

Opinie: solidair contract legt te grote beleggingsrisico's neer bij jongeren

[Opiniestuk in Het Financieele Dagblad](#)

Publicatiedatum: 28 maart 2023

Door:

- Agnes Joseph, actuariel expert Achmea Pensioenservices
- Reinout van Tuyll, senior investment strategist Achmea Investment Management



Binnen de nieuwe solidaire premieregeling in de Wet toekomst pensioenen zijn er leeftijdsafhankelijke toedelingsregels voor beleggingsbeleid. Het pensioenfonds geeft deelnemers een beschermingsrendement om hun uitkering te beschermen tegen veranderingen in het renteniveau. Pensioenfondsen kunnen voor de toedelingsregels kiezen uit het 'theoretisch benodigd' beschermingsrendement of het 'werkelijk behaald' beschermingsrendement. De keuze lijkt op voorhand weinig verschil te maken, maar toch is de tweede optie in onze optiek de betere.

Het theoretisch beschermingsrendement beoogt de uitkeringen perfect te beschermen tegen dalingen of stijgingen die ontstaan door een verandering in de voorgeschreven risicovrije rente. Van het collectief behaalde rendement trek je dit 'theoretisch' beschermingsrendement vervolgens af en dan blijft er een 'overrendement' over. Het beschermingsrendement en overrendement worden vervolgens leeftijdsafhankelijk toegekend. Jongeren krijgen daarbij naar verwachting meer overrendement toegewezen gericht op groei van kapitaal, terwijl ouderen meer beschermingsrendement ontvangen gericht op stabilisatie van hun nominale uitkering. Dat overrendement kan overigens ook negatief zijn, bijvoorbeeld bij slechte marktomstandigheden.

Het theoretisch beschermingsrendement, gebaseerd op de swaprente, kan je in de praktijk niet zonder risico verdienen. Het is geen gratis garantie. De werkelijk behaalde beschermingsrendementen sluiten nooit precies aan bij de theoretische. De mismatch kan veroorzaakt worden door spreadrisico, de toerekening van kosten of het imperfect beheersen van curverisico. Maar alle gerealiseerde risico's (lees: beleggingstegenvallers) komen bij het theoretische beschermingsrendement in het overrendement terecht. En dus vooral bij de jongeren.

In de praktijk kan een pensioenfonds het theoretische beschermingsrendement benaderen door vrijwel volledig in liquiditeiten en renteswaps te beleggen. Dan is het rendement vrijwel zeker lager.

Geen risico's nemen betekent immers ook: geen rendement behalen. Liquiditeiten leveren vrijwel altijd minder op dan de verschuldigde variabele rente binnen de renteswaps.

De verwachting is daarom dat pensioenfondsen eerder gaan beleggen in staatsobligaties, credits en hypotheeklen om het theoretische beschermingsrendement te behalen. Hierdoor ontstaat een spreadrisico. Een historische analyse laat zien dat door de mismatch in het beschermingsrendement het vermogen van jongeren bij de vorige financiële crisis in 2008/2009 7%-punt extra onderuit zou gaan. Dit effect wordt groter als er binnen een pensioenfonds in verhouding meer kapitaal bij ouderen zit ten opzichte van jongeren.

Ook onderliggende uitkeringenkasstromen worden nooit perfect per looptijd gematcht. Dit is feitelijk heel lastig omdat persoonlijke pensioenvermogens en daarmee ook de toekomstig verwachte uitkeringen flink kunnen fluctueren. Daarnaast houden vermogensbeheerders bandbreedtes aan, bijvoorbeeld om transactiekosten te besparen. Ook ontstaan er timingsverschillen tussen de momenten van het realiseren van beschermingsrendement en de toedeling daarvan. Het modelrisico kan ook een mismatch veroorzaken. De kans dat De Nederlandsche Bank de risicovrije rekenrente wijzigt, is niet af te dekken op de financiële markt. Het verschil dat hierdoor ontstaat, komt bij het hanteren van een theoretisch beschermingsrendement ook in het overrendement terecht waar jongeren onevenredig veel nadelig effect van ondervinden.

Jongeren dragen via het theoretisch beschermingsrendement dus het risico van de mismatch tussen het theoretisch benodigde en het werkelijk behaalde beschermingsrendement. Voorstanders wijzen erop dat dit mogelijk niet erg is omdat de mismatch zowel positief als negatief kan uitpakken. Er is in dit geval voor jongeren echter structureel sprake van risico zonder dat daar ook een beloning tegenover staat. Dit omdat jongeren via beleggingen eerst het volledige theoretisch beschermingsrendement bij elkaar moeten verdienen en daarbij het grootste deel van de beleggingskosten voor hun rekening dreigen te krijgen. Feitelijk is hier sprake van een substantiële ex ante herverdeling die in de wetgeving niet onderkend lijkt.

Een beter alternatief in het solidaire contract is om uit te gaan van het werkelijk behaald beschermingsrendement. Deze keuze-optie wordt pensioenfondsen geboden binnen deze contractsvorm. Een werkelijk behaald beschermingsrendement legt de risico's van de beschermingsportefeuille neer waar ze horen: bij de deelnemers met blootstelling naar het beschermingsrendement. Dit voorkomt herverdelingen tussen jong en oud. Het werkt bovendien al bewezen binnen de huidige Wet verbeterde premieregeling; een werkelijk beschermingsrendement combineert goed met een collectieve uitkeringsfase. Een werkelijk behaald beschermingsrendement maakt het daarnaast mogelijk om het inflatierisico voor ouderen beter te beheersen. Iets wat bij het theoretisch beschermingsrendement niet kan, omdat dit uitgaat van nominale uitkeringen.

De optie om binnen de solidaire regeling de toedelingsvorm te kiezen, is dus van wezenlijk belang. Het theoretisch benodigde beschermingsrendement kent risico's die lastig te kwantificeren zijn, maar potentieel heel nadelig zijn. In onze optiek leidt alleen het werkelijk behaald beschermingsrendement tot een eerlijke verdeling van risico's en rendementen tussen oudere en jongere generaties. En deze zou daarom de voorkeur moeten krijgen.