

# Transitie van de beleggingsportefeuille naar een nieuwe pensioenregeling



**Zeist, 21 juli 2022**

Bas Scholten, Hoofd Balansmanagement Advies, Achmea IM

Patrick Riegel, Sr. Adviseur Balansmanagement, Achmea IM

Marten Naaktgeboren, Sr. Adviseur Balansmanagement, Achmea IM

## Inleiding

Het invaren van bestaande aanspraken naar een nieuwe pensioenregeling heeft consequenties voor de beleggingsportefeuille. De algemene verwachting is dat ten opzichte van het huidige beleggingsbeleid jongeren risicovoller gaan beleggen en ouderen minder risicovol. De collectieve portefeuille is vervolgens de optelsom van de portefeuilles van alle deelnemers. De kans is groot dat de toekomstige portefeuille afwijkt van de huidige portefeuille. Het is daarom van belang om na te denken hoe en wanneer de aanpassingen aan de portefeuille door te voeren. We gaan in deze notitie in op de verdeling van het collectieve vermogen, de mogelijkheden die de wetgever biedt om gebruik te maken van het transitie FTK en presenteren enkele handvatten die kunnen helpen om de huidige portefeuille aan te passen naar de toekomstige portefeuille.

## Samenvatting

- De regering biedt in de transitieperiode pensioenfondsen in herstelsituatie meer ruimte om het huidige beleggingsbeleid aan te passen richting het toekomstige beleggingsbeleid. Dit geldt zowel voor pensioenfondsen onder het huidige FTK als voor pensioenfondsen die gebruik maken van het transitie FTK.
- Vanuit beleggingsperspectief is het verschil tussen het wel of niet gebruik maken van het transitie FTK beperkt. Wanneer een pensioenfonds gaat invaren vinden wij het voor de hand liggen om gebruik te maken van het transitie FTK.
- Het transitie FTK biedt aangepaste regels waardoor de regels voor korten anders zijn en er eerder geïndexeerd mag worden.
- We geven in overweging om tot het moment van invaren het portefeuillebeheer los te trekken van het risicobeheer. Het portefeuillebeheer staat in dienst van een efficiënt omzetten van de huidige beleggingsportefeuille naar de nieuwe, toekomstige portefeuille waarbij de focus ligt op het reduceren van marktimpact en transactiekosten. Het risicobeheer staat in dienst van het beheersen van marktrisico's. Het risicobeheer vindt plaats met behulp van een derivatenoverlay waarbij het risico van de beleggingsportefeuille tot het moment van invaren naar wens kan worden bijgestuurd.
- Een pensioenfonds dient een keuze te maken over het risico van beleggingsportefeuille tot het moment van invaren. Er zijn verschillende overwegingen om het risico van de portefeuille te verhogen, gelijk te houden of te verlagen.

### 1. Hoe vindt de verdeling van het vermogen plaats?

#### *De invaardeckingsgraad is bepalend voor het invaren van bestaande aanspraken*

De overheid hanteert als uitgangspunt dat bestaande aanspraken dienen te worden ingevaren in één van beide premiereregelingen (Solidaire PremieRegeling (SPR) of Flexibele PremieRegeling (FPR)). Invaren betekent het verdelen van het huidige aanwezige collectieve vermogen over de individuele deelnemers. Centraal onderdeel bij het invaren van de aanspraken is het begrip 'invaardekkingsgraad'. Dit is de dekkingsgraad waarbij de uitkering van de gepensioneerde deelnemers en het verwachte (te bereiken) pensioen van de actieve deelnemers nagenoeg gelijk blijft<sup>1</sup>. Als de dekkingsgraad op het moment van invaren lager is dan de invaardeckingsgraad dient er direct gekort te worden tot de invaardeckingsgraad. Als de actuele dekkingsgraad hoger is dan de invaardeckingsgraad dan is er sprake van een buffer. Sociale partners besluiten waar zij deze buffer voor willen inzetten.

#### *Sociale partners verdelen de buffer op basis van evenwichtige belangenafweging*

De buffer die sociale partners mogen verdelen, is gelijk aan de actuele dekkingsgraad op het moment van transitie minus de invaardeckingsgraad minus het verplichte Minimum Vereist Eigen Vermogen (MVEV). Stel dat de dekkingsgraad op transitiedatum 115% is, de invaardeckingsgraad 95% en het MVEV 1%, dan is de buffer die verdeeld wordt gelijk aan 19% (115% min 95% min 1%). Deze buffer kan het pensioenfonds gebruiken om de volgende doelstellingen te realiseren:

- *Compensatie voor de doorsneesystematiek*  
Op dit moment betalen alle deelnemers dezelfde premie en krijgen daar eenzelfde pensioenopbouw voor terug, ongeacht de leeftijd. Jongeren betalen te veel premie en ouderen betalen te weinig premie. Het afschaffen van de doorsneesystematiek is onevenredig nadelig voor de leeftijdsgroep van veertig tot vijftig jaar omdat zij in het verleden

---

<sup>1</sup> De regering heeft gelijk houden van uitkeringen als uitgangspunt gehanteerd voor het bepalen van de generieke invaardeckingsgraad. Dit betekent niet dat sociale partners en pensioenfondsen verplicht zijn om ditzelfde uitgangspunt voor het invaren te hanteren.

te veel hebben betaald. Bij de overgang naar het nieuwe pensioenakkoord vindt er daarom compensatie plaats voor het afschaffen van de doorsneesystematiek door de bestaande buffers (deels) te gebruiken.

- *Vullen van de solidariteitsreserve (SPR) of risicodelingsreserve (FPR)*

Deze reserve is in te zetten om schommelingen in pensioenuitkomsten te dempen en niet-verhandelbare risico's te delen (bijvoorbeeld macro-langlevenrisico). De afspraken over vullen en verdelen van deze reserves legt een pensioenfonds vast in de uitvoeringsovereenkomst en het pensioenreglement. Als de buffers groot genoeg zijn, kunnen ze gebruikt worden om bij aanvang de reserves deels of geheel te vullen.

De sociale partners dienen op basis van een evenwichtige belangenafweging keuzes te maken tussen deze verschillende doelstellingen. De besluitvorming hierover leggen zij vervolgens vast in het transitieplan. De uitdaging hierbij is dat de omvang van de buffers door de tijd heen wijzigen. In een slecht scenario kan de buffer zelfs negatief worden waardoor er direct gekort moet worden.

## 2. Wat zegt het wetsvoorstel over het transitie FTK?

### *De doelstelling van het transitie FTK is om tegengestelde acties te voorkomen*

Pensioenfondsen krijgen vanaf januari 2023 de optie om gebruik te maken van het transitie FTK. Het doel hiervan is om te voorkomen dat beslissingen en acties die wenselijk zijn vanuit het nieuwe kader niet uitgevoerd worden, omdat ze niet passen binnen het huidige kader (of omgekeerd). Het achterliggende doel is om een verantwoorde, uitlegbare en evenwichtige transitie te realiseren.

### *De VEV-regels zijn niet meer van toepassing*

Pensioenfondsen die een reservetekort hebben mogen onder het huidige FTK geen risico toevoegen. Voor het bepalen van dit risico maken zij gebruik van het Vereist Eigen Vermogen (VEV). In het wetsvoorstel geeft de overheid aan dat pensioenfondsen wel eenmalig het risico van de portefeuille mogen verhogen voor het moment van invaren om het risicoprofiel aan te sluiten op dat van de nieuwe pensioenregeling. Dit geldt zowel voor pensioenfondsen die wel als pensioenfondsen die geen gebruik maken van het transitie FTK.

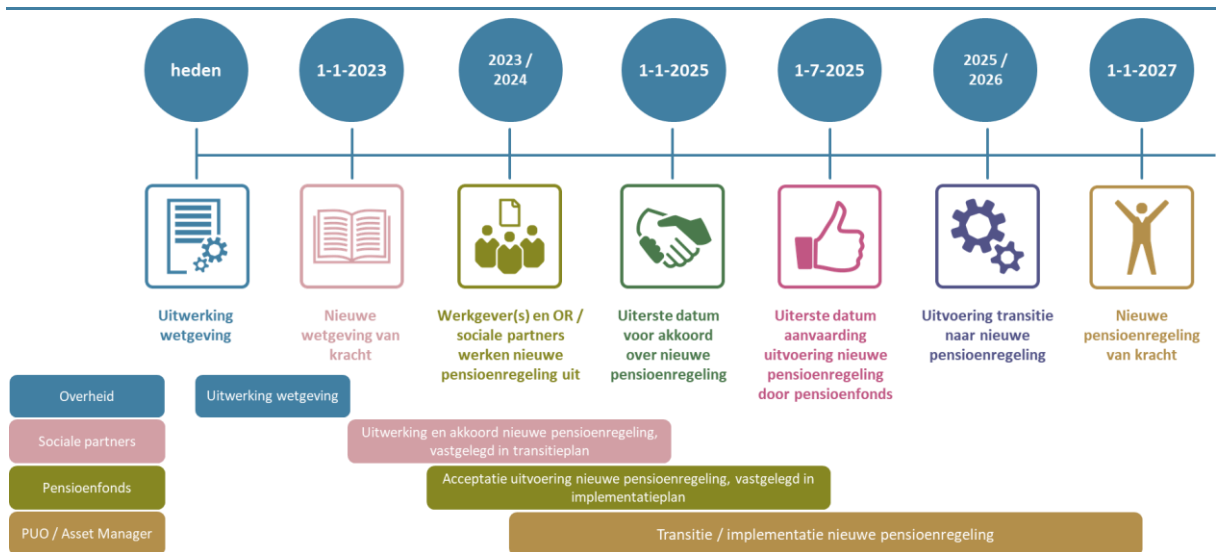
### *Pensioenfondsen moeten de keuze voor het transitie FTK onderbouwen*

De overheid hanteert als uitgangspunt dat pensioenfondsen bestaande aanspraken invaren. De keuze hiervoor ligt echter bij de sociale partners. Het pensioenfonds kan vervolgens kiezen om gebruik te maken van het transitie FTK. DNB verlangt van een pensioenfonds een onderbouwing hiervoor. Als het niet in lijn der verwachting ligt om in te varen, dan zal DNB geen akkoord geven voor het gebruik van het transitie FTK. Het transitie FTK is geen vrijblijvende keuze, want als tijdens het gebruik van het transitie FTK het besluit valt om de aanspraken toch niet in te varen, dan zijn per direct de (M)VEV regels van het huidige FTK weer van toepassing voor het pensioenfonds.

### *Pensioenfondsen die gebruik maken van het transitie FTK moeten een transitieplan, overbruggingsplan en implementatieplan opstellen*

Een belangrijk onderdeel het invaren van bestaande pensioenaanspraken is de invaardeckingsgraad: de benodigde dekkingsgraad om in te kunnen varen. In het transitie FTK is de minimale (generieke) invaardeckingsgraad 95%. De sociale partners zijn verantwoordelijk voor het besluit tot invaren en de aanpak hiervoor. Dit leggen zij vast in een *transitieplan*. Vanaf dat moment is de fondsspecifieke invaardeckingsgraad te bepalen en dient een fonds deze op te nemen in het *overbruggingsplan*. Een pensioenfonds dient jaarlijks een overbruggingsplan op te stellen en aan de DNB voor te leggen. Daarnaast dient het fonds uiterlijk per 1 juli 2025 een *implementatieplan* op te stellen en in te dienen bij DNB. In het transitie FTK vervallen de regels voor het (M)VEV. Hiervoor in de plaats rapporteert elk pensioenfonds in het overbruggingsplan de (fondsspecifieke) invaardeckingsgraad en de benodigde acties voor herstel tot deze dekkingsgraad op de datum van invaren als de actuele dekkingsgraad lager is.

**Figuur 1** Voorlopige mijlpalen en tijdslijnen van transitie naar een nieuwe pensioenregeling voor pensioenfondsen



Bron: Achmea IM

*In het transitie FTK gelden andere kortingsregels ...*

Tot het moment van invaren dient de dekkinggraad aan het eind van ieder jaar minimaal 90% te zijn. Als de actuele dekkinggraad lager is dan 90% dan voert een pensioenfonds een onvoorwaardelijke korting door, zodat deze weer minimaal 90% bedraagt. Deze korting mag gespreid worden tot het moment van invaren. In het overbruggingsplan neemt een pensioenfonds op welke acties het onderneemt als de actuele dekkinggraad onder de invaardekkinggraad komt. Het pensioenfonds kan in dat geval gebruik maken van het korten van de aanspraken. De korting (tot minimaal de invaardekkinggraad) mag gespreid worden tot het moment van invaren waarbij de eerste korting onvoorwaardelijk is. Het is niet mogelijk om het korten van aanspraken uit te stellen tot na de transitiedatum omdat pensioenfondsen op de transitiedatum met ‘een schone lei’ moeten beginnen.

De afgelopen jaren gold onder het huidige FTK een uitzondering op de kortingsregel van het MVEV. Het is op dit moment onduidelijk of deze uitzondering ook in de komende jaren toegepast zal worden.

*... en ook andere indexatieregels*

Het transitie FTK biedt de mogelijkheid om eerder te indexeren. De indexatiedrempel daalt van 110% naar 105%. De vereiste voor toekomstbestendigheid van de voorgenomen indexatie komt te vervallen waardoor volledige indexatie eerder haalbaar is. Inhaalindexaties zijn ook mogelijk, waarbij dezelfde regels als binnen het huidige FTK van toepassing blijven.

**3. Vanuit beleggingsperspectief is het verschil tussen het wel of niet gebruik maken van het transitie FTK beperkt**

Pensioenfondsen die willen gaan invaren hebben de optie om gebruik te maken van het transitie FTK. Het gebruik van het transitie FTK is niet verplicht. De regering biedt voor zowel pensioenfondsen die invaren zonder transitie FTK als voor pensioenfondsen die invaren met transitie FTK meer ruimte om het beleggingsbeleid aan te passen. Een pensioenfonds mag namelijk voorsorteren op het nieuwe beleggingsbeleid zodra de risicohouding bekend is, ook als dit risicovoller is. Vanuit beleggingsperspectief zien wij daarom geen beleggingsinhoudelijke reden om wel of niet voor het transitie FTK te kiezen. Het belangrijkste verschil tussen het wel of niet gebruik maken van het transitie FTK is de wijziging van de regels voor korten en indexeren.

Wanneer een pensioenfonds besluit om de bestaande pensioenaanspraken in te varen dan vinden wij het voor de hand liggend om gebruik te maken van het transitie FTK. Het transitie FTK borgt namelijk dat de pensioenfondsen zorgvuldig nadenken over de implementatie naar de nieuwe pensioenregeling. Daarnaast zorgt het ervoor dat er goede afstemming met de DNB plaatsvindt via het overbruggingsplan. Dit helpt om onverwachte verrassingen te voorkomen bij de transitie.

#### 4. Scheiding tussen portefeuillebeheer en risicobeheer gedurende de transitie

##### *Op het moment van invaren moeten er waarschijnlijk portefeuillewijzigingen plaatsvinden*

Wanneer een pensioenfonds het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid onder de nieuwe regeling heeft bepaald, kan het pensioenfonds de toekomstige beleggingsportefeuille onder de nieuwe regeling vaststellen. Deze portefeuille wijkt zeer waarschijnlijk af van de beleggingsportefeuille onder de huidige regeling. Wanneer de benodigde aanpassingen aan de beleggingsportefeuille fors zijn en dit vooral de minder liquide beleggingscategorieën raakt, geven wij in overweging om het portefeuillebeheer en risicobeheer tot het moment van invaren te scheiden.

Het aanpassen van de beleggingsportefeuille naar een nieuwe pensioenregeling kan vergeleken worden met een reguliere transitie van de beleggingsportefeuille. Bij een reguliere transitie passen transitie managers de onderliggende portefeuille aan en maken tegelijkertijd los daarvan gebruik van derivaten om het risico van de portefeuille bij te sturen. Bij het wijzigen van de beleggingsportefeuille naar de nieuwe pensioenregeling vinden wij het ook verstandig om de fysieke portefeuille bij te sturen naar de nieuwe, gewenste portefeuille en tegelijkertijd het risico van de portefeuille met derivaten bij te sturen.

##### *Het doel van het portefeuillebeheer is om een efficiënte transitie te realiseren*

Als een pensioenfonds zonder erfenis uit het verleden wil starten aan de nieuwe pensioenregeling dan betekent dit dat de portefeuille vóór het moment van invaren aangepast moet zijn naar de nieuwe, gewenste situatie. De benodigde periode om de transitie van de portefeuille vorm te geven, is afhankelijk van de verschillen tussen de huidige en nieuwe portefeuille en de liquiditeit van de beleggingen. Gedurende de transitie kan het verstandig zijn om het portefeuillebeheer geheel in het teken van een efficiënte bijsturing van portefeuille te stellen waarbij de focus ligt op het reduceren van marktimpact en transactiekosten.

Vooraf bij minder liquide beleggingen is het verstandig om de tijd te nemen om de portefeuille aan te passen. Door vroegtijdig helder te hebben welke minder liquide beleggingen moeten worden gekocht of verkocht, kan het pensioenfonds een planning maken om de portefeuille stapsgewijs aan te passen. Wanneer hier onvoldoende tijd voor wordt ingeruimd, kan dit zorgen voor onaangename verrassingen zoals hoge transactiekosten, marktimpact of in het slechtste geval het niet kunnen kopen of verkopen van de beleggingen.

Ook bij liquide beleggingen kan een pensioenfonds door efficiënt portefeuillebeheer voordelen realiseren. We denken daarbij aan de volgende voorbeelden:

- Loslaten van het herbalanceringsbeleid: Wanneer het nieuwe, gewenste beleggingsbeleid risicovoller is dan het huidige beleid dan is het verstandig om de portefeuille niet te herbalanceren wanneer het gewicht van de risicovolle beleggingscategorieën door marktbevingen stijgt.
- De inleg van nieuwe pensioenpremies alloceren naar de beleggingscategorieën die een hoger gewicht zullen krijgen onder het nieuwe, toekomstige beleggingsbeleid.

##### *Het doel van het risicobeheer is om de portefeuille te sturen naar het gewenste risicoprofiel*

Door de portefeuille bij te sturen naar het nieuwe, gewenste beleggingsbeleid kan het risicoprofiel van portefeuille gedurende de transitie afwijken van het gewenste risicoprofiel. Wanneer de afwijkingen groot zijn, vinden wij het verstandig om een derivatenoverlay te implementeren die in het teken staat van het bijsturen van de portefeuille naar het gewenste risicoprofiel. De bijsturing vindt plaats met behulp van derivaten op liquide beleggingscategorieën zodat de exposure naar zakelijke waarden en rente conform het gewenste risicoprofiel worden bijgestuurd. Hierdoor zijn de transactiekosten laag.

Stel een pensioenfonds heeft de doelstelling om voor te sorteren op het nieuwe, gewenste beleggingsbeleid wat risicovoller is dan het huidige beleid. Echter tot de transitiedatum wil het fonds geen risico toevoegen. Dit klinkt tegenstrijdig, maar is bijvoorbeeld te realiseren door de beleggingsportefeuille (fysiek) aan te passen naar het nieuwe, gewenste beleggingsbeleid en tegelijkertijd met derivaten de toename van risico's weer af te bouwen. Als deze derivaten op het moment van invaren aflopen, blijft alleen de onderliggende beleggingsportefeuille over die belegt conform het nieuwe, gewenste beleggingsbeleid.

## **5. Pensioenfondsen dienen tot het moment van invaren een risicoprofiel voor de beleggingsportefeuille vast te stellen**

Een belangrijke vraag die een pensioenfonds zichzelf moet stellen is wat het gewenste risicoprofiel is gedurende de transitie. Het risicoprofiel van de portefeuille kan worden verhoogd, gelijk blijven of verlaagd worden. In deze paragraaf geven wij de overwegingen die van belang zijn om voor één van deze alternatieven te kiezen.

### *1. Het risicoprofiel verhogen*

Een pensioenfonds kan besluiten om het risicoprofiel te verhogen wanneer het toekomstige beleggingsbeleid risicovoller is dan het huidige beleid. Het pensioenfonds voert dan gedurende de transitieperiode de gewenste wijzigingen aan het beleggingsbeleid door. Er vindt geen bijsturing plaats met behulp van een derivatenoverlay.

### *2. Het risicoprofiel gelijk houden*

Tot het moment van invaren voert een pensioenfonds een collectief beleggingsbeleid en zijn de huidige FTK-regels van toepassing. Een pensioenfonds kan er daarom voor kiezen om het risicoprofiel tot het moment van invaren constant te houden omdat het wijzigen van de portefeuille kan leiden tot onbedoelde kortingen. Het pensioenfonds sorteert de portefeuille voor op het toekomstige beleggingsbeleid en stuurt risicoprofiel bij met een derivatenoverlay die aflopen op het moment van invaren.

### *3. Het risicoprofiel verlagen*

Pensioenfondsen kunnen meerdere redenen hebben om het risicoprofiel tot het moment van invaren te verlagen:

- Het veiligstellen van de dekkingsgraad: wanneer de dekkingsgraad onverwachts daalt, dan kan dit het akkoord dat sociale partners hebben gesloten in gevaar brengen. Bij een daling van de dekkingsgraad is er mogelijk minder ruimte voor het vullen van de solidariteitsreserve, de compensatie van de doorsneesystematiek of moet er zelfs gekort worden. De risico bestaat dat het invaren niet door kan gaan omdat er niet kan worden voldaan aan de voorwaarden die de sociale partners hebben afgesproken.
- Evenwichtigheid tussen deelnemers waarborgen: Wanneer er een grote aandelendaling plaatsvindt vlak voor het moment van invaren, bestaat er een kans dat er gekort moet worden. Dit raakt alle leeftijdsgroepen omdat er minder vermogen te verdelen is op het moment van invaren. Echter, oudere deelnemers worden door de aandelendaling hard geraakt omdat zij het grootste deel van hun verwachte pensioenuitkering al hebben opgebouwd en minder kans hebben op herstel. Na het invaren hebben oudere deelnemers een lagere allocatie naar aandelen waardoor zij niet profiteren van het eventuele herstel van de aandelenmarkt.
- Voorsorteren op het toekomstige beleggingsbeleid als dat minder risicovol is.

In een vervolg notitie gaan wij verder in op de marktrisico's tot het moment van invaren. In die notitie laten wij zien wat de impact van aandelen- en renteschokken zijn op de verdeling van het belegd vermogen over de verschillende leeftijdsgroepen.

## 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 ontleen. 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.*