

# Op weg naar een nieuw pensioenstelsel. Gevolgen voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen (1)

Mark Bakker en Fokko Covers (KPS werkgroep Beleggingen); Barend de Leijster en Ron van Os (KPS werkgroep Pensioen 2020)

Rubriek: Beleid

Geplaatst op 11-04-2018



In het regeerakkoord van oktober 2017 heeft het kabinet aangegeven te streven naar de invoering van een

**nieuw pensioenstelsel. Het kabinet heeft zijn voorkeur uitgesproken voor een stelsel gebaseerd op persoonlijke pensioenvermogens met een collectieve risicodeling zoals uitgewerkt door de SER (Variant IV-C). Verder wil het kabinet dat het contract in de uitkeringsfase aansluit op de Wet verbeterde premieregeling, zodat na pensionering doorbelegd kan worden. Het streven van het kabinet is om begin 2018 op hoofdlijnen overeenstemming te bereiken met de sociale partners op basis van een breed gedragen voorstel van de SER. Vervolgens kan met de wetgeving begonnen worden die in 2020 moet worden afgerond zodat de implementatie in 2021 kan starten.**

Inmiddels zijn we een half jaar verder en is het zeer de vraag of het breed gedragen voorstel er zal komen. Met name aan de kant van de vakbeweging bestaat grote weerstand tegen de invoering van de individuele pensioenpotjes. Ook is er twijfel over nut en noodzaak van de afschaffing van de doorsneepremie. Indien de sociale partners geen overeenstemming weten te bereiken is het de vraag of het ministerie van SZW het voortouw zal nemen en de knoop zal doorhakken in deze discussie.

De verwachting is dat de komende tijd druk gestudeerd en gerekend zal worden aan het nieuwe stelsel, zowel door de sociale partners als door het CPB, de denktank Netspar en de Pensioenfederatie. Hierbij zal met name de doorrekening van de risico's voor de individuele deelnemer centraal staan. De vakbonden hebben aangegeven niet te kunnen instemmen met een stelsel dat leidt tot grote verschillen in pensioenuitkomst tussen generaties ("pech- en gelukgeneraties"). Ook is er veel discussie over de hoogte van de collectieve buffer en het feit dat de buffer niet negatief mag worden. Bovendien hebben de bonden bezwaar tegen de verdere verhoging van de AOW-leeftijd.

Minister Koolmees heeft begin april laten weten de sociale partners nog enige tijd te geven om tot overeenstemming te komen. Hij benadrukt dat het kabinet er veel belang aan hecht samen met de sociale partners de stap te zetten naar een vernieuwd pensioenstelsel.

In dit artikel wordt nader ingegaan op een tot op heden onderbelicht aspect in deze discussie, namelijk de gevolgen van het nieuwe stelsel waarop de pensioengelden belegd moeten worden.

## **Beleggen onder de SER-variant**

In de SER-variant is tot op heden beperkt uitgewerkt hoe de pensioengelden belegd worden. Het uitgangspunt is individuele pensioenpotjes met een collectieve risicodeling. Dit laatste wordt ingevuld door de verplichte opbouw van een collectieve buffer die tot doel heeft om in slechte tijden het korten op pensioenaanspraken te voorkomen. Tevens zal er in goede tijden een deel van het beleggingsresultaat afgeroomd worden om de buffer op te bouwen.

Hieronder volgt een overzicht van de belangrijkste aandachtspunten:

1. Het beleggingsbeleid bij individuele pensioenpotjes
2. Het beleggingsbeleid van de collectieve buffer
3. De transitie naar het nieuwe stelsel: Big Bang of geleidelijk
4. Het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase

#### **Ad 1. Het beleggingsbeleid bij individuele pensioenpotjes**

De pensioensector heeft inmiddels veel ervaring met het beleggen van individuele pensioenaanspraken, aangezien een groeiend aantal werkgevers uit de private sector is overgegaan van DB- naar DC-pensioenregelingen. Soms zijn deze nieuwe regelingen ondergebracht bij verzekeraars of bij een nieuw pensioenvehikel zoals de PPI. In deze regelingen wordt vaak gebruik gemaakt van het zogenaamde life-cycle beleggen waarbij een leeftijdsafhankelijke beleggingsmix wordt gehanteerd. Naarmate de deelnemer ouder wordt zal de allocatie naar aandelen geleidelijk afgebouwd worden ten gunste van vastrentende waarden. De jongere deelnemer neemt wat meer risico, de oudere deelnemer wat minder risico.

De meeste life-cycle systemen bieden de mogelijkheid om van het standaard profiel af te wijken, zodat de deelnemer desgewenst meer of minder risico kan nemen. In de praktijk wordt slechts beperkt gebruik gemaakt van de mogelijkheid om af te wijken (minder dan 5%). Van belang is wel dat deelnemers anders dan in een collectief stelsel meer keuzevrijheid kennen. In het huidige collectieve stelsel is geen ruimte voor individuele afwijkingen, in een stelsel met individuele pensioenpotjes daarentegen wel. Dit zal hoge eisen stellen aan de informatie die deelnemers dienen te ontvangen. Immers, de individuele deelnemer wordt in principe geconfronteerd met mogelijk ingewikkelde beleggingskeuzes (meer/minder risico nemen, eerder/later risico afbouwen etc.).

In principe zijn de pensioenuitvoerders in staat om individuele oplossingen voor deelnemers te verzorgen. Niettemin zou een volledige overgang naar een nieuw stelsel kunnen leiden tot capaciteitsproblemen om de individuele potjes goed en efficiënt en in het belang van de deelnemer in te richten.

Een bijzonder probleem vormt de rentafdekking. Pensioenfondsen dekken een deel (gemiddeld 50%) van het renterisico af door het aankopen van lange obligaties en renteswaps. Hiermee wordt het renterisico redelijk nauwkeurig gemitigeerd voor het collectief. Voor individuele deelnemers is het veel lastiger om renteswaps in te zetten en is slechts een globale afdekking mogelijk, bijv. door een participatie in een Long Duration beleggingsfonds.

Hierna volgen een paar observaties:

- De overgang naar individuele pensioenpotjes kan ingericht worden op basis van individuele life-cycles.
- Er is veel aandacht nodig voor informatievoorziening en zorgplicht richting deelnemers. • Mogelijk kunnen er capaciteitsproblemen bij de uitvoeringsorganisaties optreden ingeval van een massale overgang naar het individuele stelsel.
- Mogelijk zal er minder ruimte voor illiquide beleggingen zijn. Immers, deelnemers moeten snel en adequaat kunnen switchen van beleggingsprofiel.
- Ook zal het lastiger worden om een gedegen ESG-beleid op goede wijze vorm te geven. Immers, de keuzevrijheid/verantwoordelijkheid ligt straks bij de individuele deelnemer, maar de aanbieder van beleggingsoplossingen zal het beleid bepalen. Een individu zal niet op eigen houtje tabak-producenten kunnen uitsluiten of zelf Impact Investerings kunnen doen.
- Er zijn minder mogelijkheden om de renteafdekking efficiënt in te regelen, aangezien finetuning met individuele renteswaps niet mogelijk is.

Daarnaast is de grote vraag of de overgang van collectief naar individueel gevolgen heeft voor het beleggingsbeleid als geheel. De verwachting is dat bij de overgang naar een individueel stelsel de behoefte aan renteafdekking significant zal afnemen. Dit geldt in het bijzonder voor de vraag naar lange renteswaps (20 jaar en verder), aangezien jongeren volgens de life-cycle een groot deel van hun pensioengeld zullen beleggen in zakelijke waarden, zoals aandelen. Daarmee neemt de behoefte aan lange renteswaps af.

Het valt niet uit te sluiten dat dit grote effecten zal hebben voor alle pensioenbeleggingen. Er zal immers minder vraag zijn naar renteswaps en lange staatsobligaties en meer vraag naar zakelijke waarden. Ook zullen illiquide beleggingen zoals Vastgoed, Private

Equity en Infrastructuur onder druk komen te staan. Deze effecten kunnen, mede gezien de omvang van de renteafdekking bij Nederlandse pensioenfondsen, ook buiten de pensioenwereld op de financiële markten voelbaar zijn.

## **Ad 2. Het beleggingsbeleid van de collectieve buffer**

In de SER-variant is de opbouw van een collectieve buffer voorzien van 20% van de pensioenaanspraken. Bij een pensioenvermogen van € 1.300 miljard betreft dit een bedrag van circa € 250 miljard, een aanzienlijk bedrag. De buffer heeft tot doel om tegenvallende pensioenresultaten te dempen en leidt volgens berekeningen van de SER tot een beter en stabielere pensioenresultaat.

De vraag is hoe deze buffer belegd zou moeten worden en wie zeggenschap heeft over de buffer. Gezien het collectieve karakter van de buffer heeft een individuele deelnemer hier geen zeggenschap over. Het ligt voor de hand om de buffer te beleggen conform de optelsom van de individuele beleggingspotjes. Dat gaat voorbij aan het ultieme doel van de buffer, namelijk bescherming bieden bij tegenvallende financiële markten. Dat zou ervoor pleiten om de buffer 'contrair' te beleggen: dat wil zeggen dat de buffer meer waard moet worden op het moment dat de beurzen naar beneden gaan. Dit heeft het paradoxale gevolg dat de buffer precies tegengesteld wordt belegd aan de standaardallocatie van de lifecycle. Er zou zelfs voor gepleit kunnen worden om de buffer te gebruiken als bescherming tegen koersdalingen van aandelen waarin individueel wordt belegd.

Het moge duidelijk zijn dat de collectieve beleggingsbuffer tal van beleggingsvragen oproept:

- Het betreft een grote som geld waarvan niet duidelijk is wie er zeggenschap over heeft.
- Onderzocht moet worden hoe de buffer gezien haar functie belegd zou moeten worden: conform de individuele beleggingsprofielen of juist contrair.

## **Ad 3. De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel: Big Bang of geleidelijk**

De transitie naar een nieuw pensioenstelsel zal tijd vergen. De overheid houdt rekening met een transitietraject van 2,5 jaar. De overgang naar een nieuw stelsel zou gelijktijdig plaats moeten vinden met het afschaffen van de doorsneepremie. Daarbij wordt ernaar gestreefd dat zoveel mogelijk pensioenfondsen de overgang naar het nieuwe stelsel zullen maken, zodat het stelsel op termijn met minder contractvormen toe kan.

Opgemerkt kan worden dat beide transities (invoering SER-variant, afschaffing doorsneepremie) complexe trajecten zijn, die een groot beroep zullen doen op de beschikbare capaciteit binnen de uitvoeringsorganisaties. De gevolgen voor deelnemers zijn groot, zowel aan de premie-/pensioenopbouw-kant als aan de beleggingskant. Deelnemers zullen geconfronteerd worden met een groot aantal keuzes waar ze nu nog niet tegenaan lopen, met name op het gebied van beleggingen. De pensioensector zal deze overgang moeten faciliteren door deelnemers te voorzien van adequate informatie om weloverwogen keuzes te kunnen maken; er zullen defaults moeten worden ingericht om deelnemers te helpen bij deze keuzes. Een zorgvuldig proces is nodig om te voorkomen dat deelnemers uiteindelijk teleurgesteld worden over hun pensioen.

Voor de afschaffing van de doorsneepremiesystematiek lijkt een Big Bang onvermijdelijk. Dit wordt naar verwachting geregeld middels een aanpassing van het fiscale kader van pensioenregelingen. Echter, een Big Bang overgang voor de invoering van de SER-variant ligt niet voor de hand. Veel pensioenfondsen zullen willen afwachten hoe de transitie verloopt alvorens zelf stappen te ondernemen. Een geleidelijke overgang is waarschijnlijker; zeker indien het nieuwe pensioenstelsel een optioneel karakter krijgt.

## **Ad 4. Het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase**

Vanuit de individuele potjes wordt aan het eind van de opbouwperiode het kapitaal als onderdeel van uitvoering van de regeling fasegewijs overgedragen naar een reserve voor collectieve toedeling. Vanuit deze collectieve reserve wordt de variabele uitkering aan de pensioengerechtigden verricht, tenzij de deelnemer bij pensioneren van het shoprecht gebruik heeft gemaakt en een vaste uitkering bij een toegelaten pensioenuitvoerder laat uitvoeren. Op de reserve voor collectieve toedeling is, zoals nu bij DB-regelingen, het bestuur verantwoordelijk voor het te voeren beleggingsbeleid. Het bestuur zal hier na afstemming met relevante stakeholders een risicoprofiel voor bepalen, dat de basis is voor het totale beleggingsbeleid. Er zal daarbij rekening worden gehouden met de functie van de algemene collectieve buffer die in tijden van lage rendementen bij deze reserve voor collectieve toedeling (net als bij de individuele potjes) zorgt

voor aanvulling.

### **Tot slot**

In bovenstaand artikel zijn wij nader ingegaan op de mogelijke gevolgen van een nieuw pensioenstelsel voor de pensioenbeleggingen. Door life-cycle beleggen kan een oplossing gevonden worden om de overgang naar individuele pensioenpotjes mogelijk te maken. De gevolgen zijn groot en vereisen een goed geïnformeerde deelnemer. Ook sluiten wij niet uit dat het overall beleggingsbeleid beïnvloed zal worden met minder ruimte voor illiquide beleggingen en minder noodzaak voor de huidige wijze van renteafdekking. Uiteindelijk is het de vraag of het collectief als geheel niet beter geschikt is om risico te nemen dan de optelsom van de individuele potjes.

De collectieve buffer roept beleggingstechnisch talrijke principiële en praktische vragen op die opgelost moeten worden alvorens een nieuw pensioenstelsel in te voeren.

Alles overziende ligt een Big Bang overgang niet voor de hand en is de verwachting dat de overgang naar een nieuw stelsel een veel langere doorlooptijd zal kennen.

*1. Dit artikel is gebaseerd op de uitkomsten van een drietal themabijeenkomsten van de KPS Werkgroep Pensioen 2020 en de KPS Werkgroep Beleggingen waarbij de mogelijke gevolgen van het beleggingsbeleid voor pensioenfondsen zijn bestudeerd.*