aangekondigd in de Hoofdlijnennotitie van juli 2020, uit.
- Deze MvT bevat een beperkt aantal wijzigingen en aanvullingen, onder andere wat betreft het beschermingsrendement en een overgangsregime voor het financieel toezicht.
- Het nieuwe pensioenstelsel neemt de risicohouding van groepen van deelnemers als uitgangspunt voor het beleid.
- Deze risicohouding moet tenminste eens in de vijf jaar worden geactualiseerd.
- De methodiek van het projectierendement wordt ingezet om de risicohouding te toetsen.
- Daarnaast krijgt het projectierendement nog vier andere functies, waaronder vaststelling van het pensioen in de uitkeringsfase.
- De mate waarin het gehanteerde beschermingsrendement ook het renterisico (duratie-effect) afdekt in het nieuwe pensioencontract (NPC), wordt een beleidsbeslissing.
- Fondsen met een NPC mogen straks een scheiding aanbrengen tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille.
- Opheffing van de leenrestrictie in het NPC mag straks niet leiden tot negatieve persoonlijke pensioenvermogens.
- De nieuwe regelgeving bevat geen prikkels om het inflatierisico met een hoge mate van precisie af te dekken.
- Rondom de solidariteitsreserve moet een flink aantal afspraken worden gemaakt.
- Er komt een transitie-ftk met een richtdekkingsgraad van 95% en een indexatiedrempel van 105%.
- Schokken in de uitkeringsfase mogen over maximaal 10 jaar worden gespreid waarbij een nog niet verwerkte schok en nieuwe schok bij elkaar mogen worden gevoegd en over maximaal deze periode worden uitgesmeerd.
- Naar verwachting zal zich rondom de combinatie van actuele risicohouding, life cycles/toedelingsregels en beleggingsbeleid een beleidscyclus ontwikkelen die vergelijkbaar is met de huidige praktijk van ALM en Portefeuilleconstructie-studies.
- Uiterlijk 1 januari 2026 moet een nieuwe regeling zijn ingevoerd. Er zal daartoe, samen met de actuariael adviseur en fiduciaire vermogensbeheerder, een intensief proces van analyse, advisering en besluitvorming moeten worden doorlopen. Een schets hiervan staat aan het slot van deze notitie.

Inleiding

Het huidige pensioensysteem wordt gedomineerd door pensioentoezeggingen. Het is de bedoeling dat de Nederlandse pensioensector de komende vijf jaar de overstap maakt naar een systeem van enkel premietoezeggingen.

Twee nieuwe regelingen worden geïntroduceerd:

1. het 'nieuwe pensioencontract', dat een collectief beleggingsbeleid combineert met leeftijdsafhankelijke toedelingsregels voor risico en rendement;
2. de 'verbeterde premiereregeling' wat een doorontwikkelde versie is van de bestaande verbeterde premiereregeling (vaak aangeduid als WVP). Dit is een contract waarin vermogensgroei plaatsvindt via individuele life cycles, maar waarin straks verplicht gestelde bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen desgewenst meer elementen van solidariteit kunnen inbouwen.

Op 16 december 2020 publiceerde het kabinet de concept wettekst en de bijbehorende memorie van toelichting (MvT).

In deze notitie gaan wij eerst in op een aantal belangrijke onderdelen uit het nu voorliggende voorstel die het beleggingsbeleid direct dan wel indirect raken. Waar relevant plaatsen wij kanttekeningen. Daarna staan we aan het slot van de notitie stil bij de vraag hoe in de toekomst het proces rondom beleidsvorming en advisering eruit zou kunnen zien. We schetsen daarbij een mogelijke taakverdeling tussen de adviserend actuaire en de fiduciair vermogensbeheerder.

We gaan hierna nu eerst in op de volgende onderdelen uit het voorstel:

- de risicohouding
- het projectierendement
- het beschermings- en overrendement in het NPC
- de solidariteitsreserve.

Daarna komt onder andere nog het transitie-ftk aan bod.

De risicohouding van cohorten wordt minimaal eens in de 5 jaar getoetst

De risicohouding van groepen van deelnemers wordt een zeer belangrijk uitgangspunt bij de vormgeving van de nieuwe pensioenregelingen. Dit geldt zeker ook voor de inrichting van het beleggingsbeleid en bijpassende life cycles (WVP) of toedelingsregels (NPC). Ook de afspraken rondom de solidariteitsreserve en de wijze van spreiden van schokken in de uitkeringsfase zijn straks afhankelijk van de risicohouding. De risicohouding biedt duidelijkheid over de mate waarin deelnemers risico willen en kunnen lopen om de pensioendoelstelling te realiseren. Ze moet straks ten minste eenmaal in de 5 jaar door de pensioenuitvoerder worden uitgevraagd. De risicohouding dient straks per leeftijdscohort te worden vastgesteld. Indien gewenst kan daarbij ook nog een onderscheid worden gemaakt tussen actieve en gewezen deelnemers.

Wettelijke maatstaven risicohouding

De MvT schrijft voor welke maatstaven bij de meting van de risicohouding belangrijk zijn. Per leeftijdscohort leidt tot een bandbreedte voor het gewenste risico. De ondergrens hiervan volgt uit een minimaal gewenst rendement per leeftijdscohort nodig om een adequaat pensioen te krijgen in een verwachte scenario. De bovengrens is het maximaal aanvaardbare risico en die volgt uit het maximaal acceptabele verschil tussen de uitkomsten bij een verwacht en bij een pessimistisch scenario. De risicohouding voor cohorten die nog pensioen opbouwen wordt afgemeten aan deze 2 kengetallen. Voor de uitkeringsfase geldt nog een additionele maatstaf indien gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid van spreiding van rendementsschokken. Zo moet worden voorkomen dat een beleid wordt gevoerd waarin de pensioenuitkering gedurende de uitkeringsperiode te veel gaat afwijken van de initiële uitkering bij pensionering. Dit zou anders wel kunnen plaatsvinden in een tegenvallend rendementsscenario indien men aanvankelijk uitgaat van een relatief hoog projectierendement (zie hierna) en vergaande spreiding van schokken.

Kanttekeningen

1. *De risicohouding is een belangrijk fundament voor de inrichting van het pensioencontract. Het is dan ook één van de eerste zaken waarmee partijen aan de slag moeten. De wijze waarop de risicohouding wordt uitgevraagd, ligt niet vast. Op dit vlak is er binnen de sector nog geen sprake van een staande praktijk, zoals dat bij ALM-studies wel min of meer het geval is.*
2. *Het pensioenfonds is zelf verantwoordelijk voor de kwantitatieve invulling van de risicohouding. De wetgever schrijft alleen voor naar welke maatstaven voor de uitkomst moet worden gekeken. De hoogte van de risicoscores volgt uit de opzet van de gekozen regeling en het gevolgde beleid (life cycles dan wel verdeelregels en het onderliggend beleggingsbeleid). Dit beleid moeten aansluiten op de door het fonds eerder bij de deelnemers gemeten risicohouding. Het meten van de risicohouding zal de komende tijd door de sector concreter uitgewerkt worden.*
3. *Achmea heeft op dit vlak al de nodig expertise in huis. Samen met het bureau IGH adviseert Achmea Pensioen Services (APS) al enige tijd over de risicohouding van deelnemers aan pensioenregelingen ('pension builder' adviesdienst).*

Projectierendement krijgt 5 functies

Het 'projectierendement' is niet één rendementsgetal, maar een uniforme rekenmethodiek waarmee de onzekere toekomst hanteerbaar wordt gemaakt. Ze geldt voor zowel NPV als WVP en moet voorkomen dat van te optimistische of pessimistische veronderstellingen wordt uitgegaan. Het projectierendement maakt gebruik van de scenario's uit de bestaande Uniforme Rekenmethodiek (URM) en van bijbehorende maximale en minimale parameterwaarden conform de Commissie Parameters.

Het projectierendement heeft in het nieuwe pensioenstelsel 5 functies:

- Communicatie van verwachte pensioenuitkeringen in verschillende scenario's (zie figuur 1);
- Vaststelling van de premiegrens tot waar de fiscale facilitering gaat;
- Vaststelling van de balans tussen pensioendoelstelling en premiehoogte;
- Toetsen van de risicohouding;
- Vaststellen van de hoogte van het pensioen in de uitkeringsfase (via gemaximeerd verwacht rendement).

Deze laatste functie is nieuw en werd in de Hoofdlijnennotitie nog niet genoemd. De eerste 4 doelen worden ingevuld met behulp van de URM-scenario's.

Figuur 1 Verschillende uitkomsten pensioen conform URM methode



Bron: AFM

Hoogte uitkering bij pensionering afhankelijk van projectierendement

Voor de vijfde functie, de vaststelling van de uitkeringshoogte bij pensionering, wordt een verwacht rendement gehanteerd. Met dit verwachte rendement wordt het persoonlijk pensioenvermogen omgezet in een pensioen. Bij het NPC moet dit verwachte projectierendement voor alle gepensioneerden van het fonds identiek zijn en voor langere tijd vastliggen. Deze verwachting wordt afgeleid uit de voor gepensioneerden geldende toedelingsregels en het onderliggende beleggingsbeleid.

Een verwacht rendement dat hoger ligt dan de risicovrije rente vergt het nemen van beleggingsrisico. Initieel betekent dat een hogere verwachte levenslange uitkering. Daarbij hoort dan wel de kans dat deze uitkering op termijn verlaagd moet worden als beleggingsrisico resulteert in verliezen aan pensioenvermogen. Een fonds dat volledig gaat voor nominale zekerheid in de uitkering zal het projectierendement gelijk stellen aan het beschermingsrendement met een op de leeftijd van de deelnemers afgestemde duratie.

Fondsen kunnen er straks ook voor kiezen om het vermogen minder snel uit te keren met het oog op naderhand te verlenen indexatie. Door daartoe een afslag bij het projectierendement te hanteren wordt de uitkeringssnelheid van het vermogen verlaagd waardoor het mogelijk wordt in de toekomst de uitkering te verhogen.

Voor de verbeterde premiereregeling gelden nu al vergelijkbare voorschriften. Deelnemers kunnen daar bij pensionering kiezen voor een 'variabele uitkering'. Hierbij wordt er voor gekozen om een deel van hun pensioenvermogen risicodragend te blijven beleggen in de hoop dat het extra beleggingsrendement het mogelijk maakt de initieel hoger vastgestelde uitkering ook op lange termijn te kunnen continueren.

Kanttekeningen

- 1. De mogelijkheid om binnen grenzen de uitkeringshoogte te kiezen komt bovenop reeds bestaande opties¹ waarmee het pensioen in de tijd naar voren kan worden gebracht. Alles bij elkaar tekent zich daarmee voor de deelnemers rondom de pensionering een complex keuzevraagstuk af. Hier ligt een belangrijke uitdaging voor de voorlichting. De geboden keuzemogelijkheden lijken voor het beleggingsbeleid geen groot obstakel voor wat betreft zaken als gewenste duratie en illiquiditeit. De hoeveelheid deelnemers die het jaarlijks betreft, is immers relatief beperkt en hun keuzegedrag lijkt vooraf redelijk tot goed in te schatten.*
- 2. Een afslag op het projectierendement hedged niet als vanzelf het inflatierisico. Wel biedt het ruimte om de uitkeringen te laten stijgen met de eerder verwachte inflatie. Initieel krijgen de deelnemers in dat geval een lagere uitkering. De verleende indexatie heeft dan ook iets van een sigaar uit eigen doos, zeker als het achterliggende vermogen puur risicovrij zou worden aangehouden.*

Projectierendement uitkeringsfase kent restricties

Voor de hoogte van het projectierendement in de uitkeringsfase gelden restricties. Deze beperkingen moeten voorkomen dat niet prudent wordt gehandeld en dat deelnemers herhaaldelijk geconfronteerd worden met dalende uitkeringen. De bovengrens is gelijk aan 35% van de risicopremie op aandelen, zoals door de Commissie Parameters als maximum is aangeduid. Dit komt erop neer dat in de uitkeringsfase maximaal mag worden uitgegaan van een rendement behorende bij een mix van 35% aandelen en 65% veilige vastrentende waarden. Er moet rekening gehouden worden met de door de Commissie Parameters gehanteerde bovengrenzen voor het verwachte rendement. Op dit moment komt dit neer op een bovengrens van circa 1,9% (0% risicovrij plus 35% van 5,6%). De toegestane afslag voor geldontwaarding is maximaal 1,9%. Dit percentage mag dus van het verwachte nominale rendement worden afgetrokken om zo de uitkeringsnelheid van het vermogen te verlagen en daarmee de mogelijkheid van inflatiecompensatie in de toekomst te behouden.

Kanttekeningen

- 1. Wij vinden het verstandig dat de wetgever grenzen stelt aan de verwachtingen die van invloed zijn op de pensioenhoogte. Dit wekt vertrouwen wat essentieel is voor het draagvlak voor het nieuwe stelsel. De mogelijkheden om de gevolgen van tegenvallende beleggingsresultaten naderhand te compenseren zijn in nieuwe stelsel begrensd tot de inzet van de (eventueel aanwezige) solidariteitsreserve. Een dergelijke prudentie is hier zeker op z'n plaats.*
- 2. Het projectierendement heeft als basis de risicovrije rente (de RTS). Bij de verbeterde premiereregeling is dat rechtstreeks via een expliciete koppeling aan de risicovrije rentecurve van DNB. Bij het NPC worden de totaal verwachte rendementen conform de Commissie Parameters gehanteerd².*
- 3. Een (behoorlijk) deel van het vermogen zal op een goed gespreide wijze risicovol belegd moeten worden om zicht te houden op enig rendement zonder al te veel risico. Dit komt voornamelijk door de huidige extreem lage renteniveaus, zoals eerder aangegeven³.*
- 4. De begrenzing van 35% van het maximaal in te rekenen aandelenrendement past ons inziens bij een 'normale' wereld waarbij risicovrij een positieve reële rente heeft. Waarom veel risico nemen als met 'risicovrij' al vermogensgroei wordt gerealiseerd? De huidige beleggingsomgeving met naar verwachting nog langdurig zeer lage rentes is echter verre van normaal. In dat licht zien wij graag dat het beleid ook ruimte biedt voor een robuuste aanpak gericht op rendement. We denken hierbij aan toedelingsregels die blootstelling geven aan een vergaand gespreide rendementsportefeuille (veiliger dan 100% aandelen) in combinatie met een niet risicovrije matching portefeuille (niet enkel of voornamelijk swaps of Duitse staat).*

Bij NPC variatie in aanpak beschermingsrendement mogelijk

Het NPC kent een collectief beleggingsbeleid, leeftijdsafhankelijke toedelingsregels voor rendement-risico en een solidariteitsreserve (zie hierna). De toedelingsregels omvatten 2 soorten rendement: een zogenoemd

¹ Het NPC biedt naast de mogelijkheid van een hoger projectierendement ook keuzemogelijkheden waarmee uitkeringen deels naar voren kunnen worden gehaald. Het gaan dan om opties als: een bedrag ineens, een hoog-laag-pensioen, vervroegde pensionering. De twee eerstgenoemde opties mogen overigens niet gelijktijdig worden gekozen.

² In de verbeterde premiereregeling wordt bij een 'variabele uitkering' gerekend met een risicopremie ten opzichte van de risicovrije rente conform de curve van DNB. In het NPC wordt gerekend met de totaal verwachte rendementen. Voor de vaststelling van de hoogte van de uitkering maakt dit geen verschil, zo staat in de MvT.

³ Zie Investment Letter oktober 2020, "Nieuw pensioencontract is gebaat bij robuust beleggingsrendement", oktober 2020.

beschermingsrendement en een overrendement. Het beschermingsrendement geeft een risicovrij rendement en dekt renterisico af. Het beschermingsrendement wordt uit het collectief behaalde rendement betaald en bij voorrang toegekend. Het overrendement is het rendement dat resteert nadat uit het collectieve rendement het aan de deelnemers (en solidariteitsreserve) toegezegde beschermingsrendement is toegekend.

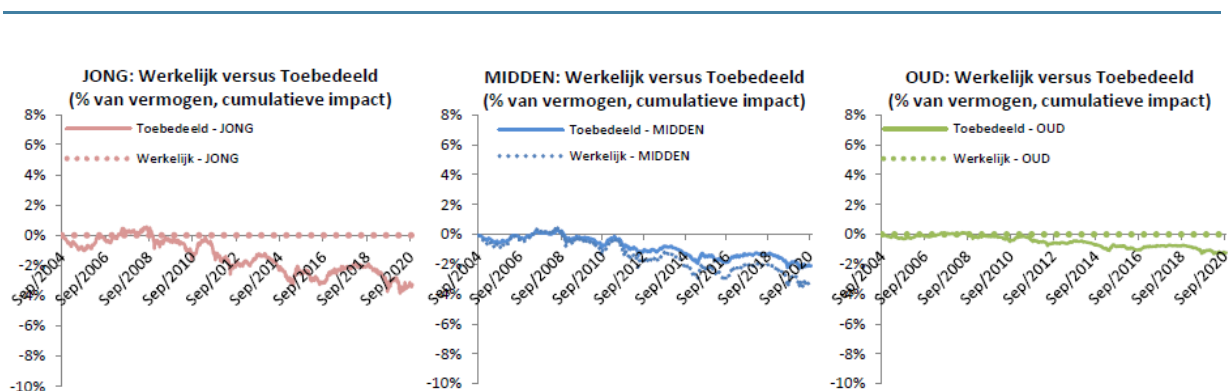
Voor wat betreft het beschermingsrendement biedt de MvT meer ruimte voor variatie dan de Hoofdlijnennotitie uit juli 2020. Op basis van deze Hoofdlijnennotitie leek het toe te kennen beschermingsrendement per definitie gelijk te moeten zijn aan het theoretisch passende totaalrendement (dus inclusief duratie-effect) afgeleid van de rentetermijnstructuur zoals DNB die publiceert. Op basis van de MvT is het straks ook mogelijk om in de beleggingsportefeuille een scheiding aan te brengen tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille en de beschermingsrendementen te *funderen* uit de daadwerkelijk gerealiseerde opbrengsten van de beschermingsportefeuille.

De MvT stelt dat via het beschermingsrendement in ieder geval jaarlijks een rentevergoeding voor het verstrijken van de tijd moet worden bijgeschreven. De mate waarin vervolgens het gehanteerde beschermingsrendement ook bescherming biedt tegen bewegingen in de rente (het renterisico) kan daar los van worden bepaald. Van een strikte koppeling van de duraties van het gehanteerde beschermingsrendement en van het daarbij voorziene uitkeringsprofiel hoeft geen sprake te zijn⁴.

Kanttekeningen

1. *Eerder gezien wij op de bezwaren van een puur administratief vastgesteld beschermingsrendement⁵. Deze aanpak leidt tot ruis in het overrendement en in de verdeling van het renterisico tussen jong en oud. Het is wist dat de wetgever nu ook ruimte biedt voor een meer afgebakende opzet waarin het toebedeelde beschermingsrendement wordt bekostigd uit de daarvoor ingerichte beleggingsportefeuille(s).*
2. *De wetgever lijkt overigens nog te worstelen met deze materie en enige speelruimte te willen behouden. Het is de bedoeling om later via lagere regelgeving deze complexe zaken vast te leggen.*
3. *De mogelijkheid dat de duratie van het geboden beschermingsrendement verschilt van de duratie van het uitkeringsprofiel van het betrokken cohort biedt meer beleidsvrijheid. Dit kan wellicht tot vereenvoudiging leiden in de uitvoering (minder duratie-targets binnen de rentehedge).*
4. *De concepten van beschermingsrendement en overrendement zijn niet van toepassing op de verbeterde premieregeling.*
5. *De toedeling van het rendement moet periodiek gebeuren. De gekozen frequentie zal impact hebben op de administratie.*

Figuur 2 Illustratie impact verschil in administratief berekend en behaald beschermingsrendement als gevolg van variatie in afdeckingspercentages en curverisico's



Bron: Achmea IM

⁴ Naast het beschermen van het pensioenvermogen tegen renterisico stelt de MvT dat ook het micro-langlevensrisico door het beschermingsrendement zou moeten worden gedekt. Dit betekent dat actuariële tegenvallers (deelnemers leven langer dan verwacht) ten koste gaan van het overrendement. Omgekeerd zal zogenoemde sterftewinst ten gunste van het overrendement komen.

⁵ Zie "Beschermingsrendement: pas op voor verdeling van vermogen", november 2020.

Overrendement op beleggingen

Het overrendement in het NPC is het verschil tussen het feitelijk behaalde collectieve rendement en de toegekende beschermingsrendementen op alle pensioenvermogens, waaronder ook de solidariteitsreserve. Het overrendement wordt conform de leeftijdsafhankelijke toedelingsregels verdeeld en kan ook worden ingezet om de solidariteitsreserve te voeden. In het NPC wordt het mogelijk om jongere deelnemers via impliciete *leverage* meer dan 100% blootstelling te geven aan beleggingsrisico. Dit vergroot de collectieve risicodeling en stelt jongere deelnemers in staat meer risico te nemen. Op dit punt heeft het NPC in aanleg een streepje voor op de WVP. Alles moet natuurlijk wel in overeenstemming zijn met de gemeten risicohouding en duidelijk in het belang zijn van de deelnemers (*prudent person*).

In de MvT wordt gesteld dat de impliciete *leverage* er niet toe mag leiden dat jongeren met negatieve vermogens worden opgezadeld. Dit zou kunnen door het direct bijvullen van persoonlijke pensioenvermogens uit de solidariteitsreserve.

Kanttekeningen

- 1. Hoe groot in de praktijk het voordeel van deze impliciete leverage bij jongeren kan zijn, valt nu nog lastig te taxeren. Eerder wezen wij op het feit dat in de praktijk de effectieve beleggingshorizon van deelnemers vaak minder lang is dan waar vaak vanuit wordt gegaan. Dit onder meer doordat gerealiseerde beleggingsrendementen sterk regime-afhankelijk zijn en doordat jongeren naar verwachting nog al eens van pensioenfondsen zullen veranderen (arbeidsmarktdynamiek).*
- 2. De eis dat het persoonlijk vermogen niet negatief mag worden is een extra restrictie voor het beleggingsbeleid. Voor zover dit niet wordt voorkomen met een mogelijke storting uit de solidariteitsreserve, impliceert het een stop-loss in het beleggingsbeleid van jongere generaties. Dit kan leiden tot een, mogelijk onwenselijk, procyclisch beleggingsbeleid.*
- 3. Berekeningen enkel op basis van een stochastische scenario-set met enig herstel in de rente en deelnemers die levenslang deelnemen, kunnen makkelijk een te gunstig beeld creëren van de voordelen van het opheffen van de leenrestrictie.*

De solidariteitsreserve verplicht bij NPC, soms optie bij WVP

De solidariteitsreserve is een verplicht onderdeel van het NPC waarmee additioneel risico's kunnen worden gedeeld. Deze reserve moet bijdragen aan 'intergenerationele risicodeling en/of stabiliteit van de pensioenen'. Rondom de solidariteitsreserve moet in de uitkeringsovereenkomst een groot aantal afspraken worden gemaakt. Deze betreffen onder meer de wijze waarop de solidariteitsreserve gevuld en ingezet wordt en wat te doen bij een lege of volle pot. Eén en ander moet evenwichtig en transparant zijn en voor langere tijd vastgelegd worden. De MvT benadrukt dat bij het NPC deze reserve geen afgescheiden beleggingspot is, maar meedeelt in de collectieve rendementen en risico's. De solidariteitsreserve heeft een bovengrens van 15% van het totale vermogen en kan worden gevoed uit premies (maximaal 10% van de ingelegde premie) en uit het collectieve jaarlijkse overrendement, maar alleen als dit positief is (en dan maximaal 10% daarvan). Verder bepaalt de wetgever dat de solidariteitsreserve via toedelingsregels deelt in het behaalde beschermings- en overrendement.

Verplichtgestelde bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen met een verbeterde premiereregeling (WVP) krijgen de optie om een solidariteitsreserve te hanteren⁶. Daarvoor gaan vergelijkbare voorschriften gelden. Daar bovenop moet ook duidelijk zijn hoe de inzet van de reserve is gerelateerd aan eventuele specifieke keuzemogelijkheden binnen de regeling (vast of variabele uitkering, shoprecht). De solidariteitsreserve bij een verbeterde premiereregeling is wel een afgescheiden vermogen met een aparte beleggingsmix

Kanttekeningen

- 1. De solidariteitsreserve kan worden ingezet om pensioenen te stabiliseren en macro-langlevensrisico te compenseren. De manier waarop de solidariteitsreserve zou moeten worden aangewend staat in de MvT niet expliciet beschreven.*

⁶ De memorie van toelichting noemt o.a. het verder reduceren van twijfel over de houdbaarheid van de verplichtstelling als een argument om de solidariteitsreserve toe te staan voor verplichtgestelde bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen die de verbeterde premiereregeling willen voeren. Deze mogelijkheid wordt niet geboden aan ondernemingspensioenfondsen, verzekeraars en PPI's.

- 2. Een groot aantal afspraken moet worden gemaakt rondom de solidariteitsreserve De wetgever schetst daarbij een breed scala aan mogelijke specifieke doelen waarvoor dit vermogen kan worden ingezet. Wij verwachten dat de beleidsvorming rondom dit onderdeel veel tijd gaat kosten.*

Spreiding in de uitkeringsfase over maximaal 10 jaar

Uitkeringen voor gepensioneerden zullen fluctueren als gevolg van financiële en biometrische risico's. Voor de spreiding van deze schokken geldt een spreidingstermijn van maximaal 10 jaar (conform ook de huidige systematiek voor variabele uitkeringen in de WVP). De wetgever zal ter beperking van de volatiliteit toestaan dat eerder aangekondigde maar nog niet geheel doorgevoerde mutaties worden meegenomen in de vaststelling van het nieuwe niveau van de pensioenuitkering. Daar wordt dan steeds in (maximaal) 10 jaar tijd naar toe geconvergeerd.

Vormgeving life cycles en beleggingsbeleid

De risicohouding per leeftijdscohort is een belangrijk uitgangspunt. Dit geldt bij zowel de inrichting van de life cycle (WVP) dan wel toedelingsregels (NPC), als bij de vormgeving van het onderliggende beleggingsbeleid. Ook de risico dempende effecten van de solidariteitsreserve en de eventuele spreiding van de gevolgen van rendementsschokken in de uitkeringsfase moeten hierbij meegenomen worden. Periodiek moet getoetst worden of deze onderdelen nog passen bij de vastgestelde, actuele risicohouding van de cohorten. Deze laatste omvat onder meer het pensioen in een verwacht en in een pessimistisch scenario.

Het voor ieder cohort gevoerde beleggingsbeleid combineert life cycle/toedelingsregels en het achterliggend beleggingsbeleid. Bijstelling van het gevoerde beleggingsbeleid kan dus plaatsvinden door aan één of beide knoppen te draaien. In de beleidsvoorbereiding ligt hierbij volgens de MvT een iteratief proces voor de hand.

Kanttekeningen

- 1. Al met al tekent zich hiermee een beleidsproces af waarin met regelmaat verschillende onderdelen apart dan wel in gezamenlijkheid onder de loep worden genomen. Waar nu om de zoveel jaren op basis van een ALM-studie ambitie, risicohouding, beleggingsbeleid en premie in grote lijnen met elkaar in evenwicht worden gehouden, zal zich rondom geactualiseerde risicohouding, life cycles en achterliggend beleggingsbeleid een vergelijkbare praktijk ontwikkelen.*
- 2. In NPC en verbeterde premieregeling wordt naar evenwicht tussen dezelfde grootheden gekeken als onder het FTK. Beoordeling vindt alleen niet plaats op basis van VEV-restricties en dekkinggraad maar op basis van risicomaatstaven met betrekking tot uitkering en op basis van redelijk vastomlijnde (rendement)parameters.*

Indexatie moet komen uit overrendement

Eén van de doelstellingen van de pensioenvernieuwing is het perspectief op een koopkrachtig pensioen te verbeteren. De nadruk op nominale zekerheid die het huidige systeem kenmerkt, wordt verminderd. In plaats daarvan moeten de pensioenuitkeringen en pensioenvooruitzichten meer kunnen fluctueren. Met de keuze voor een beschermingsrendement gebaseerd op een nominale rente maakt de wetgever duidelijk dat indexatie wat hem betreft vooral uit het overrendement en dus vermogensgroei gefinancierd dient te worden. Dat geldt ook voor de gepensioneerden. In het projectierendement kan weliswaar een afslag voor inflatie worden meegenomen, maar dit betreft een vaste waarde die geen directe link heeft met de feitelijke Nederlandse inflatieontwikkeling.

Kanttekeningen

- 1. Vanuit wetgeving en toezicht is er straks geen noodzaak om met het beleggingsbeleid exact inflatie te repliceren met behulp van index linked bonds (ILB's) en inflatie swaps (IL's). Deze keuze vinden we begrijpelijk. Het feit dat het niet goed mogelijk is om op aanzienlijke schaal de Nederlandse inflatie via beleggingen te verdienen, lijkt een belangrijke reden voor de wetgever om de sector niet deze richting op te dwingen. Een link van Europese ILB's en ILS's met de voor de afzonderlijke deelnemers relevante Nederlandse inflatie (persoonlijke inflatie) is immers imperfect. Er zal daardoor altijd sprake zijn van een basisrisico waardoor schijnnaauwkeurigheid en verkeerde verwachtingen op de loer liggen. Daarmee is niet gezegd dat ILB's geen nuttige rol kunnen vervullen in het beleggingsbeleid.*

- 2. Als een gepensioneerde bescherming tegen inflatie wenst, kan deze geboden worden door laag – hoog uitkering te bieden en door (beperkte) exposure naar overrendement waarin inflatie exposure aanwezig is. Beide opties bieden indirecte (en imperfecte) bescherming tegen inflatie.*
- 3. De wetgever biedt met de voorgestelde fiscale begrenzing van de premiehoogte ook ruimte om het gewenste koopkrachtige pensioen mogelijk te maken. De premiegrens ligt hoger dan in verwachting voor een nominaal pensioen nodig zou zijn.*

Transitie-ftk met een richtdekkingsgraad van tenminste 95%

De MvT introduceert voor het financieel toezicht een overgangsregime waarvan pensioenfondsen desgewenst gebruik kunnen maken: het transitie-ftk. Dit overgangsregime kent minder strenge buffereisen en sorteert daarmee al enigszins voor op het feit dat voor pensioenopbouw in premiereregelingen geen vereist vermogen hoeft te worden aangehouden. Het transitie-ftk moet voorkomen dat beleid wordt gevoerd dat in het licht van een mogelijke overstap naar een nieuwe pensioenregeling niet verantwoord, uitlegbaar of evenwichtig is.

Pensioenfondsen die gebruik maken van het transitie-ftk groeien vanaf 2022 naar een richtdekkingsgraad van minimaal 95% op uiterlijk 1 januari 2026. Deze fondsen hoeven geen maatregelen meer te nemen om te voldoen aan de uit het ftk volgende (minimum) VEV-vereisten, bijpassende herstelplannen en eventuele kortingen. Het herstelplan wordt daarbij vervangen door een zogenoemd overbruggingsplan dat uiterlijk per 1 april 2022 wordt ingediend en dat duidelijk maakt hoe het fonds tijdig de richtdekkingsgraad gaat bereiken. Als het fonds op basis van de actuele dekkingsgraad van ultimo 2021 niet in staat is om de richtdekkingsgraad per 1-1-2026 te bereiken, moet het onvoorwaardelijk maatregelen nemen. Eventuele noodzakelijke kortingen mogen dan niet gespreid worden doorgevoerd.

De richtdekkingsgraad moet het mogelijk maken dat het fonds de nieuwe pensioenregeling introduceert en op dat moment de lopende en verwachte pensioenuitkeringen op peil kan houden. Gebruik van het transitie-ftk veronderstelt niet dat dan al zeker is dat de overstap naar een nieuwe regeling daadwerkelijk wordt gemaakt en wat die regeling dan precies inhoudt. Mocht een fonds naderhand besluiten geen overstap te maken, dan gaan de eisen vanuit het bestaande ftk weer gelden. In het overbruggingsplan moet al zijn aangegeven hoe het fonds in dat geval aan deze ftk-eisen denkt te gaan voldoen.

Het richtniveau van minimaal 95% weerspiegelt een benodigd niveau voor een gemiddeld fonds. Uiterlijk begin 2024 moet duidelijk zijn welke (nieuwe) pensioenregeling gaat gelden voor een fonds en hoe concreet de vormgeving van de overgang daarheen er uit ziet. Als hieruit blijkt dat een hogere richtdekkingsgraad dan 95% nodig is om de gewenste transitie vorm te geven, dan geldt na het besluit om over te stappen op de nieuwe regeling dat hogere niveau.

Voor pensioenfondsen die gebruik maken van het transitie-ftk geldt een minimale dekkingsgraad van 90%. Als een fonds hier op een meetmoment niet aan voldoet, moeten maatregelen worden genomen. Een eventuele korting van rechten mag daarbij gespreid worden over de periode tot aan 1 januari 2026. Onder het transitie-ftk wordt de indexatiedrempel verlaagd van 110% naar 105%.

Kanttekeningen

- 1. De beleggingshorizon wordt beperkt tot vijf jaar of korter voor fondsen met een sterke voorkeur om zonder kortingen de overstap naar de nieuwe regeling te maken. Daarmee kan het voor pensioenfondsen zinvol worden om risico af te bouwen richting het moment van transitie als zij een dekkingsgraad hebben die zich (fors) boven de richtdekkingsgraad bevindt. Er moet richting beleggingsjaar 2022 een afweging gemaakt worden tussen bescherming tegen neerwaarts risico, verlies van opwaarts potentieel en kosten van wijzigen beleggingsbeleid (nu en straks voor transitie).*
- 2. Daarnaast zijn er pensioenfondsen met een lage dekkingsgraad, welke de komende 3 jaren nog verder onder druk komt door de 'uitrol' van de nieuwe UFR. Hier kan een relatief lage richtdekkingsgraad (minimaal 95%) vanuit oogpunt van het voorkomen van kortingen gewenst zijn. Onder het transitie-ftk kan een meer risicovolle beleggingsportefeuille daarbij helpen. Meer risico in de portefeuille helpt immers de herstelkracht van het fonds en verlaagt de richtdekkingsgraad. De voorwaarde is wel dat dit past bij de*

(toekomstige) risicohouding van het fonds. Een en ander kan te zijner tijd in het overbruggingsplan worden onderzocht.

Planning voorziet invoeringstermijn van maximaal 5 jaar

De MvT gaat conform de oorspronkelijke planning uit de Hoofdlijnennotitie uit van een uiterste invoeringsdatum voor een nieuwe pensioenregeling van 1 januari 2026. Volgens deze planning is 2021 het jaar waarin de noodzakelijke wetgeving tot stand komt en partijen zich oriënteren. Uiterlijk begin 2024 moet dan de pensioenregeling door sociale partners zijn uitgewerkt. Uiterlijk halverwege 2024 moet het implementatieplan zijn afgerond en moet de pensioenuitvoerder de uitvoeringsovereenkomst hebben aanvaard. Uiterlijk begin 2026 moet de implementatie van de nieuwe regeling zijn afgerond.

Kanttekening

1. *De beoogde termijn voor de overstap naar een nieuwe regeling van maximaal 5 jaar biedt tijd om de zaken goed te onderzoeken en de besluitvorming goed voor te bereiden. Tegelijkertijd vormt de planning een uitdaging. De 2 jaren 2022 en 2023 zullen hard nodig zijn om regelingen in detail uit te werken en daarover te besluiten. Dat geldt zeker voor de overstap naar het toch wel complexe NPC, een type contract dat nog niet in werkelijkheid bestaat en waarover nog de nodige discussies worden gevoerd.*

Hoofdlijnen toekomstig adviestraject

Tenslotte, onderstaand figuur 3 geeft schematisch weer hoe naar ons idee het toekomstig adviestraject rondom het NPC en de verbeterde premiereregeling er globaal uit moet zien en de mogelijke rolverdeling van adviseurs daarbij. We onderscheiden 5 fases, te beginnen met een oriëntatiefase tot en met een eindfase waarin de nieuwe regeling werkelijk geldt en operationeel is. Per fase geeft de figuur een beeld van de benodigde informatie en besluiten en wat daarvoor nodig is. Ook wordt aangegeven wat van de actuariële adviseur en wat van de fiduciair vermogensbeheerder verwacht kan worden. Een goed samenspel tussen beide kan een aanzienlijk voordeel opleveren. Dit geldt vooral daar waar werkerreinen elkaar raken of overlappen, zoals lifecycles of toedelingsregels en achterliggende beleggingsportefeuilles. Het hoeft geen uitgebreid betoog dat het totaal een zeer aanzienlijke operatie betreft en dat de door de wetgever voorziene termijnen voor de overgang in veel gevallen hard nodig zullen zijn om de benodigde besluiten te kunnen nemen en onderbouwen.

Figuur 3 Schets hoofdlijnen toekomstig adviesproces

		Fase 1: oriëntatie	Fase 2: analyse	Fase 3: uitwerking	Fase 4: implementatie	Fase 5: run
Wat is nodig?	Benodigde output	<ul style="list-style-type: none"> Inzicht in voorkeuren stakeholders / deelnemers Analyse van deelnemersbestand Risicohouding 	<ul style="list-style-type: none"> Keuze type regeling Belangrijkste parameters (o.a. toedelingsregels, keuze voor solidariteitsreserve) 	<ul style="list-style-type: none"> Vastlegging regels rendementsverdeling en solidariteitsreserve Vastlegging strategische portefeuille LifeCycles per profiel 	<ul style="list-style-type: none"> Implementatieplannen Liquiditeitsbeleid Strategie beschermingsportefeuille 	<ul style="list-style-type: none"> Rapportage (dashboard en 'officieel') Monitoring Evaluatie
Hoe wordt dit bepaald?	Tools	<ul style="list-style-type: none"> Deelnemersonderzoek Analyse kenmerken deelnemersbestand Analyse financieringsopzet Investment beliefs 	<ul style="list-style-type: none"> ALM-analyse Value-based-ALM LifeCycle-analyse op hoofdlijnen Analyse evenwichtigheid (URM) 	<ul style="list-style-type: none"> Portefeuilleconstructie LifeCycle-analyse in meer detail (slope, allocatie, hediging, etc.) 	<ul style="list-style-type: none"> Liquiditeits-analyse Analyse herbalancering Managersselectie 	<ul style="list-style-type: none"> Monitoring Rapportage Evaluatie
Door wie?	Actuariële adviseur	<ul style="list-style-type: none"> Uitvoering deelnemers onderzoek Analyse kenmerken deelnemersbestand Metten risicohouding, ook in transitie FTK 	<ul style="list-style-type: none"> Analyse van typen regelingen en advies daarover Analyse belangrijkste parameters Koppeling risicohouding aan uitkomsten (utility) 	<ul style="list-style-type: none"> Analyse van regels rendementsverdeling en solidariteitsreserve Categorisering profielen en beleggingsstrategieën 	<ul style="list-style-type: none"> Deelnemersportalen Communicatie deelnemers 	<ul style="list-style-type: none"> Communicatiestrategie Rapportage toezichthouder Evaluatie
	Fiduciair adviseur	<ul style="list-style-type: none"> Check waar raakt nieuw contract huidige beleggingsproces? Investment beliefs Check nieuw beleid van af nu op nieuw contract 	<ul style="list-style-type: none"> Levert input voor economische scenario's Ontwerp bouwstenen rendements- en beschermingsportefeuille Impact risicohouding op beleggingsbeleid 	<ul style="list-style-type: none"> Analyse toedelingsregels i.c.m. uitwerking beleggingsbeleid Portefeuilleconstructie Analyse dynamische sturing binnen rendements- en beschermingsportefeuille 	<ul style="list-style-type: none"> Inrichten portefeuilles Inrichten online dashboard en rapportages Managersselectie Beleggingsadministratie 	<ul style="list-style-type: none"> Monitoring & compliance Bijsturing portefeuilles Analyse resultaat Evaluatie

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.