



ONS PENSIOEN:

De grote oversteek

EEN VISIE VAN CARDANO OP DE PENSIOENTRANSITIE

Inhoudsopgave

INLEIDING	3
Onze visie op dilemma's, strategische keuzes en techniek	
HOOFDSTUK 01	6
Beschermings- en overrendement in het nieuwe pensioencontract	
HOOFDSTUK 02	12
Beschermingsrendement of beschermingsportefeuille	
HOOFDSTUK 03	17
Projectierendement	
HOOFDSTUK 04	23
Renterisicobeheersing – de basis	
HOOFDSTUK 05	27
Renterisicobeheersing – leeftijdsafhankelijke aanpak	
HOOFDSTUK 06	32
Inflatierisico: over het hoofd gezien?	
HOOFDSTUK 07	37
Solidariteitsreserve: balanceren tussen generaties	
HOOFDSTUK 08	41
Transitie-FTK	
HOOFDSTUK 09	48
Transitie: herverdeling en generatie-evenwicht	
HOOFDSTUK 10	51
Nemen van goede beslissingen	



INLEIDING

Onze visie op dilemma's, strategische keuzes en techniek

Het is niet te veel gezegd dat de komende jaren de spannendste en meest uitdagende periode zullen zijn die de Nederlandse pensioensector ooit heeft gezien. Het overgrote deel van de fondsen gaat over naar het nieuwe pensioencontract of de verbeterde premiereregeling. In ieder geval voor nieuwe opbouw moeten pensioenbestuurders deze keuze maken. Voor de reeds bestaande rechten bestaat

de keuze voor wel of niet invaren van die pensioenopbouw in een van de twee nieuwe contracten. Ook is er de keuze voor de solidariteitsreserve, hoe die gevuld wordt en wanneer die aan wie uitkeert. Binnen het nieuwe pensioencontract is er verder nog de keuze tussen beschermingsrendement of een beschermingsportefeuille.

Maak kennis met *ONS PENSIOEN*

In deze whitepaper gaan we in op die keuzes waarbij we sterk vanuit een balansbeheer- en strategisch risicomangement-blik kijken. We doen dit aan de hand van hoofdstukken over een fictief pensioenfonds dat drie deelnemersgroepen met ieder één deelnemer kent. Het is 2030. Het gaat om Julia, 30 jaar, Maya 50 jaar, en Olivier, 68 jaar. Zij zitten gezamenlijk in pensioenfonds Ons Pensioen. Julia heeft net een paar jaar werkervaring en is dus net begonnen met het opbouwen van pensioen. Maya werkt al zo'n 25 jaar en heeft vrijwel ononderbroken pensioen opgebouwd. Olivier staat op het punt om met pensioen te gaan. We volgen hen in dit document bij de keuzes die gemaakt moeten worden.

Leeswijzer

Deze whitepaper bestaat uit tien losse hoofdstukken. De eerste zeven gaan over toedelen van rendement, risico's beheersen en de impact ervan op uitkeringen in de nieuwe contracten.

In hoofdstuk 1 introduceren we twee basisbegrippen van het nieuwe pensioencontract: het beschermingsrendement en overrendement. Hiermee wijst het pensioenfonds rendement toe aan de deelnemers. We laten zien dat renterisico in het nieuwe pensioencontract onverminderd bestaat.

In hoofdstuk 2 gaan we in op het verschil tussen toedelen van beschermingsrendement op basis van de DNB rentetermijnstructuur (RTS) en op basis van een beschermingsportefeuille. Voor een specifiek scenario illustreren we hoe het verschil uitpakt voor onze drie deelnemers.

Voor het bepalen van de hoogte van de uitkering maakt Ons Pensioen gebruik van het projectierendement. Dit is het onderwerp van hoofdstuk 3. We laten ook zien wat de voordelen zijn van spreiden van rendement en rekening houden met inflatie. Ze voegen zekerheid toe maar het zijn geen wondermiddelen.

Het grote voordeel van het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premieregeling is dat een pensioenfonds



renterisico per leeftijdsgroep kan afdekken. Daarbij is het doorgaans verstandig voor gepensioneerden als Olivier om een hoge mate van bescherming te kiezen. Waarom dit zo is, komt in hoofdstuk 4 naar voren, als we naar verschillende rentescenario's kijken. En voor wie verder de techniek in wil, hebben we hoofdstuk 5 geschreven. We laten zien hoe het pensioenfonds Ons Pensioen met behulp van een bottom-up aanpak de toedeling van beschermingsrendement per leeftijdsgroep en per looptijdsegment ontwerpt.

Inflatierisico is een sterk onderbelicht risico in de voorgestelde Wet Toekomst Pensioenen en Memorie van Toelichting. Dit is volkomen terecht. Hoofdstuk 6 gaat daarom in op het inflatierisico en de beheersing ervan. De impact van inflatie kan, zeker voor Olivier, groot zijn. De verbeterde premieregeling biedt veel flexibiliteit voor inflatiebescherming. In het nieuwe pensioencontract kan mogelijk de beschermingsportefeuille daarvoor worden ingezet.

In hoofdstuk 7 bespreken we de solidariteitsreserve. Deze reserve kan in het bijzonder van toegevoegde waarde zijn door het delen van moeilijk of niet-verhandelbare risico's. Vul- en toedeelregels vergen de

nodige aandacht voor evenwichtigheid.

De laatste drie hoofdstukken gaan over de transitie en de besluitvorming.

Het pensioenfonds Ons Pensioen kan het transitie-FTK kiezen als overgangsregime naar het nieuwe contract. Dat is het onderwerp van hoofdstuk 8. Het is raadzaam de impact van de regels voor korten en indexeren in het transitie-FTK te doorleven aan de hand van scenario's, en om te beoordelen of aanpassing van beleggingsbeleid gewenst is.

In de transitie zijn herverdeling en generatie-evenwicht belangrijke begrippen. Het is van belang vast te leggen wat het pensioenfonds als eerlijke waardeverdeling ziet. Daarnaast is het verstandig om terughoudend te zijn met veel en ver in het verleden te kijken, omdat dit tot eindeloze discussies tussen onze drie deelnemers kan leiden. Dit bespreken we in hoofdstuk 9.

Tip: wij raden je aan de hoofdstukken te lezen in de volgorde waarop we ze presenteren, vanwege de inhoudelijke opbouw. We wensen je succes bij de pensioentransitie en we zijn natuurlijk graag bereid je bij te staan.



01

Beschermings- en overrendement in het nieuwe pensioencontract

Samenvatting

- Het pensioenfonds legt in het nieuwe pensioencontract vooraf vast hoe het beschermingsrendement per leeftijdsgroep wordt toebedeeld. Dit is feitelijk de renteafdekking zoals die nu in nFTK ook al bestaat.
- Het overrendement is het fondsrendement dat resteert na uitdeling van het beschermingsrendement aan alle leeftijdsgroepen. Ook voor de verdeling van overrendement legt het pensioenfonds vóóraf de verdeelsleutel vast.
- De toedeling van overrendement is gerelateerd aan het vermogen van de deelnemers: in euro-termen kunnen oudere werknemers en gepensioneerden een hoger rendement krijgen dan jongeren, hoewel die procentueel meer toebedeeld krijgen.

Rendement toedelen

In het nieuwe pensioencontract worden nieuwe concepten geïntroduceerd. Twee belangrijke zijn het toedelen van beschermingsrendement en het toedelen van overrendement, waarmee het pensioenfonds gerealiseerd rendement van collectief vermogen verdeelt over de deelnemers. In dit hoofdstuk maken we hier kennis mee en leggen we uit hoe het werkt voor het pensioenfonds Ons Pensioen.

Ons Pensioen heeft drie deelnemers met elk een eigen opgebouwd pensioenvermogen in het nieuwe pensioencontract:

- Julia, 30 jaar EUR 25.000
- Maya, 50 jaar EUR 100.000
- Olivier, 68 jaar EUR 250.000

Het fonds beheert in totaal EUR 375.000. Het fonds gebruikt geen solidariteitsreserve, zodat het voorbeeld eenvoudig blijft. We bespreken de solidariteitsreserve apart in hoofdstuk 7. De hoogte van dit vermogen verandert voortdurend. Zo betalen Julia en Maya premie en ontvangt Olivier zijn pensioen. Ons Pensioen schrijft de premiebetalingen bij het vermogen dat het voor Julia en Maya reserveert. Olivier ontvangt zijn pensioenuitkering uit zijn potje. Dit potje is denkbeeldig omdat er sprake is van één collectief beheerd pensioenvermogen.

Renterisico bestaat nog

De uitkeringen van Julia, Maya en Olivier zijn ook in het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premieregeling gevoelig voor de ontwikkeling van de rente. In de kern komt dat door het feit dat een stabiele uitkeringsstroom niets anders is dan een obligatie. Deze uitkeringsstroom kan alleen zonder risico worden gerealiseerd als deze

wordt gematcht met een obligatiebelegging die precies dezelfde uitkeringsstroom oplevert.

Stijgt of daalt de rente, dan daalt of stijgt de marktwaarde van deze uitkeringsstroom en heeft de deelnemer minder of meer vermogen nodig om de uitkering op het oorspronkelijke niveau te handhaven. Als de uitkeringsstroom perfect is gematcht met een obligatiebelegging, dan daalt of stijgt de waarde van deze 'matching' in tandem met die van de uitkeringsstroom.

Vaak accepteert een bestuur of deelnemer echter meer risico. Dat vertaalt zich dan in een lagere matching. De mate waarin de beleggingsportefeuille meebeweegt met de rente en daarmee met de marktwaarde van de uitkeringsstroom is dan minder. In het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premieregeling past de hoogte van de uitkering zich direct (zonder wachttijd) aan de ontwikkeling van de beleggingsportefeuille aan. Dat pakt bij een rentestijging voordelig uit, bij een rentedaling nadelig.

Deze wetmatigheid gaat op in ieder pensioencontract gebaseerd op kapitaaldekking.

Beschermingsrendement

Ons Pensioen legt in het nieuwe pensioencontract vooraf voor elke leeftijdsgroep vast hoeveel beschermingsrendement het aan die groep wil toedelen. Dit is niets anders dan bepalen hoeveel renterisico het per leeftijdsgroep wil afdekken. Een 100% toedeling van beschermingsrendement voor een bepaalde groep betekent dat het fonds het renterisico in de uitkeringsstroom van die groep 100% afdekt. Kortom: andere taal, dezelfde principes; zie [tabel 1](#).

Tabel 1: Toedelen beschermingsrendement per leeftijdsgroep

Wie	Toedeling van beschermingsrendement (renteafdekking)	Duratie (relatieve rentegevoeligheid)
Julia, 30 jaar	25%	45
Maya, 50 jaar	50%	25
Olivier, 68 jaar	70%	10

Heel bewust kiest Ons Pensioen voor een toedelingspercentage dat toeneemt met de leeftijd van de deelnemer. In dit verband is het belangrijk te weten wat de rentegevoeligheid is van de stroom van de pensioenuitkeringen van elk van de deelnemers. Dit is de zogeheten duratie: de waardeverandering van de uitkeringsstroom bij een verandering van de rente. Als de rente met **1%** daalt, moet Olivier **10%** rendement op zijn vermogen maken om de uitkering (waarin zijn vermogen omgezet wordt) op peil te houden. Julia moet bij dezelfde rentedaling maar liefst **45%** rendement maken. Omdat Olivier stabiliteit van zijn uitkering belangrijk vindt, kiest het bestuur voor hem een 70% toedeling van beschermingsrendement. Wegens haar toekomstige premie-inleg en lange beleggingshorizon kiest het bestuur voor Julia een lagere toedeling van 25%.

Overrendement

Uiteraard rendeert het vermogen en delen de deelnemers in dit rendement. Hier komt het overrendement bij kijken: dit is het rendement op het totale vermogen van Ons Pensioen, verminderd met het beschermingsrendement dat toegedeeld is aan de deelnemers. Voor elke leeftijdsgroep stelt het fonds vóóraf vast hoeveel die groep relatief deelt in het overrendement; zie [tabel 2](#).

De percentages in [tabel 2](#) hebben vooral een relatieve betekenis ten opzichte van elkaar. In dit voorbeeld krijgt Julia viermaal het overrendement (80%) van Olivier (20%). De percentages representeren dus geen allocatie naar een returnportefeuille of naar zakelijke waarden.



Julia, 30 jaar



Maya, 50 jaar



Olivier, 68 jaar

Tabel 2: Overrendementpercentages

Wie	Toekenning overrendement
Julia, 30 jaar	80%
Maya, 50 jaar	60%
Olivier, 68 jaar	20%

Toedeling berekenen

Hoe deelt het fonds rendement toe aan de verschillende deelnemers?

We kijken naar een specifiek scenario:

- De rente is 1% gedaald, en
- het fondsrendement is 20%

Omwille van de inzichtelijkheid laten we premie-inleg, pensioenuitkering en verandering van levensverwachtingen buiten beschouwing.

Beschermingsrendement toedelen

De berekening voor Olivier is als volgt:

- De duratie van zijn uitkeringsstroom is 10. Dat betekent dat bij een rentedaling van 1% de marktwaarde van de oorspronkelijk geambieerde uitkeringsstroom 10% stijgt.
- Bij een 100% toedeling van het beschermingsrendement zou de toename van zijn vermogen ook 10% zijn. Dat betreft dan EUR 25.000 is, oftewel 10% van EUR 250.000.
- De afgesproken toedeling is echter 70%. Op grond van hiervan krijgt hij 70% ofwel EUR 17.500 bij zijn vermogen bijgeschreven en gaat de uitkering op grond hiervan - los van het overrendement - omlaag.

Voor bijvoorbeeld Julia is de impact van de rentebeweging relatief gezien groter, namelijk een daling van 45%. In euro-termen is dit EUR 11.250. Hiervan krijgt zij 25%, wat overeenkomt met ruim EUR 2800, gecompenseerd; zie [tabel 3](#).

In het nFTK praten we over renteafdekking en dat is op fondsniveau. Als we uitgaan van de volledige marktwaardeverandering van de uitkeringsstromen, dan komen we in dit voorbeeld op een toename van EUR 61.250 (namelijk EUR 11.250 voor Julia en voor Maya en Olivier beide EUR 25.000; zie [tabel 3](#)). Met het totaal toegekende beschermingsrendement van EUR 32.813 is de geaggregeerde toedeling van beschermingsrendement ruim 50%. Men zou kunnen zeggen dat in nFTK-taal de renteafdekking op fondsniveau ruim 50% is.

Overrendement toedelen

Het fondsrendement blijkt 20% te zijn. Dit komt neer op EUR 75.000. Na aftrek van het totaal toegekende beschermingsrendement resulteert een overrendement van EUR 42.188. Ons Pensioen verdeelt dit bedrag zodanig over de drie deelnemers dat rekening wordt gehouden met de verhouding van 1) hun vermogens en 2) toekenningspercentages van overrendement.

Dit verdient wat toelichting. Als we naar de vermogens kijken, dan zien we dat Maya viermaal zoveel heeft als Julia en Olivier

Tabel 3: Toedelen beschermingsrendement

Wie	A. Vermogen (EUR)	B. Duratie (relatieve rentegevoeligheid)	C. Waardeverandering (fictieve) pensioenuitkering (=A x B / 100) (EUR)	D. Toedeling van beschermingsrendement (rente-afdekking)	E. toegekend beschermingsrendement (EUR) = A x B/100 x D ¹
Julia, 30 jaar	25.000	45	11.250	25%	2.813
Maya, 50 jaar	100.000	25	25.000	50%	12.500
Olivier, 68 jaar	250.000	10	25.000	70%	17.500
Totaal	375.000		61.250		32.813

¹ Dit zijn vereenvoudigde berekeningen waarin geen rekening met convexiteit is gehouden.

tienmaal. Voor de toekenningspercentages voor het overrendement geldt juist dat Maya driemaal zoveel krijgt als Olivier en Julia viermaal zoveel; zie [tabel 4](#).

percentages per persoon verschillen, verschillen ook de rendementen op ieders vermogen. Het is belangrijk te beseffen dat een positief fondsrendement niet tot

"Een positief fondsrendement hoeft niet tot een positief overrendement te leiden"

In de laatste kolom staat de vermenigvuldiging van de twee relatieve factoren. Daaruit blijkt dat Maya uiteindelijk driemaal zoveel overrendement als Julia krijgt toebedeeld en dat Olivier 2½ keer meer krijgt dan Julia. Dit leidt tot de verdeling in [tabel 5](#).

In de laatste kolom is het eurobedrag vertaald naar het rendement op het vermogen per deelnemer. Daarin zijn weer de verhoudingen in de toedeling van het overrendement te herkennen. Zo krijgt Julia procentueel gezien viermaal zo veel (26%) als Olivier (6,5%).

Na toekenning van het beschermingsrendement resulteerde ruim EUR 42.000, wat overeenkomt met 11,3% rendement op fondsniveau. Omdat de toekennings-

een positief overrendement hoeft te leiden en dat in die situatie Julia het slechtste overrendement krijgt toebedeeld. Stel dat in bovenstaande situatie het fondsrendement 5% was geweest, ofwel EUR 18.750. Het resulterende overrendement is dan EUR -14.063, dus negatief; zie [tabel 6](#).

[Tabel 6](#) gaat uit van beschermingsrendement. Als Ons Pensioen kiest voor een beschermingsportefeuille per leeftijdsgroep - dus in dit geval per deelnemer - dan krijgt elke deelnemer het rendement van zijn/haar beschermingsportefeuille volledig toegekend. Het overrendement is dan het rendement van de rest van de portefeuille. Vervolgens geldt daarvoor dezelfde toedeling als hierboven beschreven.

Tabel 4: Relatieve verdeling overrendement

Wie	Vermogen		Toekenning overrendement		Relatieve verdeling van overrendement (=A x B)
	EUR	Relatief (A)	percentage	relatief (B)	
Julia, 30 jaar	25.000	1	80%	4	4
Maya, 50 jaar	100.000	4	60%	3	12
Olivier, 68 jaar	250.000	10	20%	1	10

Tabel 5: Toedelen overrendement

Wie	Toekenning van overrendement (EUR)	Rendement op vermogen
Julia, 30 jaar	6.490	26,0%
Maya, 50 jaar	19.471	19,5%
Olivier, 68 jaar	16.226	6,5%
Totaal	42.188	11,3%

Tabel 6: Negatief overrendement

Wie	Toekenning van overrendement (EUR)	Rendement op vermogen
Julia, 30 jaar	-2.163	-8,7%
Maya, 50 jaar	-6.490	-6,5%
Olivier, 68 jaar	-5.409	-2,2%
Totaal	-14.063	-3,8%





02

Beschermingsrendement of beschermingsportefeuille

Samenvatting

- Adresseren van renterisico blijft relevant na de pensioentransitie.
- De Memorie van Toelichting biedt in het nieuwe pensioencontract de keuze tussen toedelen van beschermingsrendement op basis van een fictieve RTS-portefeuille of op basis van de werkelijke beschermingsportefeuille. Deze keuze heeft impact op de risicodeling tussen jongere en oudere deelnemers.
- Toedelen op basis van RTS leidt niet tot ex-ante herverdeling, maar wel tot mogelijk ongewenste effecten. Met name pensioenfondsen gerelateerd aan een krimpend bedrijf of een krimpende sector moeten hiervoor waken.
- Toedelen op basis van een beschermingsportefeuille biedt gepensioneerden toegang tot meerdere risicofactoren zoals creditspread en illiquiditeit. Dit kan een positieve bijdrage leveren en kan de pensioenresultaten ten goede komen.
- Een hoog-inflatiescenario kan het koopkrachtbehoud van het pensioen schaden. Het is belangrijk om teleurstellingen voor deelnemers te voorkomen via bescherming tegen inflatierisico. Toedelen op basis van beschermingsrendement biedt geen mogelijkheid om afdekking van inflatierisico via inflatie-instrumenten voor gepensioneerden vorm te geven.

Inleiding

Ook in het nieuwe pensioencontract dekken pensioenfondsen renterisico af. Renterisico is inherent aan een kapitaaldeckingsstelsel met pensioen in de vorm van een levenslange stabiele uitkering. Hoeveel afdekking precies? Dat bepaalt het pensioenfonds in de nieuwe contracten per leeftijdsgroep, op basis van risicopreferentieonderzoek onder deelnemers, ALM-studies en scenarioanalyses.

Een opvallend verschil tussen de Hoofdlijnnota en de Memorie van Toelichting is de extra keuze in het nieuwe pensioencontract. De extra keuze gaat over de toedeling van beschermingsrendement op basis van de ontwikkeling van

1. de DNB-rentetermijnstructuur (RTS), of
2. de geïmplementeerde beschermingsportefeuille(s).

De opties hebben de nodige implicaties en zijn van invloed op de risicodeling tussen jonge en oude generaties. Het heeft ook het nodige stof doen opwaaien. Zo lijken de grote fondsen en academici voorstander te zijn van toedelen op grond van het theoretische beschermingsrendement. Vermogensbeheerders lijken juist te pleiten voor gebruik van een beschermingsportefeuille. Wat ons betreft hebben beide opties voor- en nadelen. De keuze kan het best fondsspecifiek gemaakt worden.

Gevolgen toedelen met RTS

In dit hoofdstuk laten we zien hoe de toedeling op basis van RTS uitpakt voor de gepensioneerde Olivier. We herhalen het hier kort.

- De duratie van zijn uitkeringsstroom is 10. Bij daling van de RTS over de hele curve van 1%, stijgt de marktwaarde van zijn geprojecteerde uitkeringsstroom met 10%. Bij een 100% toedeling van beschermingsrendement stijgt zijn

vermogen ook met 10%. Dat betreft dan EUR 25.000 is, oftewel 10% van EUR 250.000.

- De afgesproken toedeling is echter 70%. Op grond van hiervan krijgt hij 70% ofwel EUR 17.500 bij zijn vermogen bijgeschreven.

Het pensioenfonds probeert een afdekkingsportefeuille samen te stellen die het rendement en risico van de RTS precies matcht. Dat lukt echter nooit volledig. De RTS is gebaseerd op een 6-maands Euribor swapcurve en is in de praktijk niet perfect te repliceren.

In plaats daarvan belegt het fonds in Europese staatsobligaties, staatsgerelateerde obligaties en leningen, bedrijfsobligaties, Nederlandse hypotheek, kasgelden en renteswaps. Het gevolg hiervan is een mismatch. Denk onder meer aan spreadrisico (AAA staatsrente wijkt af van de swaprente), illiquiditeit (premie vanwege lagere verhandelbaarheid) en bij gebruik van swaps de zogeheten cash drag (kasgeld genereert niet 6-maands Euribor).

Als het pensioenfonds ervoor kiest beschermingsrendement toe te delen op basis van de RTS, dan komen deze mismatcheffecten via het overrendement bij de deelnemers terecht. En dan komt er verhoudingsgewijs meer bij jongeren zoals Julia terecht, dan bij ouderen zoals Maya en Olivier. Dit terwijl het voornamelijk met vermogen van ouderen tot stand komt. Mocht Ons Pensioen kiezen om beschermingsrendement toe te delen op basis van de werkelijke beschermingsportefeuille, dan wordt de mismatch met de RTS toebedeeld op basis van het aandeel van iedere deelnemer in de beschermingsportefeuille.

Hoe erg is mismatchrisico?

In volatiele jaren zoals tijdens de eurocrisis, de start van het QE-beleid van centrale banken (2014) en de coronacrisis, zien we behoorlijke spreadbewegingen - veranderingen van het verschil tussen swap- en staatsobligatierentes. Bij zulke bewegingen kan de waardeverandering van een beschermingsportefeuille al snel tussen 5% en 10% afwijken van een fictieve RTS portefeuille. Hoe grijzer een pensioenfonds hoe meer het mismatcheffect bij jongere deelnemers zoals Julia terechtkomt. Dit kan positief maar ook negatief uitvallen. Het gaat erom dat de totale risicodeling niet groter wordt dan gewenst.

We geven een voorbeeld om het effect te illustreren. We nemen het geval uit het vorige hoofdstuk waarin Ons Pensioen het beschermingsrendement toedeelt met de RTS en de rente 1% daalde. Dit leidde tot de volgende verdeling, gebaseerd op de toedelingspercentages; zie [tabel 7, kolom C](#). Ons Pensioen matcht met haar obligatieportefeuille de looptijden van de fictieve RTS-portefeuille. Deze portefeuille had dus ook in drie beschermingsportefeuilles, elk aan een deelnemer toegewezen, opgedeeld kunnen worden. Als er geen noemenswaardige spread-effecten zijn, dan zijn de uitkomsten ook vrijwel gelijk. Stel nu echter dat de spread - ten opzichte van de RTS - van de gehele portefeuille 0,40% (40 basispunten) stijgt. Dat betekent dat de rente van de portefeuille effectief maar 0,6% daalt, terwijl

de RTS 1% daalt. Dan treedt er wel een verschil op tussen beide situaties. In [tabel 8](#) staan de uitkomsten.

De toedeling van het beschermingsrendement op grond van RTS is zoals eerder berekend. Het rendement op de beschermingsportefeuille blijft daarbij achter. Olivier heeft het grootste tekort, Julia het kleinste. Aangezien beschermingsrendement altijd wordt toegekend, drukken de tekorten nu het overrendement. In dit specifieke scenario zijn het vooral Maya en Olivier die het overrendement drukken. In het algemeen geldt dat jongeren bij relatief hoge allocatie naar overrendement eveneens een relatief groot deel van bovenstaand mismatchrisico toebedeeld krijgen; zie [figuur 1](#).

Of het mismatchrisico wenselijk is, hangt af van de voorkeuren van het bestuur. Beide opties hebben effecten voor jong en oud. Het biedt mogelijkheden, maar heeft ook beperkingen. Het gaat hierbij om drie aspecten: het effect op de absolute toename van het beleggingsrisico, op diversificatievoordelen en op het afdekken van inflatierisico. In [tabel 9](#) leggen we dit uit.

Tabel 7: Toedelen beschermingsrendement

Wie	A. Vermogen (EUR)	B. Duratie (relatieve rentegevoeligheid)	C. Toedeling van beschermingsrendement (renteafdekking)	D. Toegekend beschermingsrendement (EUR) = A × B/100 × C
Julia, 30 jaar	25.000	45	25%	2.813
Maya, 50 jaar	100.000	25	50%	12.500
Olivier, 68 jaar	250.000	10	70%	17.500
Totaal	375.000			32.813

Tabel 8: Tekort beschermingsrendement

Wie	Toegekend beschermingsrendement op grond van RTS (EUR)	Rendement beschermingsportefeuille (EUR)	Tekort
Julia, 30 jaar	2.813	1.688	1.125
Maya, 50 jaar	12.500	7.500	5.000
Olivier, 68 jaar	17.500	10.500	7.000
Totaal	32.813	19.688	13.125

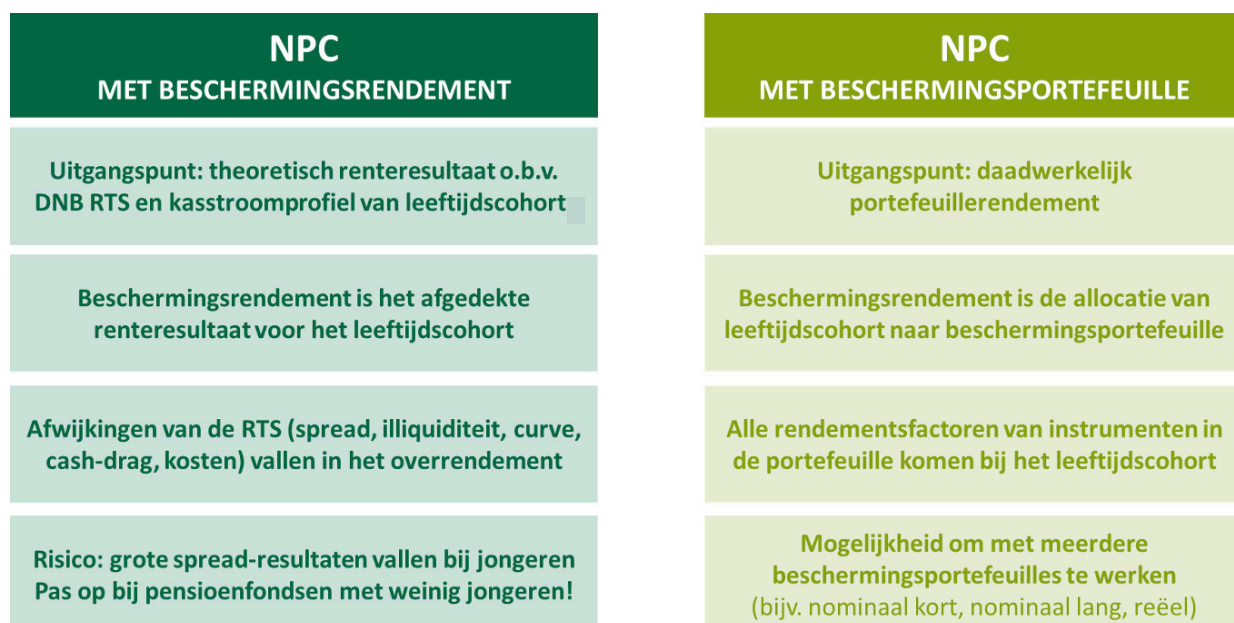
Conclusie

De aspecten absoluut risico en diversificatie pakken in principe evenwichtiger uit bij het toedelen van renterisico op basis van een werkelijke beschermingsportefeuille. Er kunnen rendements- en risicoafwegingen zijn die pleiten voor toedeling op basis van RTS. Bijvoorbeeld omdat men een overwegend jonge populatie in staat wil stellen meer risico te nemen dan strikt haalbaar is met het vermogen van jongeren. Sterk vergrijzende of krimpende

pensioenfondsen moeten hier wel oppassen, omdat de risicodeling mogelijk te groot wordt vanwege het leverage-effect van oud naar jong. Voor het beheersen van het inflatierisico voor oudere generaties ligt het minder voor de hand om te kiezen voor het werken met beschermingsrendement.

Conclusie: het is situationeel en daardoor fondsspecifiek wat de voorkeur heeft. Wij adviseren beide opties open te laten in de definitieve wetgeving.

Figuur 1



Tabel 9: Mogelijkheden en beperkingen

	Beschermingsrendement	Beschermingsportefeuille
Absoluut risico	Jongeren krijgen vanwege hun hoge allocatie naar de returnportefeuille een relatief groot deel van het mismatchrisico toebedeeld. Er is sprake van leverage.	Alle leeftijdsgroepen krijgen het mismatchrisico toebedeeld op grond van hun aandeel in de beschermingsportefeuille. Met hypotheke en andere vastrentende waarden kan een beter resultaat worden behaald dan de RTS.
Diversificatie	De hoge exposure naar de mismatchrisico's betekent extra diversificatievoordelen voor jongeren. Ouderen leveren diversificatievoordeel in.	Alle leeftijdsgroepen hebben met hun exposure naar de mismatchrisico's een diversificatievoordeel op grond van hun aandeel in de beschermingsportefeuille.
Inflatierisico	Het rendement van beleggingen met inflatiebescherming zoals inflation linked bonds valt in relatief hoge mate toe aan jongeren omdat die in het overrendement vallen. Daarmee zijn jongeren beter beschermd dan ouderen. En dat terwijl jongeren in principe al een behoorlijke inflatiebescherming hebben dankzij een hoge premiestuur die ook vaak met (loon)inflatie meestijgt.	De inflatiebescherming kan door maatwerk aan de juiste leeftijdsgroepen worden toebedeeld indien beschermingsportefeuilles ook deels kunnen bestaan uit inflatie-gerelateerde beleggingen. Het bijzonder voor gepensioneerden is dit een voordeel, omdat inflatiebescherming hier meer gewenst lijkt en dit juist voor deze groep onder de variant met beschermingsrendement nu niet mogelijk is.



Ons Pensioen **- Profiel Olivier**

Olivier verheugt zich op zijn pensioen. Volgende maand wordt hij 67 en hij heeft er zin in. Hij heeft zijn werk altijd met veel liefde en plezier gedaan, maar na veertig jaar is het mooi geweest. Nog voor zijn zeventigste wil hij met zijn vrouw Cora een mooie reis maken naar Indonesië en Vietnam. Ze sparen er al een tijdje voor en hij heeft uitgerekend dat dit in combinatie met zijn pensioenuitkering moet kunnen.

Tot die tijd gaat hij veel leuke dingen doen met kleinzoon Pim. Zijn oogappel houdt ook van zeilen en geniet ervan om met opa urenlang te klussen aan hun boot. Dat is best een kostbare hobby, maar Olivier gaat er zonder meer vanuit dat hij dit kan blijven betalen. Soms droomt hij zelfs weleens van een nieuwe boot... Dit is het moment om te genieten, ik ben nog fit en gezond, nu kan het nog, denkt Olivier.

Dit zijn enkele van de uitdagingen van Ons Pensioen bij Olivier:

- Goed uitleggen dat zijn pensioenuitkering een verwachte uitkering is, geen gegarandeerde. Inzicht geven in de verwachting met projectierendement.
- Olivier zal er rekening mee moeten houden dat zijn uitkering jaarlijks aangepast zal moeten worden.
- Spreiden van schokken voor Olivier is een nuttig instrument, maar Ons Pensioen moet oppassen dat Olivier hierdoor niet te lang op te grote voet leeft bij tegenvallers.
- Omdat Olivier geen salaris meer ontvangt nu hij gepensioneerd is, voelt hij een inflatieschok direct in zijn portemonnee. Tenzij het inflatierisico beheerst wordt.
- Voor Olivier is het belangrijk dat zijn uitkering na invaren even hoog is als hem kort voor zijn pensioen is beloofd. Hij hoopt op toekomstige verhogingen van zijn pensioen om zo de gemiste indexatie uit het verleden in te halen.
- Voor de generatie van Olivier is stabiliteit belangrijk. Het beschermingsrendement is hierbij een belangrijk instrument.



03

Projectierendement

Samenvatting

- Gebruik van projectierendement voor inschatting van beleggingsopbrengst zorgt voor een onzekere uitkering die hoogstwaarschijnlijk een of meerdere keren wordt aangepast.
- Bij een ambitieuze inschatting van het projectierendement neemt het risico op daling van de pensioenuitkering toe. Als het fonds het projectierendement conservatief inschat, is er een grotere kans dat een gepensioneerde niet van zijn/haar volledig vermogen kan genieten. Deze onzekerheid is inherent aan het nemen van beleggingsrisico voor gepensioneerden.
- Spreiden van schokken is geen gratis lunch: als een tegenvaller niet wordt gevolgd door een meevaller dan daalt de pensioenuitkering weliswaar minder hard dan zonder spreiding, maar is de uiteindelijke daling groter.
- Rekening houden met inflatie in het projectierendement maakt de koopkracht van de pensioenuitkering stabiel, maar is geen garantie voor behoud van koopkracht.

Onzekere uitkeringen

Volgens het Nibud verandert het bestedingspatroon van Olivier - de gepensioneerde die we in deze whitepaper volgen - gedurende zijn pensionering. In het begin geeft hij relatief veel uit aan vrije tijd. Op een gegeven moment wordt dat minder en besteedt hij meer aan zorg. We gaan ervan uit dat er geen materiële daling van de uitgaven van Olivier is maar dat die wel onderhevig zijn aan inflatie. Het betekent dat Olivier zich geen forse daling van zijn inkomen kan veroorloven.

Ons Pensioen kan ervoor kiezen deels risicovol te beleggen voor Olivier, met als doel zijn verwachte pensioenuitkering te laten stijgen. In dat geval is de uitkering van Olivier onzeker in de komende jaren. De hoogte van zijn uitkering bepaalt het pensioenfonds dan met het zogeheten projectierendement: het verwachte rendement op het belegd vermogen. Indien Ons Pensioen het projectierendement ambitieus vaststelt, is de uitkering aanvankelijk hoger maar neemt ook het risico op een daling van deze uitkering toe.

De oplossing is het projectierendement conservatief in te schatten. De kans dat dit leidt tot neerwaartse aanpassing van de uitkeringen aan Olivier is daarmee klein. Hier kleeft echter ook een nadeel aan. Olivier houdt hierdoor zijn bestedingen lager dan nodig en voor hem wenselijk is, en hij houdt mogelijk geld over aan het eind van zijn leven.

Kortom, het gebruik van projectierendement voor inschatting van onzekere beleggingsopbrengsten zorgt voor een onzekere uitkering die naar verwachting een of meerdere keren wordt aangepast. Hier is weinig tegen te doen, behalve in het geheel geen risico nemen en het projectierendement gelijkstellen aan de risicovrije rente. Deze vorm van risico-aversie gaat veel deelnemers en bestuurders waarschijnlijk te ver.

Iedereen moet er daarom mee leren leven. Wel kan het pensioenfonds de impact van de

aanpassing van uitkeringen verzachten via spreiding van tegenvallers. Maar let op, ook dat is geen gratis lunch.

Hoe werkt projectierendement door op uitkeringen?

Met het projectierendement bepaalt Ons Pensioen de uitkering die het hoogstwaarschijnlijk levenslang kan trekken uit het belegd vermogen. Hoe hoger het projectierendement, hoe hoger de uitkering en vice versa. Of het gehaald wordt is afhankelijk van de risicopremie (het verwachte rendement minus de risicovrije rente) die in het projectierendement wordt gestopt en het daadwerkelijke rendement. Een afwijking tussen het gerealiseerde rendement en het projectierendement leidt tot aanpassing van de uitkering, naar boven of beneden.

Laten we kijken naar enkele voorbeelden die laten zien wat er gebeurt met de hoogte van de pensioenuitkering en het persoonlijke vermogen van Olivier in het eerste jaar.

Geen risicopremie in overrendement

We beginnen met het meest eenvoudige geval voor Olivier. Het pensioenfonds stelt het projectierendement gelijk aan de risicovrije rente. Het gerealiseerd rendement in het eerste jaar is hier ook aan gelijk. Het beginvermogen van Olivier is EUR 250.000. Als we uitgaan van een risicovrije rente van nul en twintig verwachte pensioenjaren, dan is de uitkering in het eerste jaar gelijk aan 1/20e deel van het beginvermogen, dus EUR 12.500. Aan het eind van het eerste jaar is het vermogen dan afgenomen met EUR 12.500 als gevolg van de pensioenuitkering in het eerste jaar. Toch is het persoonlijke pensioenvermogen aan het eind van het eerste jaar met minder dan EUR 12.500 gedaald, namelijk slechts met EUR 9.250 naar EUR 240.000. De reden hiervoor is dat er ook een zogeheten biometrisch rendement wordt bijgeschreven van EUR 3.250.

In [tabel 10](#) is dit voorbeeld verwerkt.

Biometrisch rendement zorgt ervoor dat het persoonlijke vermogen niet leeg is na twintig pensioenjaren. Het biometrisch rendement van Olivier is gebaseerd op de sterftekans van zijn leeftijdsgroep, de 68-jarigen. De leeftijdsgroep van Olivier

pensioenuitkering aan het eind van het eerste jaar met 1% naar beneden gaat. Aan het eind van het eerste jaar is het persoonlijke vermogen van Olivier EUR 2.500 lager dan in de situatie hierboven beschreven. In de tabel hieronder is het uitgewerkt.

“Spreiding van schokken is geen gratis lunch”

heeft een sterftekans van 1,3%. Als Olivier niet overlijdt in zijn 68e levensjaar, dan krijgt hij 1,3% biometrisch rendement bijgeschreven; dit wordt gefinancierd doordat het persoonlijk vermogen vrijvalt van de 68-jarigen die dat jaar wel overlijden, veronderstellend dat het pensioenfonds een groot aantal deelnemers heeft die gespreid zijn over alle leeftijden. Het percentage van het biometrisch rendement stijgt steeds mee naarmate Olivier ouder wordt en zorgt ervoor dat de pensioenuitkering op peil blijft, ook als Olivier de leeftijd van 120 bereikt.

Risicopremie in overrendement

Nu kijken we naar een situatie waarin het projectierendement wordt gebaseerd op de risicovrije rente plus 1% verwacht overrendement. Het inrekenen van het overrendement zorgt dat de pensioenuitkering op 68-jarige leeftijd voor Olivier 20% hoger ligt: op EUR 15.000 in plaats van EUR 12.500.

Stel: het gerealiseerd rendement in het eerste jaar is gelijk aan de risicovrije rente (0%). Het overrendement wordt niet gerealiseerd. Dat betekent dat de

Spreiding

In [tabel 11](#) spreidt het pensioenfonds de schokken niet. De tegenvaller van 1% in het gerealiseerde rendement leidt daarom direct tot een daling van de pensioenuitkering met 1%. Het spreiden van schokken zorgt voor een demping van dat directe effect.

Als een tegenvaller op een later moment wordt gevolgd door een meevaller, dan zorgt dit voor een stabielere pensioenuitkering. Echter, spreiding is geen gratis lunch. Als de tegenvaller niet wordt gevolgd door een meevaller, dan daalt de pensioenuitkering weliswaar op korte termijn minder hard, maar dan is de uiteindelijke daling van de pensioenuitkering juist groter. [Figuur 2](#) laat dit zien, op basis van een voorbeeld waarbij er op één moment in de tijd een tegenvaller is, en er daarna geen meevallers meer zijn (dus geen andere positieve of negatieve schokken in latere jaren).

Tabel 10: Uitkering situatie 1

Begin vermogen	Hoogte uitkering begin jaar	Risicopremie projectierendement	Gerealiseerd financieel rendement	Biometrisch rendement	Eind vermogen (na 1 jaar)	Aanpassing uitkering aan eind jaar 1
250.000	12.500	0%	0%	3.250	240.750	0

Tabel 11: Uitkering situatie 2

Begin vermogen	Hoogte uitkering begin jaar	Risicopremie projectierendement	Gerealiseerd financieel rendement	Biometrisch rendement	Eind vermogen (na 1 jaar)	Aanpassing uitkering aan eind jaar 1
250.000	15.000	1%	0%	3.250	238.250	-1%

Inflatie

In het projectierendement kan rekening worden gehouden met inflatie die de koopkracht van het pensioen kan uithollen. Dit effect is niet te onderschatten. Met een jaarlijkse inflatie van 2% zal de koopkracht voor Olivier op 85-jarige leeftijd met circa 30% zijn gedaald. Rekening houden met inflatie betekent dat de uitbetaling van Oliviers vermogen zodanig over de jaren heen gespreid wordt dat de koopkracht van zijn pensioen gelijk blijft bij 2% inflatie. Het betekent ook dat hij met een lagere pensioenuitkering start dan in het geval dat er geen rekening wordt gehouden met die verwachte inflatie.

Toch betekent rekening houden met de verwachte inflatie niet per se dat de koopkracht van Oliviers uitkering gegarandeerd is. Als de inflatie veel hoger uitvalt dan het ingeschatte percentage van 2% zal zijn koopkracht alsnog dalen.

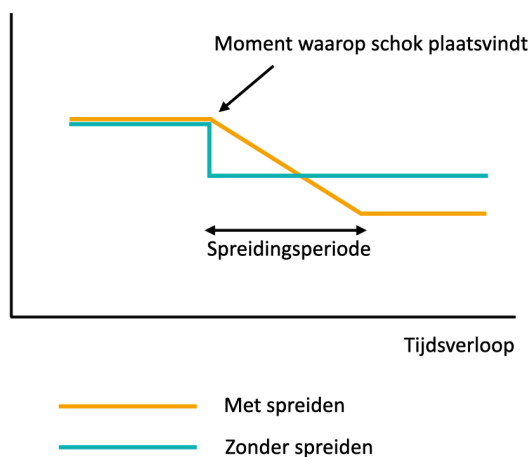
We illustreren dat aan de hand van een sterk vereenvoudigd voorbeeld waarin we aannemen dat de levensverwachting van Olivier 87 jaar is en blijft, en hij dus 20 jaar pensioen geniet, dat de rente 0% is en Ons Pensioen niet risicovol meer belegt voor Olivier; zie [grafiek 1](#) op de volgende pagina.

De grafiek laat zien dat zonder inflatie-afslag in het projectierendement mee te nemen de uitkering constant blijft op circa EUR 1.050 per maand. Met toepassing van de 2% afslag voor de verwachte inflatie start de uitkering op circa EUR 850 per maand - dus EUR 200 lager - maar eindigt uiteindelijk op EUR 1.250 per maand. Als de inflatie daadwerkelijk 2% per jaar is, dan geldt dat na 20 jaar de koopkracht van die EUR 1.250 gelijk is aan de aanvankelijke EUR 850.

We zullen nu de pensioenuitkering van Olivier uitdrukken in euro's van toen hij 68 was, dus in 'euro's van nu': aangezien de uitkering in euro's weliswaar kan toenemen, kan de koopkracht alsnog dalen. We laten

Figuur 2

Pensioenuitkering



twee scenario's zien: één waarin de inflatie jaarlijks 2% is, en één waarin de inflatie elk jaar 3% is.

In [grafiek 2](#) zien we verschillende zaken:

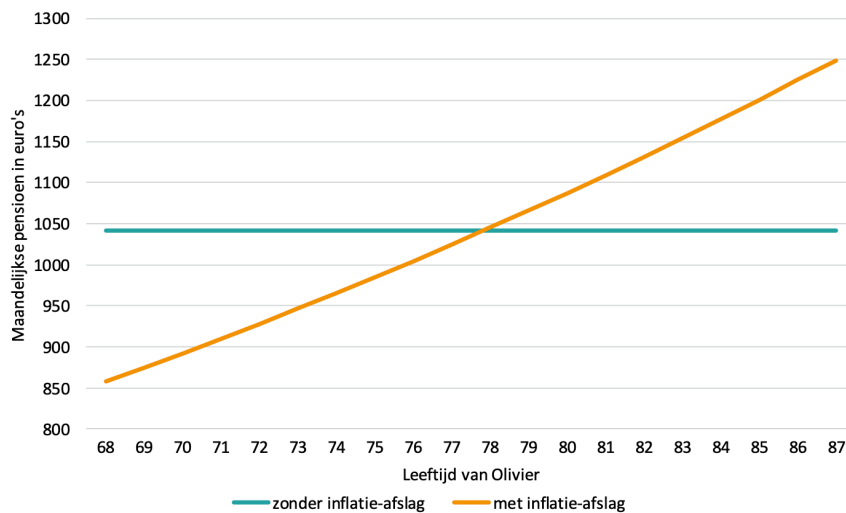
- Als Ons Pensioen rekening houdt met 2% inflatie in het projectierendement en de inflatie is daadwerkelijk 2%, dan blijft de koopkracht van Oliviers pensioen onveranderd gedurende zijn pensionering.
- Als het projectierendement geen rekening houdt met inflatie dan daalt de koopkracht altijd: van aanvankelijk EUR

1.050 tot EUR 700 na 20 jaar bij 2% inflatie en zelfs tot onder EUR 600 bij 3% inflatie.

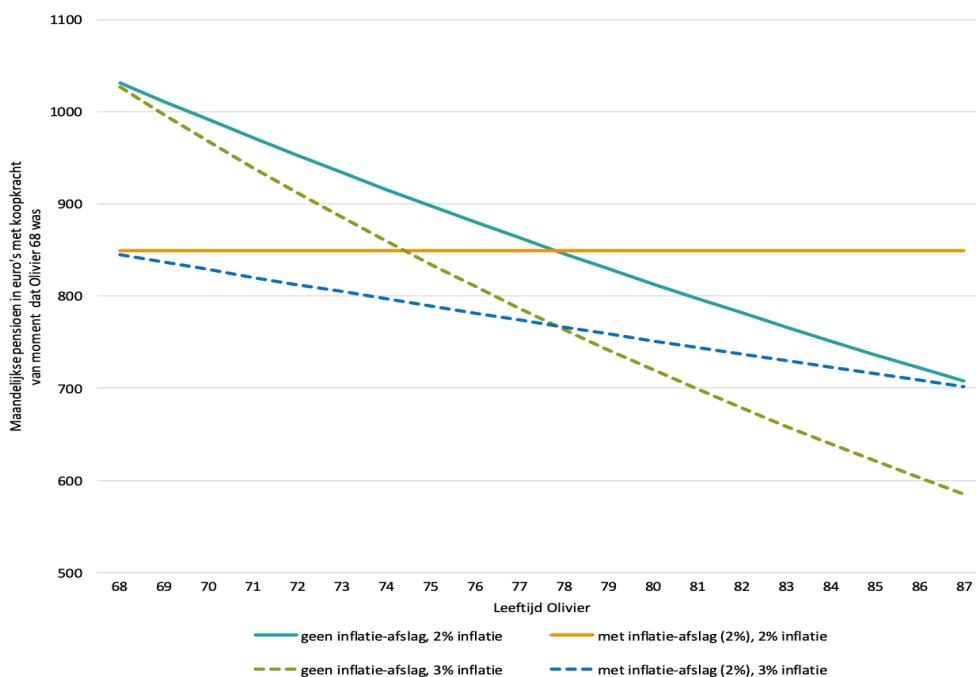
- De koopkracht daalt nog steeds als Ons Pensioen 2% inflatie inrekent maar de inflatie in praktijk 3% is: namelijk van de oorspronkelijke EUR 850 naar EUR 700 per maand.

Inrekenen van verwachte inflatie zorgt dus voor een minder sterke daling van koopkracht maar biedt geen garantie van behoud van koopkracht. Voor het beheersen van het inflatierisico verwijzen we naar hoofdstuk 6.

Grafiek 1



Grafiek 2





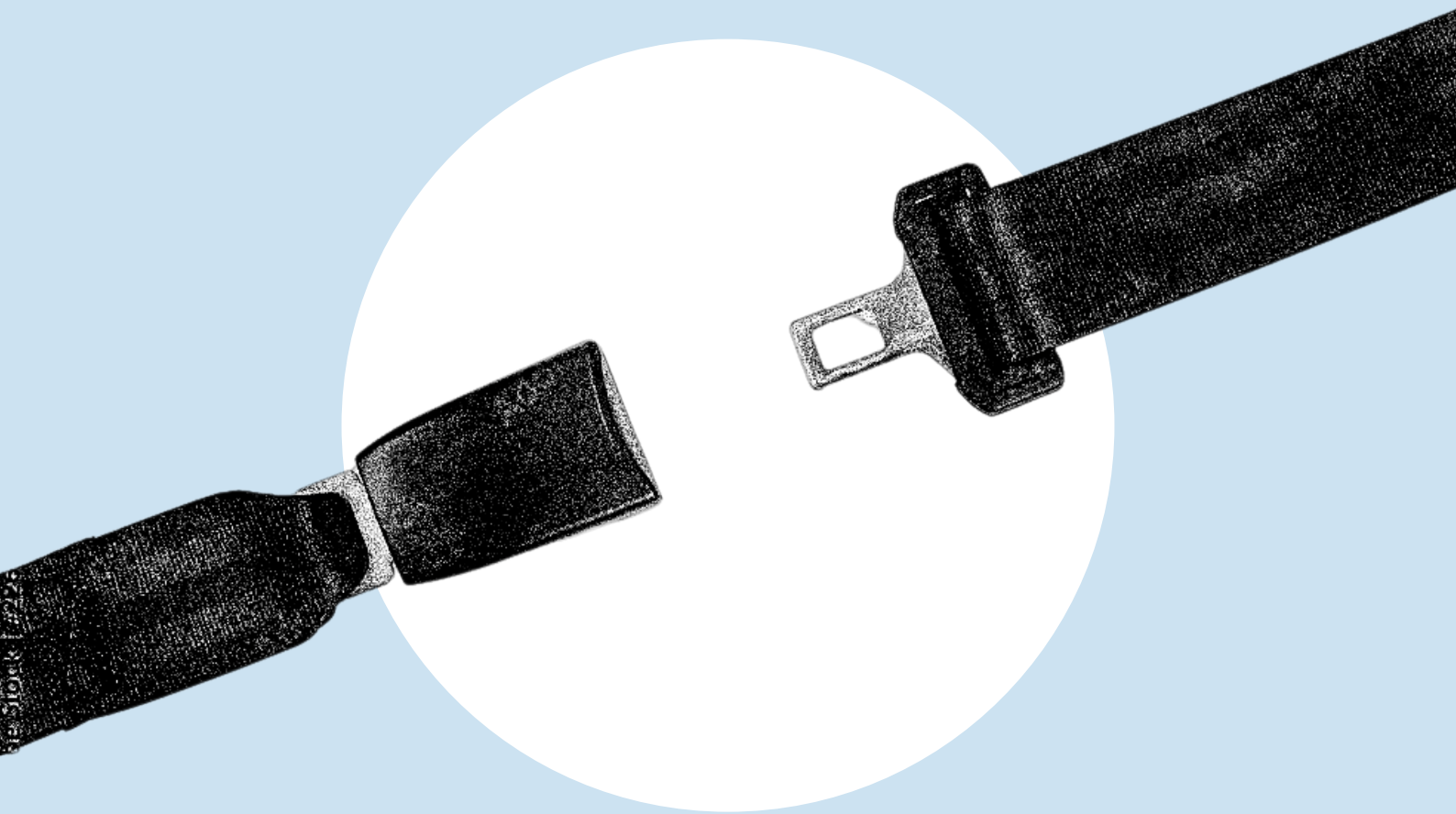
Ons Pensioen - Profiel Maya

Maya (51) is de trots van haar familie. Als eerste meisje heeft ze een universitaire studie afgerond. Alweer 25 jaar geleden begon ze als stagiaire bij haar huidige werkgever, waar ze nu de mooie positie van senior onderzoeker heeft. Ze heeft een goed inkomen en kan er prima van leven, maar als alleenstaande moeder met twee studerende kinderen en een flinke hypotheek is het nu ook weer geen vetpot.

Laatst ontving ze een brief van Ons Pensioen en daar stond haar pensioendatum op. Dat zette haar aan het denken. Ze wil zeker weten dat ze over pakweg zestien jaar dezelfde levensstijl kan houden als nu. Haar vader, die meer dan 40 jaar keihard gewerkt heeft in een fabriek, werd vorig jaar zelfs gekort op zijn pensioen! Maya is een sociaal mens, ze vindt solidariteit belangrijk. Maar de koek moet wel eerlijk verdeeld worden, daar wil ze op kunnen vertrouwen.

Dit zijn enkele van de uitdagingen van Ons Pensioen bij Maya:

- Maya heeft wat zorgen over de waardeverdeling. Het is van belang dat het bestuur van Ons Pensioen expliciet vastlegt hoe die eerlijke verdeling plaatsvindt en daarover helder communiceert.
- Maya betaalt nog zo'n zestien jaar premie. Dat biedt Ons Pensioen ruimte om wat meer risicovoller te beleggen om haar renterisico af te dekken. Dit maatwerk is een grote vooruitgang.
- Het is daarbij verstandig dat Ons Pensioen rekening houdt met het inflatierisico. Dat kan grote teleurstellingen voorkomen.
- Maya werkt al zo'n 25 jaar en heeft altijd gedacht dat ze na haar pensioen kon rekenen op een vast inkomen. Het is van belang dat Ons Pensioen helder communiceert dat er niet langer sprake is van een toegezegd pensioeninkomen, maar dat de hoogte onzeker is.



04

Renterisicobeheersing – de basis

Samenvatting

- In het nieuwe pensioencontract of de verbeterde premiereregeling blijft de vraag bestaan: welke mate van zekerheid wil het pensioenfonds bij toekomstige pensioenuitkeringen? Naarmate het een hogere zekerheid wil bieden, deelt het automatisch een hoger beschermingsrendement toe.
- Het grote verschil met nFTK is dat het pensioenfonds in de nieuwe contracten toedeling van beschermingsrendement per leeftijdsgroep bepaalt. Dit is een grote vooruitgang.
- Verschillende leeftijden hebben verschillende behoeftes m.b.t. het toedeelpercentage van het beschermingsrendement oftewel het niveau van de renterisicoafdekking.
- Bij het toedelen van beschermingsrendement voor gepensioneerden luistert de afstemming tussen de looptijd van de te gebruiken vastrentende instrumenten en de verwachte levensduur nauw.

Toedeling beschermingsrendement per leeftijdsgroep

Het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premiereregeling kennen geen nominale pensioenverplichtingen. Het uitgangspunt is een geambieerde of geprojecteerde uitkering. Desondanks blijft de vraag bestaan voor Ons Pensioen: welke mate van zekerheid wil het fonds bij toekomstige uitkeringen bieden? Naarmate het meer zekerheid wil bieden, deelt het automatisch meer beschermingsrendement toe.

Het grote verschil met het nFTK is dat het pensioenfonds deze zekerheid per leeftijdsgroep (in het nieuwe contract) of per leeftijd (in de verbeterde premiereregeling) kan

“100% toedeling van beschermingsrendement levert een stabiel pensioenresultaat op”

adresseren. Daar gaan we in dit hoofdstuk dieper op in. We maken daarbij onderscheid naar de drie leeftijdsgroepen van Ons Pensioen.

Laten we om te beginnen kijken naar de verschillende behoeftes aan toedelen van beschermingsrendement.

Julia

De behoefte aan toedelen van beschermingsrendement is bij Julia laag. Ze heeft nog weinig pensioenkapitaal en behoorlijk toekomstig inkomen en capaciteit om premie te betalen. Het is belangrijker dat zij de pensioenpremie mee kan laten bewegen met de rente. De uitkeringen zijn überhaupt nog ver weg, er zijn amper obligaties of derivaten die deze uitkeringsstroom of de rentegevoeligheid daarvan matchen. De duration van haar uitkeringsstroom is 45 jaar.

Maya

De behoefte aan toedelen van beschermingsrendement hangt voor Maya af van de omstandigheden. Maya heeft al een behoorlijk vermogen opgebouwd en de pensionering nadert. Ze wil wellicht al een deel van de uitkering veiligstellen met het matchen van de geprojecteerde uitkeringsstroom of de rentegevoeligheid daarvan. Dat is ook het geval indien zij streeft naar (deels) variabele uitkeringen in plaats van vaste uitkeringen. De duration van haar uitkeringsstroom is 25 jaar.

Olivier

De behoefte aan toedelen van beschermingsrendement is bij Olivier heel hoog, ongeacht de omstandigheden. Hij heeft een hoog toedelingspercentage (of afdekkingspercentage) nodig. Olivier

heeft een groot vermogen en betaalt geen premie meer. Het inkomen is bijna volledig afhankelijk van dit vermogen. Omdat hij een stabiele uitkering wenst, moet het pensioenfonds de geprojecteerde uitkeringsstroom of de rentegevoeligheid daarvan grotendeels matchen met vastrentende waarden (obligaties en swaps). Het resultaat als gevolg van een mismatch kan het pensioenfonds spreiden over een periode van maximaal 10 jaar. De duration van zijn uitkeringsstroom is 10 jaar.

Hieruit valt af te leiden dat iedere generatie een andere wens tot bescherming heeft.

Ontwikkeling pensioenresultaat

We lichten de impact van rentegevoeligheid en de bescherming toe door te kijken naar Olivier, die net gepensioneerd is. Hij is voor zijn pensioenuitkering bijna geheel afhankelijk van het aanwezige pensioenvermogen omdat hij geen premie

meer betaalt. Ondanks de 10-jarige spreiding van mee- en tegenvallers zijn mismatchresultaten van invloed op de pensioenuitkering. Spreiden helpt om de uitkering op korte termijn op peil te houden, maar als er geen herstel optreedt dan gaat de pensioenuitkering op lange termijn omlaag.

Pensioenresultaat

Om deze effecten in kaart te brengen, kijken we naar het pensioenresultaat. Het pensioenresultaat is de som van alle pensioenuitkeringen in de uitkeringsfase gedeeld door een volledig koopkrachtbestendige pensioenuitkering. Een 100% pensioenresultaat betekent volledig koopkrachtbehoud. Een 80% pensioenresultaat betekent dat de deelnemer gemiddeld 20% aan koopkracht verliest gedurende de uitkeringsfase. Voor pensioenfondsen is het pensioenresultaat een bekend getal omdat dit nu al terugkomt bij de Haalbaarheidstoets (HBT) en bij de pensioencommunicatie naar deelnemers via de URM-methodiek.

In [tabel 12](#) presenteren wij de resultaten voor Olivier bij drie verschillende toedelingspercentages van beschermingsrendement onder twee rentescenario's. Zoals al eerder opgemerkt, wordt er altijd van uitgegaan dat het pensioenfonds de beoogde toedeling daadwerkelijk nakomt met behulp van een 'matchende' beschermingsportefeuille.

Het is direct zichtbaar dat bij 100% Olivier een stabiel pensioenresultaat heeft. De uitkomst

is niet gevoelig voor de renteschokken. Bij 25% wordt, naast aandelen, belegd in vastrentende waarden met een gemiddelde duration van 5 jaar. Dit is korter dan de duration van zijn uitkeringsstroom. Daardoor daalt het pensioenresultaat naar 74% bij een negatieve renteschok en stijgt het naar 89% bij een positieve renteschok. Uitgaande van de 81% pensioenresultaat betekent een daling tot 74% een achteruitgang in pensioenuitkering van bijna 10%.

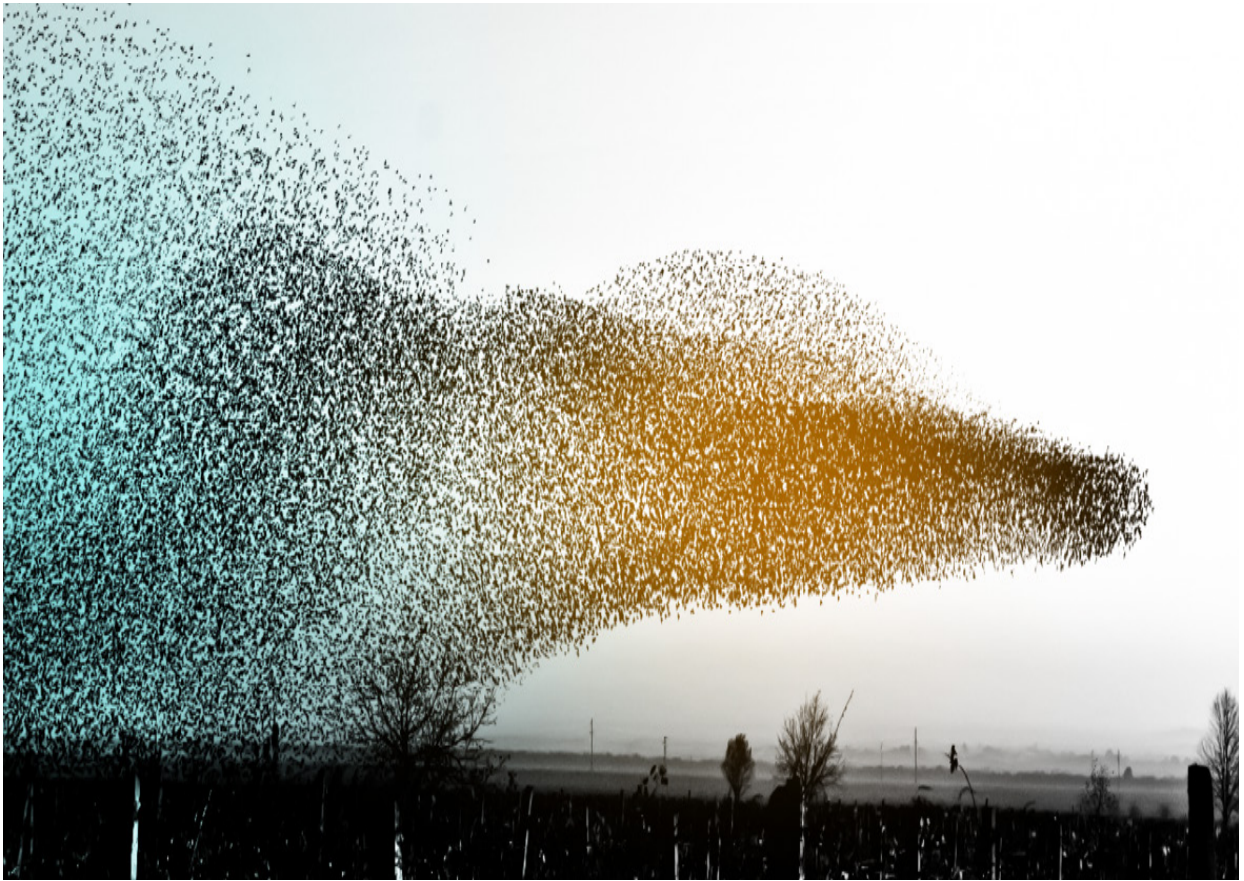
Bij een hoog percentage van maar liefst 150% belegt het pensioenfonds op pensioendatum in vastrentende waarden met een duration van 30 jaar. Hierdoor is de spreiding groter dan bij het lage percentage. Het gemeten effect is nu omgekeerd. Bij de negatieve renteschok resulteert dit in een flinke stijging in het pensioenresultaat naar 104%. Bij de rentestijging daalt het pensioenresultaat naar 66%. Een 34% koopkrachtverlies doet veel gepensioneerde deelnemers flink pijn in de portemonnee en is vaak niet acceptabel.

Verloop toedeling beschermingsrendement

Het bovenstaande illustreert de noodzaak van een hoge (maar niet meer dan 100%) toedeling van beschermingsrendement voor Olivier. Voor de 50-jarige Maya geldt dit in mindere mate. Zij hoopt nog 18 jaar lang premie in te leggen. Gezien die lange periode tot haar pensionering heeft ze minder behoefte aan zekerheid dan Olivier. Ons Pensioen kan voor haar meer risicovol beleggen. Dit geldt nog sterker voor de 30-jarige Julia.

Tabel 12: Pensioenresultaat

Toedeling beschermingsrendement	25%	100%	150%
Pensioenresultaat bij renteschok +2%	89%	81%	66%
Pensioenresultaat bij renteschok -2%	74%	81%	104%





05

Leeftijdsafhankelijke toedeling van beschermingsrendement per looptijd

Samenvatting

- Een belangrijk element in de nieuwe pensioencontracten is het verplichte risicopreferentieonderzoek onder deelnemers. Hiermee moet het pensioenfonds de leeftijdsafhankelijke risicohouding van diverse generaties vaststellen. Dit heeft invloed op de gewenste toedeling van beschermingsrendement.
- Of de geaggregeerde toedeling van beschermingsrendement bij een pensioenfonds per saldo stijgt of daalt t.o.v. de oorspronkelijke renteafdekking op fondsniveau, is niet vooraf te zeggen. Een lagere bescherming dan 40% op fondsniveau lijkt niet waarschijnlijk.
- Vastrentende waarden met looptijden van 30-40-50 jaar blijven van belang.
- Het is voorbarig te stellen dat pensioenfonds nu al obligaties en renteswaps in deze looptijden moeten verkopen. Wel is het verstandig om nu geen extra aankopen te gaan doen in deze lange looptijden.

Naar toedeling van beschermingsrendement per leeftijdsgroep

Een belangrijk nieuw element is het verplichte risicopreferentieonderzoek onder deelnemers voor het bepalen van het risicobeleid. Hiermee moet het pensioenfonds de risicohouding van verschillende leeftijdsgroepen vaststellen. De wetgever en toezichthouder schrijven een uniforme set van risicomaatstaven voor om dit te meten, waarbij het fonds waarschijnlijk ook met een DNB-scenarioset moet werken. Deze stap is van invloed op het renterisicobeleid per leeftijdsgroep. Uit dit onderzoek volgt vrijwel nooit een specifiek percentage voor renterisicobeheering, maar het vormt wel een belangrijk kader waarbinnen het pensioenfondsbestuur de strategie vaststelt.

wordt dan de oorspronkelijke afdekking van renterisico op fondsniveau is moeilijk te zeggen. Bekend is dat de gemiddelde renteafdekking van alle pensioenfondsen in Nederland de afgelopen jaren is gedaald tot onder 40%. Dit is een resultante van onder meer rentevisie, mean-reversion aannames in ALM-modellen en het gebruik van dynamische rentestaffels waarbij de afdekking daalt met dalende rente. Dit heeft veel pensioenfondsen overigens pijn gedaan, en uiteindelijk de deelnemers door het achterwege blijven van toeslagverlening of zelfs kortingen.

Voor pensioenfondsen met een renteafdekking onder de 40% daalt het geaggregeerde toedelingspercentage waarschijnlijk niet verder. De te meten risicohouding onder deelnemers vormt hier een nieuwe begrenzing. Mogelijk kan hierdoor minder rekening gehouden worden

“Een gedegen invulling van het renterisico per leeftijdsgroep wordt belangrijk om grote teleurstellingen te voorkomen”

In de volgende stap komt het pensioenfonds met ALM-studies, stress-scenario-analyses en portefeuille-constructie tot de specifieke invulling. Voor het huidige pensioencontract met nFTK-spelregels resulteert dit altijd in één afdekkingspercentage voor het collectief. In de nieuwe pensioencontracten betekent het leeftijdsafhankelijke percentages voor het toedelen van beschermingsrendement. Het pensioenfonds stapt over van dekkingsgraadmanagement op individueel balansmanagement. De tabel hieronder toont hoe de afdekkingsstrategie kan wijzigen voor Ons Pensioen.

Geaggregeerde toedeling van beschermingsrendement

Of de geaggregeerde toedeling van het beschermingsrendement hoger of lager

met rentevisie. Het is te verwachten dat de toedeling van beschermingsrendement stijgt met oplopende leeftijd van deelnemers. Daarmee is het sterk afhankelijk van de demografische samenstelling van een pensioenfonds of de renteafdekking per saldo daalt of stijgt.

Van top-down naar bottom-up beleidsontwikkeling

De huidige praktijk is dat de actuaire of pensioenadministrateur het totale kasstromenprofiel van de technische voorziening pensioenverplichtingen deelt met de LDI-manager. De LDI-manager bepaalt op basis van dit kasstromenprofiel en het gewenste percentage van afdekking hoeveel renterisico het pensioenfonds per

looptijdsegment moet afdekken. Dit is een top-down proces omdat het uitgaat van de kasstromen op collectief niveau.

In de nieuwe contracten wordt toedeling van beschermingsrendement of invulling van de beschermingsportefeuille een gedetailleerd bottom-up proces. Hiervoor is meer gedetailleerde informatie nodig van de actuaris of pensioenadministrateur. Hieronder werken we dit uit met een voorbeeld.

Toedeling berekenen per looptijd

De LDI-manager van Ons Pensioen wil de toedeling van beschermingsrendement per deelnemer per looptijd in euro's berekenen. Dan kan het fonds de beschermingsportefeuille zo samenstellen dat er amper mismatchresultaat is. Hij gebruikt hiervoor basispuntgevoeligheid (BPV) als maatstaf voor rentegevoeligheid. Dat is de marktwaardeverandering van een kasstroom in euro's als de rente met 0,01%-punt (1 basispunt) daalt.

Het fonds neemt een aantal stappen.

Stap 1

Het bepaalt om te beginnen per deelnemer de marktwaarde van het pensioenvermogen. Op grond daarvan bepaalt Ons Pensioen de jaarlijkse uitkeringen per deelnemersgroep.

Deze staan hieronder in [grafiek 4](#) weergegeven.

De uitkeringsstroom verschilt duidelijk sterk per leeftijdsgroep. De afname van de uitkeringen met het toenemen van de jaren volgt uit de levensverwachting van Olivier, Maya en Julia.

Stap 2

Voor elke deelnemer bepaalt het pensioenfonds op basis daarvan de basispuntgevoeligheid van de pensioenuitkering per looptijdsegment. Dat resulteert in de [tabel 14](#) hieronder.

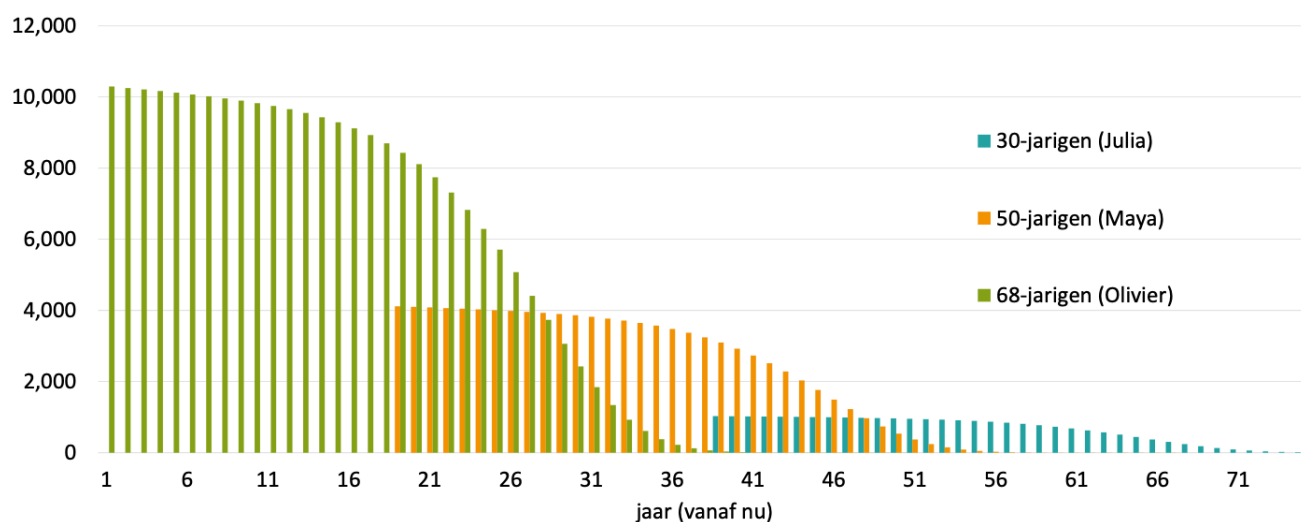
Toelichting: stel dat de rentes met looptijd tot 10 jaar dalen en dat die daling 10 basispunten betreft. Dan is de marktwaardeverandering van de pensioenuitkeringen van Olivier EUR 550. Voor alle geprojecteerde kasstromen van de deelnemers tezamen is de rentegevoeligheid EUR 838 per basispunt.

Stap 3

Alvorens te bepalen hoeveel beschermingsrendement er in euro's per looptijdsegment moet worden toebedeeld, zijn leeftijdsafhankelijke toedelingspercentages nodig. Een strategie van Ons Pensioen kan er als volgt uitzien; zie [tabel 15](#).

De toedeling van beschermingsrendement varieert van 25% voor Julia tot 70% voor

Grafiek 4



Olivier. In de praktijk kan de strategie fijnmaziger zijn dan in dit voorbeeld, omdat meer groepen gebruikt worden. In het bijzonder kan het voor oudere gepensioneerden raadzaam zijn meer dan 70% toe te delen.

Stap 4

Deze percentages worden vermenigvuldigd met de basispuntgevoeligheid per deelnemer per looptijdsegment uit [tabel 14](#). Hieruit ontstaat dan de volgende toedeling van beschermingsrendement in euro's; zie [tabel 16](#).

De geaggregeerde basispuntgevoeligheid van alle kasstromen van de deelnemers tezamen die wordt afgedekt met behulp van een beschermingsportefeuille is EUR 466. Dit is vrijwel gelijk aan 55% van de totale basispuntgevoeligheid van EUR 838. Dit percentage kan worden vergeleken met het huidige afdekkingspercentage van dit pensioenfonds onder het nFTK. Ook is zichtbaar dat het pensioenfonds in alle

looptijdsegmenten een bepaalde mate van rentegevoeligheid afdekt.

De gevolgen van bottom-up aanpak

Stel dat we aannemen dat Ons Pensioen inderdaad 55% renterisico afdekte in het huidige pensioencontract en dit evenredig spreidde over alle looptijdsegmenten. Dan kunnen we vergelijken hoe dit uitpakt onder de nieuwe pensioencontracten waarbij de toedeling van beschermingsrendement leeftijdsafhankelijk wordt bepaald. In onderstaande figuur is de top-down afdekking van 55% (oranje) vergeleken met de leeftijdsafhankelijke bottom-up aanpak (groen). De totale afgedekte rentegevoeligheid is exact gelijk. De af te dekken rentegevoeligheid tot looptijden van 30 jaar neemt toe, terwijl de afdekking juist iets daalt voor looptijden na 30 jaar; zie [grafiek 5](#).

Tabel 13: Beschermen per leeftijdsgroep

Leeftijdsgroep	Afdekken in nFTK	Toedelen beschermingsrendement in het nieuwe pensioencontract
Julia, 30 jaar	55%	25%
Maya, 50 jaar	55%	50%
Olivier, 68 jaar	55%	70%

Tabel 14: Basispuntgevoeligheid per deelnemer per looptijdsegment

Wie	Vermogen (EUR)	Basispuntgevoeligheid in EUR per looptijdsegment						Totaal
		0-10	10-20	20-30	30-40	40-50	50+	
Julia, 30 jaar	25.000	0	0	0	8	50	53	111
Maya, 50 jaar	100.000	0	16	110	134	84	8	352
Olivier, 68 jaar	250.000	55	150	146	25	0	0	376
Totaal	375.000	55	166	255	168	134	61	838

Tabel 15: Toedelingspercentage per deelnemer

Leeftijdsgroep	Toedeling beschermingsrendement	Toedeling overrendement
Julia, 30 jaar	25%	80%
Maya, 50 jaar	50%	60%
Olivier, 68 jaar	70%	35%

Tabel 16: Bescherming per deelnemer per looptijdsegment

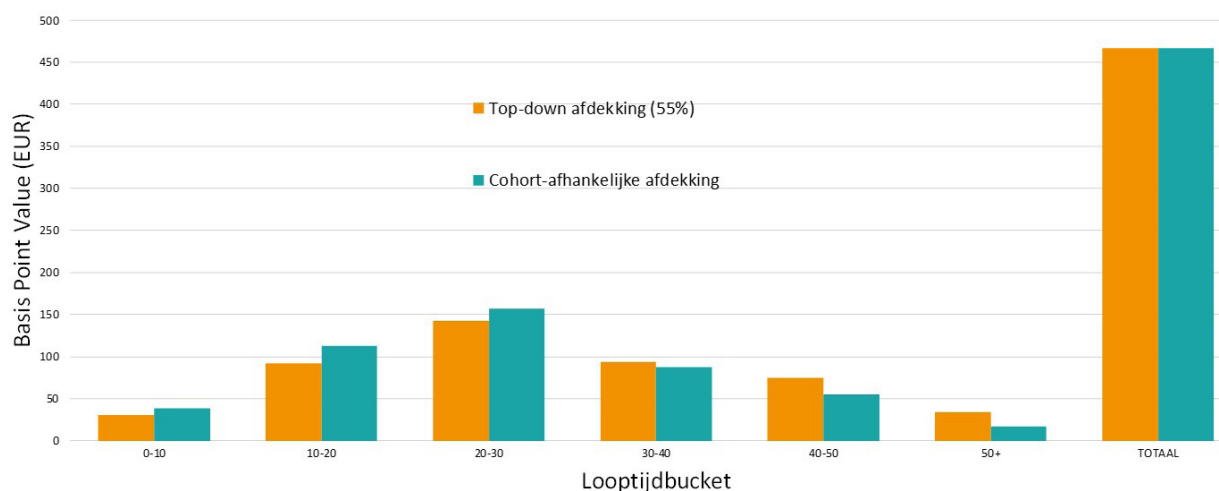
Wie	Bescherming in basispuntgevoeligheid in EUR per looptijdsegment						
	0-10	10-20	20-30	30-40	40-50	50+	totaal
Julia, 30 jaar	-	-	-	2	12	13	28
Maya, 50 jaar	-	8	55	67	42	4	176
Olivier, 68 jaar	39	105	102	18	0	0	263
Totaal	39	113	157	87	54	17	466

Afrondende opmerking

Onze conclusie is dat de beschermingsportefeuille ook voor de looptijden 30-40-50 jaar van belang blijft. Veel pensioenfondsen hebben op dit moment al bewust een onderweging in deze looptijdsegmenten om rekening te houden met UFR-effecten, vanwege een visie op curverisico of vanwege beperkte marktliquiditeit in hele lange

looptijden en de wens tot het reduceren van transactiekosten. Het is daarom zeker niet ondenkbaar dat de gewenste belegging in deze looptijdsegmenten straks vergelijkbaar is. Ook is het voorbarig te stellen dat pensioenfondsen nu al obligaties en renteswaps in deze looptijden moeten verkopen. Wel is het verstandig om nu geen extra aankopen te gaan doen in deze lange looptijden, of om dit dan eerst goed te onderzoeken.

Grafiek 5





Ons Pensioen - Profiel Julia

Als je haar hoort praten met haar vrolijke Brabantse tongval, zou je het niet zeggen, maar Julia's grote passie is het dansen van de salsa. Haar roots liggen in Colombia en van haar oma en moeder leerde ze als peuter al de eerste pasjes. Julia's droom is om professioneel danser te worden. Maar nu is ze net begonnen als managementassistente bij haar eerste werkgever.

Dat ze daarmee deelnemer is geworden bij Ons Pensioen heeft ze niet echt geregistreerd. Want als Julia aan later denkt, dan denkt ze aan samenwonen met haar vriend Dylan. Het liefst in een koophuis. Maar haar oudere zus is al drie jaar bezig en vist steeds achter het net. Zoals haar ouders het zeggen: het is wel duidelijk dat Julia en haar zus het moeilijker krijgen dan zichzelf. Maar ach, dat is voor later, nu gaat Julia weer dansen en genieten!

Dit zijn enkele van de uitdagingen van Ons Pensioen bij Julia:

- Hoewel de pensioendatum voor Julia nog heel ver uit zicht is, zijn de beslissingen die nu voor haar worden genomen belangrijk voor het latere resultaat. Het actief betrekken van de generatie van Julia is belangrijker dan ooit.
- Bij het bepalen van de beleggingsstrategie kan Ons Pensioen voor Julia veel meer risico nemen dan voorheen. Maar die risico's kunnen groter zijn dan we nu voorzien. Julia zal het natuurlijk erg vervelend vinden als haar persoonlijk pensioenvermogen in het nieuwe stelsel opeens vrijwel leeg raakt bij een klap op de financiële markten.



06

Inflatierisico: over het hoofd gezien?

Samenvatting

- Inflatie kan koopkracht fors uithollen. In tien jaar tijd betekent 3% inflatie een koopkrachtverlies van 25%, bij 4% inflatie een koopkrachtverlies van 32%.
- Inflatierisico is het meest relevant voor gepensioneerden aangezien zij veel vermogen hebben; voor jongeren geldt dat ze nog veel premie - die doorgaans stijgt met loon - inleggen, een lange beleggingshorizon hebben en beleggen in zakelijke waarden die naar verwachting op termijn boven inflatie renderen.
- Ondanks enkele aandachtspunten zijn obligaties of swaps gerelateerd aan de Europese inflatie voor veruit de meeste pensioenfondsen geschikte instrumenten voor inflatiebescherming.
- In de verbeterde premieregeling bestaat specifiek per leeftijdsgroep veel flexibiliteit ten aanzien van inflatiebescherming. Voor het nieuwe pensioencontract is dat niet expliciet vastgesteld. Toedeling van beschermingsrendement op basis van RTS is puur nominaal van aard, terwijl de beschermingsportefeuille inflatiegerelateerde obligaties of inflatieswaps kan bevatten.
- Enkel rekening houden met inflatieafslag in het projectierendement biedt geen bescherming tegen inflatierisico.
- Fondsen die het inflatierisico van pensioendeelnemers niet of slechts beperkt transfereren naar de financiële markten, kunnen hiervoor het beste gebruikmaken van de solidariteitsreserve.

Inleiding

De afgelopen zestig jaar bedroeg de inflatie gemiddeld 3,3% per jaar. Dankzij onder meer de globalisering en internationale groei van beschikbaar arbeidspotentieel en actief monetair beleid is de inflatie de laatste twintig jaar veelal onder dit gemiddelde gebleven, wat ertoe leidt dat angst voor hoge

hun koopkracht. Een inflatie van 3% - nog steeds onder het zestigjarig gemiddelde - betekent na tien jaar dat ze van hetzelfde bedrag nog maar 75% van de spullen kunnen kopen ten opzichte van tien jaar eerder. Een feitelijke inkomensdaling van 25%. Hoe kun je je hiertegen wapenen? Wat betekent dit voor het beleggingsbeleid? Het nieuwe pensioencontract en de verbeterde

“Geen rekening houden met langdurig hoge inflatie of forse inflatieschokken is buitengewoon onverstandig”

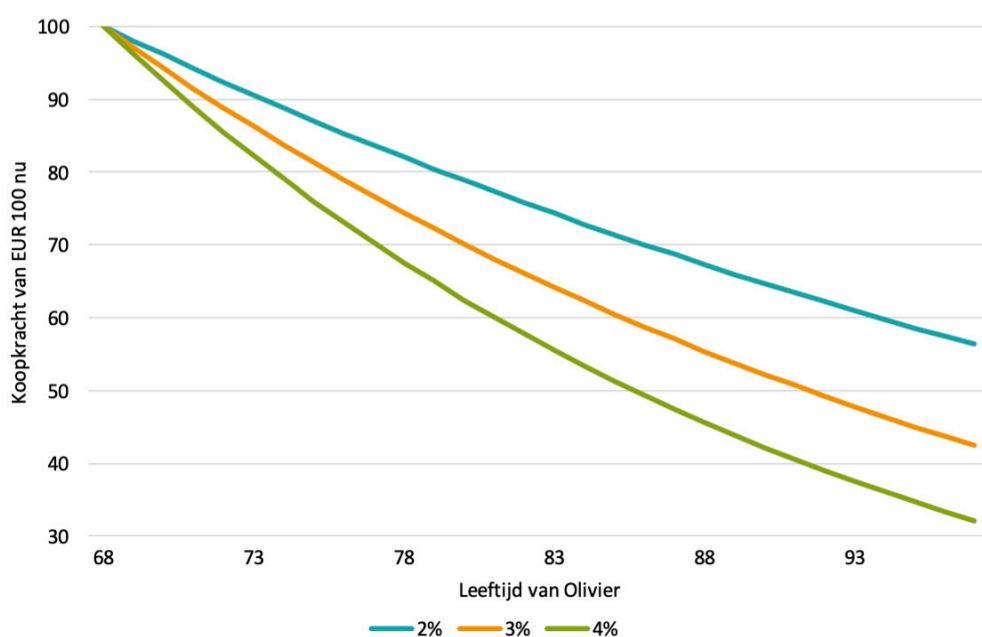
inflatie is weggeëbd. Dat zien we terug in de voorgestelde Wet Toekomst Pensioenen en Memorie van Toelichting. Het woord inflatierisico komt er welgeteld nul keer in voor, renterisico minstens vijftig keer. Het is buitengewoon onverstandig geen rekening meer te houden met langdurig hogere inflatie of tijdelijke forse inflatieschokken. Voor Julia, Maya en Olivier, de deelnemers van Ons Pensioen, is het een van de grootste bedreigingen voor

premieregeling bieden geen handvatten en dus moeten bestuurders en deelnemers het zelf doen.

Wat is de impact van inflatie?

Onderstaande [grafiek 6](#) toont de koopkrachtontwikkeling van EUR 100 gedurende het pensioen van Olivier, bij verschillende inflatieniveaus.

Grafiek 6



Met 2% inflatie loopt in tien jaar tijd de koopkracht van EUR 100 terug naar EUR 82, en over dertig jaar is bijna sprake van een halvering van de koopkracht, namelijk EUR 55. Als de inflatie 3% is, dan is de koopkracht na tien jaar een kwart gedaald tot EUR 74 en zelfs bijna een derde bij 4% inflatie, namelijk EUR 68.

Wie heeft het meest te vrezen van inflatie?

Julia, Maya en Olivier krijgen alle drie dezelfde inflatie om hun oren. Maar ze ondervinden er niet dezelfde problemen van. Olivier heeft veel meer vermogen en ziet in absolute zin veel meer koopkracht verdampen dan Julia. Hij kan de schade alleen beperken met financiële instrumenten die hem beschermen tegen stijgende inflatie, gegeven dat Olivier beperkt risicobudget heeft voor inflatiegevoelige zakelijke waarden.

Julia heeft daarentegen nog veel meer jaren voor de boeg. Zij heeft enerzijds langer hinder van inflatie maar anderzijds ook meer mogelijkheden om de schade te compenseren. Ze werkt om te beginnen nog lange tijd en kan met extra pensioenpremie het koopkrachtverlies compenseren, temeer daar deze premies waarschijnlijk met de looninflatie meestijgen. Daarnaast belegt Ons Pensioen voor Julia wel veel in zakelijke waarden die naar verwachting op lange termijn boven de inflatie renderen.

Zo bezien varieert de gevoeligheid voor inflatierisico sterk door de levensloop en daarmee varieert ook de potentiële behoefte aan inflatieafdekking. Samengevat is de behoefte aan afdekking van inflatierisico voor jonge werknemers zoals Julia laag, voor oudere werknemers zoals Maya gemiddeld en voor gepensioneerden zoals Olivier hoog.

We zoomen in op Olivier die vandaag met pensioen gaat. Wij kijken naar zijn pensioenresultaat, dat varieert bij verschillende inflatieniveaus. In [tabel 17](#) hieronder staan de resultaten. Het daalt van 83% bij 1,5% inflatie per jaar naar 66% bij 3,3% inflatie per jaar. Olivier is als gepensioneerde het meest gevoelig voor het backtest (1962-2020) scenario, omdat onder dit scenario direct een hoge inflatie ontstaat zoals we hebben meegemaakt in de jaren zeventig en tachtig. Het pensioenresultaat daalt tot 49%, een ruime halvering van koopkracht.

De impact op de koopkracht is groot. Inflatierisico mag dus geen blinde vlek zijn in de toekomstige individuele pensioencontracten. Als pensioenfondsbestuurders dit risico onderschatten, dan ontstaan er waarschijnlijk grote teleurstellingen bij bepaalde generaties.

Waarom zo weinig afdekking van inflatierisico?

Er zijn weinig pensioenfondsen met een afdekkingsstrategie voor inflatierisico. Dat heeft meerdere oorzaken. Ten eerste zijn de nFTK-spelregels voor de huidige pensioencontracten nominaal. Het inrichten van een inflatieafdekking leidt tot een hoger Vereist Vermogen. Met als gevolg hogere kortingskansen van het nominale pensioen in een ALM-studie. Vanuit een magere financiële positie is het dan onhandig om een inflatieafdekking te introduceren.

Ten tweede hebben pensioenfondsen met inflation linked bonds (ILB) of inflation linked swaps (ILS) in de portefeuille een negatief inflatieresultaat geboekt dankzij de daling van de door de markt verwachte inflatie. Hier staat weliswaar een gunstigere waardering

Tabel 17: Pensioenresultaat onder inflatiescenario's

	Inflatie per jaar			Inflatie over periode 1962-2020
	1,50%	2,50%	3,30%	
Pensioenresultaat (cumulatief)	83%	73%	66%	49%

van geïndexeerde pensioenverplichtingen tegenover, maar dat wordt niet zichtbaar op de (nominale) balans. Zo'n negatieve ervaring creëert toch een referentiekader voor beleggers en bestuurders.

Ten derde kennen ILB en ILS geen risicopremie zoals aandelen. Ze realiseren wel een directe waardestijging bij een inflatiestijging. Een grote groep pensioenbeleggers vindt deze

in de stimuleringspakketten tijdens de coronapandemie.

Inflatiebescherming in de toekomst

In de verbeterde premiereregeling bestaat veel flexibiliteit ten aanzien van inflatiebescherming per leeftijdsgroep. Voor het nieuwe pensioencontract is dat nog niet duidelijk. Toedelen van

“Inflatie-instrumenten én zakelijke waarden zijn complementair in de gereedschapskist voor de beleggingsstrategie”

inflatie-instrumenten daarom nuttig in de gereedschapskist voor de beleggingsstrategie. Een andere groep vindt dat je juist met zakelijke waarden (zoals aandelen en vastgoed) een risicopremie moet nastreven. Dit zou op lange termijn een redelijke relatie met de prijsontwikkeling laten zien. Naar onze mening zijn beide zienswijzen complementair aan elkaar. Door een breder instrumentarium te benutten creëer je meerwaarde.

Marktbeperkingen

Wel hebben beleggers te maken met marktbeperkingen. De omvang van de ILB-markt in Europa is ongeveer EUR 700 miljard en die voor ILS met koppeling aan Europese inflatie iets groter dan EUR 2.000 miljard. Dit lijkt niet genoeg voor alle pensioenfondsen, verzekeraars en andere langetermijnbeleggers in Europa. Verder geeft de Nederlandse overheid geen inflatie-gerelateerde obligaties uit en zijn er nauwelijks instrumenten te vinden met een koppeling aan de Nederlandse prijsinflatie. Zodoende ontstaat er altijd een spreadrisico als je in Europese inflatie-instrumenten belegt. Dit was de laatste twintig jaar overigens bijzonder klein, maar in 2019 en 2020 wat groter door specifieke Nederlandse belastingeffecten en regionale verschillen

beschermingsrendement met de RTS is per definitie nominaal van aard, terwijl de beschermingsportefeuille wellicht inflatie-gerelateerde obligaties en swaps kan bevatten.

Maar in principe kunnen vrijwel alle pensioenfondsen met inflatiebescherming voor deelnemers aan de slag. Dit met uitzondering van de allergrootste fondsen. Gezien de beperkte marktomvang van inflatie-instrumenten werkt de schaalgrootte in dit geval tegen hen. Wat moeten de allergrootste pensioenfondsen dan doen?

Stijgende uitkering

Een genoemd alternatief is dat onder de nieuwe pensioencontracten gekozen kan worden voor een stijgende pensioenuitkering. Dit kan door bij het projectierendement rekening te houden met een inflatie-afslag. Dit betekent simpelweg dat de deelnemer op het moment van pensioneren start met een lagere pensioenuitkering en vervolgens een jaarlijks geleidelijk stijgende pensioenuitkering mag verwachten.

Dit creëert echter geen extra pensioenvermogen. Dus zodra er een hoog-inflatiescenario ontstaat, en er

geen afdekking van het inflatierisico is vormgegeven via het beleggingsbeleid, zal de deelnemer een net zo grote daling in het koopkrachtbehoud van pensioen ervaren. Hier ligt dus geen oplossing voor inflatiebescherming voor deelnemers.

Intern delen

Indien je het inflatierisico van je pensioendeelnemers niet of slechts beperkt kunt transfereren naar de financiële markten, moet je op zoek naar andere creatieve oplossingen. Sommige pensioenfondsen pleiten voor het 'intern delen' van inflatierisico's. In de praktijk komt dit erop neer dat de jongere generatie het inflatierisico van oudere generaties verzekert. Geen volstrekt onlogische constructie, maar een waarschuwing is wel op zijn plaats:

- Jongere generaties dienen een eerlijke risicopremie te verdienen voor het dragen van dit risico, anders is er sprake van ex-ante herverdeling van jong naar oud, en dat is niet evenwichtig.
- Bij pensioenfondsen van een krimpend bedrijf of een krimpende sector kan er een behoorlijk scheve verhouding tussen het aantal gepensioneerden ten opzichte van het aantal werknemers ontstaan. Deze scheefheid veroorzaakt een hefboomwerking, waardoor de inflatierisicodeling een ongewenste omvang aanneemt.

Het is daarom essentieel dat er een limiet op de omvang van interne inflatierisicodeling gezet wordt. Dit kan het beste gedaan worden door dit niet via het beschermingsrendement te delen - gesteld dat de wetgever dit toestaat - maar via de solidariteitsreserve. Omdat deze reserve niet negatief mag worden, geldt hier automatisch een limiet aan de mate van risicodeling die jongeren beschermt.

Inflatierisico de komende jaren

Voor strategievorming is vooruitkijken relevanter dan terugblikken. De inflatie is nu laag, maar zorgen over een hogere inflatie zijn niet onrealistisch. Via het monetair beleid proberen centrale banken al vele jaren een hogere prijsinflatie te realiseren. Zonder succes, de inflatie werkt vooral door in de koersen van obligaties, aandelen en vastgoed. De coronapandemie creëerde initieel deflatoire prijsdruk. Nu er sprake is van fiscale verruiming door de overheden kan de komende jaren inflatoire druk volgen. Naast de combinatie van monetair en fiscaal beleid, beïnvloeden ook demografie, technologische ontwikkelingen, klimaatverandering en deglobalisering de prijsinflatie. Gegeven de onzekerheid en complexiteit is het belangrijk om bij strategievorming te werken met uiteenlopende toekomstscenario's.

Inflatierisico is dus materieel en mag niet over het hoofd gezien worden. Het is essentieel dat de wetgever hier aandacht aan gaat besteden. Buiten dat verdient het een plaats op de bestuursagenda. De nieuwe pensioencontracten zonder nominale toezeggingen creëren eindelijk ruimte voor een reële aanpak. Inflatie-instrumenten horen thuis in de gereedschapskist en beleggingscommissies doen er verstandig aan om ILB en ILS te overwegen bij het herontwerp van de beleggingsstrategie.



07

Solidariteitsreserve: balanceren tussen generaties

Samenvatting

- De solidariteitsreserve is het collectieve vermogen binnen het nieuwe pensioencontract. Dat wil zeggen: het deel van het vermogen dat niet is toebedeeld aan de persoonlijke pensioenvermogens van deelnemers. Het pensioenfonds kan de solidariteitsreserve inzetten voor intergenerationele risicodeling, het dempen van mee- en tegenvallers en het delen van niet-verhandelbare risico's. Het biedt de grootste toegevoegde waarde bij het delen van niet-verhandelbare risico's en het dempen van 'staartevents' zoals een crisis.
- Het afstemmen van vul- en toedeelregels van de solidariteitsreserve dient zorgvuldig te gebeuren om evenwichtigheid te waarborgen.
- De beleggingsportefeuille van de solidariteitsreserve stijgt idealiter in waarde in een slechtweerscenario. Zo voorkomt het fonds dat de solidariteitsreserve leeg raakt op het moment dat deze juist dient te worden uitgedeeld.

Inleiding

In dit hoofdstuk gaan we dieper in op de solidariteitsreserve, het collectieve vermogen in het nieuwe pensioencontract. Het kan volgens de consultatiedocumentatie worden gebruikt voor de volgende doelen, waarbij een uitlegbare en evenwichtige belangenafweging tussen verschillende leeftijdsgroepen als belangrijkste randvoorwaarde is gesteld:

- De mogelijkheid tot intergenerationele risicodeling binnen het pensioenfonds.
- De mogelijkheid tot het dempen van mee- en tegenvallers.
- De mogelijkheid om niet-verhandelbare risico's binnen het pensioenfonds te delen.

De solidariteitsreserve kent drie beleidselementen: vullen, toedelen en beleggen. Bij deze beleidselementen is het van belang dat ze van tevoren, voor langere tijd en in overeenstemming met sociale partners worden vastgelegd. Hierover meer in het kader.

“Toegestaan beleggingsbeleid voor solidariteitsreserve beschermt niet tegen een crisis”

In dit hoofdstuk staan we stil bij de voordelen en beleidselementen van de solidariteitsreserve en onze visie hierop. En wat dit impliceert voor evenwichtigheid en het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve zelf.

Het grootste bezwaar is dat in dit voorstel het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve gelijk dient te zijn aan dat van andere leeftijdsgroepen. Uit deze restrictie volgt namelijk dat de beleggingsstrategie van de solidariteitsreserve niet beschermt tegen kortetermijn-instabiliteit, zoals een crisis. Juist op zo'n moment laat ook

de solidariteitsreserve een verlies zien. Met andere woorden, het risico van een staartevent wordt hiermee doorgeschoven naar toekomstige generaties die de solidariteitsreserve weer moeten vullen. Dit komt de robuustheid van het nieuwe pensioencontract niet ten goede.

Het dempen van mee- en tegenvallers

Ons Pensioen kan de solidariteitsreserve inzetten voor het dempen van grote en onverwachte mee- en tegenvallers. Wanneer deelnemers dit zelf opvangen via de spreidingsperiode voor schokken, dan moet dit plaatsvinden binnen een generatie. Spreiding van schokken binnen een generatie verschilt daarmee van de zeer lange spreiding die onderliggend is aan intergenerationele risicodeling. Dit maakt het pensioencontract wel robuuster, aangezien de financiële markten nu eenmaal fundamenteel onzeker zijn.

Hierbij is het van belang de vul- en toedeelregels van de solidariteitsreserve op elkaar aan te laten sluiten. Stel dat het pensioenfonds financiële schokken

alleen voor Olivier - de gepensioneerde deelnemer van het fictieve pensioenfonds Ons Pensioen - dempt, is het dan evenwichtig om de reserve uitsluitend via premie van Maya en Julia te vullen? Olivier draagt in dit voorbeeld niet bij aan het vullen van de reserve maar plukt er wel de vruchten van. Dit vormt de vul- en toedeelmethodiek van de solidariteitsreserve om tot een omslagstelsel. In het geval van een omslagstelsel is er per definitie sprake van herverdeling.

Omwille van de evenwichtigheid kun je daarom besluiten om de solidariteitsreserve niet alleen te vullen met premie, maar ook

vanuit het overrendement. De eenzijdigheid van het vullen en het omslagkarakter worden hiermee beperkt. In een goedweerscenario wordt het positieve overrendement gedeeltelijk gestort in de solidariteitsreserve. Als een slechtweerscenario voor langere tijd uitblijft, is het dempen van negatieve schokken voor Olivier niet nodig. Per saldo heeft Olivier in dit geval een bijdrage geleverd aan de solidariteitsreserve die hij niet meer terugziet.

Solidariteitsreserve inzetten voor niet moeilijk-verhandelbare risico's

Het valt te overwegen de solidariteitsreserve in te zetten voor het mitigeren van niet en moeilijk verhandelbare risico's.

“Zeer grote pensioenfondsen kunnen overwegen inflatierisico intern te verdelen via de solidariteitsreserve”

Een voorbeeld daarvan is het inflatierisico en dan in het bijzonder voor Olivier. Deels omdat er geen markt voor Nederlandse inflatie bestaat en deels omdat de Europese inflatiemarkt enige beperkingen kent. Zo is de markt van Europese inflatieswaps en inflatie-gerelateerde obligaties te klein om volledig door zeer grote pensioenfondsen te worden gebruikt voor het afdekken van hun inflatierisico. Overigens kan de meerderheid van de pensioenfondsen zeker gebruikmaken van de Europese inflatiemarkt als (basis voor) afdekking van inflatierisico.

Via de solidariteitsreserve kan het pensioenfonds het inflatierisico intern verdelen. Zo zou in geval van hoge inflatie een deel daarvan aan Olivier vergoed kunnen worden uit de solidariteitsreserve. Indien Ons Pensioen beleggingen heeft die gerelateerd zijn aan de Europese inflatie dan kan de reserve gebruikt worden om Olivier

te vergoeden voor de mismatch tussen Nederlandse en Europese inflatie, als die laatste veel lager uitvalt dan de eerste.

Risico's met andere generaties delen

Macro-langlevensrisico is een ander voorbeeld van een moeilijk verhandelbaar risico. Het fonds kan de reserve gebruiken om dit risico voor de deelnemers te beheersen.

Het consultatiedocument biedt echter ook de mogelijkheid dit risico te laten delen met een apart beschermingsrendement. Elke leeftijdsgroep krijgt een bepaalde mate van bescherming tegen het langlevensrisico van een andere groep. Dit kan als volgt worden ingericht: als de levensverwachting van Olivier stijgt dan betaalt Julia daarvoor. Omgekeerd, als die levensverwachting daalt, dan ontvangt Julia daarvoor geld.

Via de solidariteitsreserve zijn er minder mogelijkheden om een specifieke mate van bescherming per leeftijdsgroep op te stellen, aangezien hier de vul- en toedeelregels leidend zijn.



Beleggen voor toekomstige generaties

De solidariteitsreserve kan ook helpen bij het opheffen van de leenrestrictie voor jongere werknemers zoals Julia, de jongste deelnemer bij Ons Pensioen.

beleggingsrisico's te nemen voor generatie die pas in de toekomst zullen toetreden. Dit wordt tijdsdiversificatie genoemd. Zoals met alle vormen van diversificatie resulteert dit in een gelijk verwacht rendement tegen een lager risico. Hier profiteren alle leeftijdsgroepen van.

“Van tijdsdiversificatie profiteren alle leeftijdsgroepen”

Het opheffen van de leenrestrictie houdt in dat zij voor meer dan 100% van haar beschikbare pensioenvermogen risicovol kan beleggen. De keerzijde hiervan is dat het pensioenvermogen van Julia hierdoor ook negatief kan worden in een slechtweerscenario. Julia zal op zijn minst verbaasd zijn als er een negatief pensioenvermogen op haar UPO staat vermeld. Gelukkig is het zo geregeld dat het pensioenfonds dergelijke situaties dient te voorkomen.

De solidariteitsreserve maakt het ook mogelijk om al impliciet te beleggen voor toekomstige generaties. Dit is het geval als een deel van het beleggingsrisico wordt doorgeschoven naar toekomstige generaties. Dit werkt als volgt. Bij een tegenvaller raakt de solidariteitsreserve leeg of bijna leeg, en moeten toekomstige generaties deze weer vullen. En omgekeerd: bij een meevaller is de solidariteitsreserve goed gevuld of zelfs helemaal vol, en profiteren toekomstige

Beleggingsbeleid in dienst van doel solidariteitsreserve

Het wetsvoorstel voor het nieuwe pensioencontract is nu inperkend ten aanzien van het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve. Voor Ons Pensioen is een afzonderlijk beleggingsbeleid voor die reserve wenselijk. In het bijzonder is het raadzaam op een manier te beleggen die aansluit bij het doel of de doelen waarvoor het pensioenfonds de solidariteitsreserve gebruikt. Als een doel het dempen van tegenvallers is, dan kan een (grotendeels) anticyclisch of defensief beleid zinvol zijn. Als het beperken van het inflatierisico - en vooral het opvangen van inflatieschokken - een belangrijk doel is, dan zijn beleggingen gerelateerd aan de (Europese) inflatie nuttige instrumenten.

“In de verbeterde premiereregeling is solidariteitsreserve een gescheiden portefeuille met een eigen beleggingsmix”

deelnemers van een volle solidariteitsreserve op het moment dat zij toetreden tot het fonds. De solidariteitsreserve maakt het dus mogelijk om – impliciet – nu al

Mocht de wetgever geen vrijheid bieden voor een afzonderlijk beleggingsbeleid voor de solidariteitsreserve, dan worden de regels voor het vullen van de reserve relevant. In geval van het genoemde voorbeeld

waarin dempen van tegenvallers een doel is, kan het pensioenfonds besluiten geen overrendement naar de reserve te alloceren. Allocatie naar het overrendement levert in het slechtweerscenario juist ook een negatief rendement op voor de reserve.

Voor de verbeterde premiereregeling geldt de bovengenoemde beperking niet: de solidariteitsreserve is een gescheiden portefeuille met een eigen beleggingsmix. Dit biedt dus maximale vrijheid de beleggingen op het doel van de reserve af te stemmen.

Vullen, toedelen en beleggen van de solidariteitsreserve

Vullen

Het vullen van de solidariteitsreserve kan op verschillende manieren. Het pensioenfonds kan maximaal 10% van het positief overrendement toevoegen aan de solidariteitsreserve. De solidariteitsreserve kun je zo beschouwen als een apart leeftijdsgroep. Daarmee kan de reserve een bepaalde allocatie hebben naar het overrendement en het beschermingsrendement. In de verbeterde premiereregeling is zelfs een eigen beleggingsmix mogelijk.

Ook kunnen werknemers van hun premie maximaal 10% direct storten in de solidariteitsreserve. Tot slot is het werkgevers toegestaan eenmalig een

storting te doen in de solidariteitsreserve.

De solidariteitsreserve zit vol als deze gelijk is aan 15% van het fondsvermogen. Een negatieve reserve is niet toegestaan.

Toedelen

Bij het toedelen van de solidariteitsreserve is evenwichtige herverdeling de sleutelterm. In de consultatiedocumentatie wordt een aantal voorbeelden genoemd waarvoor de reserve kan worden aangewend, mits onderbouwd is dat dit op een evenwichtige manier gebeurt.

Beleggen

Hier is een toelichting omtrent de verschillen tussen het nieuwe pensioencontract en de verbeterde premiereregeling op zijn plaats. In het nieuwe pensioencontract is de solidariteitsreserve een integraal onderdeel van het totale fondsvermogen. In die hoedanigheid wordt het beleggingsbeleid van de reserve bepaald door een specifieke allocatie vast te stellen naar het overrendement en het beschermingsrendement. Als aparte (reserve) groep is het wat betreft het beschermingsrendement mogelijk om te kiezen tussen het theoretische rendement (methode 1) of een daadwerkelijke beschermingsportefeuille (methode 2) zoals dit bij andere (leeftijd) groepen ook het geval is. In de verbeterde premiereregeling daarentegen dient de solidariteitsreserve te worden gezien als een gescheiden portefeuille met een eigen beleggingsmix.



08

Transitie-FTK

Samenvatting

- Als het pensioenfonds wil invaren in het nieuwe stelsel, dan kan het gebruikmaken van het transitie-FTK. Het transitie-FTK kent strikte(re) kortingsregels maar staat eerder indexeren toe.
- Het is raadzaam in het transitie-FTK aan de hand van scenario's een fijn- en pijngrens te definiëren en daar het beleggingsbeleid op af te stemmen. In het bijzonder is het vooraf doorleven van mogelijke uitkomsten waardevol.
- In plaats van aanpassing van beleggingsbeleid kan vooruitlopend op het nieuwe stelsel nu al een leeftijdsafhankelijke risicodeling toegepast worden; op dit moment is echter nog niet duidelijk of dit toegestaan wordt in het transitie-FTK.

Inleiding

De komende vijf jaar staan in het teken van grote beslissingen voor zowel sociale partners als het bestuur van Ons Pensioen. Het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid schrijft in zijn Memorie van Toelichting dat deze periode gebaat is bij rust en stabiliteit. Om deze rust en stabiliteit te creëren introduceert het ministerie het transitie-FTK. Het transitie-FTK vraagt om een evaluatie van risicobereidheid en eventuele pijn- en fijngrenzen die pensioenfondsen op dit moment hanteren. In dit hoofdstuk staan we stil bij de veranderingen die met het transitie-FTK op Ons Pensioen afkomen, én de relevante overwegingen om het bestaande beleid nu wel of niet aan te passen.

De uitgangspunten en regels tijdens het transitie-FTK

Het transitie-FTK vormt de brug tussen de huidige regels van het nFTK en de regels die gelden onder de nieuwe pensioencontracten. Het transitie-FTK kent twee uitgangspunten om deze overgang soepel te laten verlopen:

- Een handeling of ingreep die onevenwichtig is gezien vanuit het nieuwe stelsel, moet in de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel worden voorkomen.

- Een handeling die in het kader van een verantwoorde, uitlegbare en evenwichtige overstap naar het nieuwe pensioenstelsel nodig is, moet niet worden nagelaten.

Deze uitgangspunten worden vertaald in aanpassingen van kortings- en toeslaggrenzen die gelden onder het huidige regelgevingskader. Deze aanpassingen worden getoond in onderstaande [figuur 3](#).

Wat weten we wel en niet de komende vijf jaar?

Laten we vooropstellen dat we veel nog niet weten over de komende jaren. Veel pensioenfondsen, ook Ons Pensioen, weten nog niet naar welk contract ze gaan, of ze invaren (en zo ja, via welke methodiek) en welk beleggingsbeleid ze onder het nieuwe contract voeren. Al deze zaken zijn input voor de bepaling van de pensioenfonds-specifieke **richtdekkingsgraad** die centraal staat in het transitie-FTK.

De richtdekkingsgraad is de dekkingsgraad waarop Ons Pensioen de lopende uitkeringen gelijk kan houden en de verwachte uitkeringen voor deelnemers 'op peil' blijven. De Memorie van Toelichting stelt dat de richtdekkingsgraad voor een gemiddeld pensioenfonds 95% bedraagt, maar deze kan voor sommige pensioenfondsen oplopen tot boven de 110%. Elk pensioenfonds dient uiterlijk 1 januari 2025 een transitieplan

Figuur 3

MVEV	VEV	Toeslagdrempel
<ul style="list-style-type: none">• MVEV-korting vervalt• Als een pensioenfonds besluit toch niet in te varen gaat de MVEV-teller weer lopen	<ul style="list-style-type: none">• VEV en het herstelplan vervalt, restricties ten aanzien van risico-verhogende maatregelen blijft gelden• De richtdekkingsgraad staat centraal, op basis van een overbruggingsplan• Kritische dekkingsgraad wordt vervangen door een minimale ondergrens van 90%• Hersteltermijn wordt verkort van doorlopend (maximaal) 10 jaar naar uiterlijk 1 januari 2027	<ul style="list-style-type: none">• Toeslagdrempel wordt verlaagd van 110% tot 105% voor reguliere toeslagverlening• TBI komt te vervallen, mits versnelde toeslagen evenwichtig zijn• Niet van toepassing op inhaaltoeslagen

in, waarin het onderbouwt wat voor het pensioenfonds de richtdekkingsgraad is. Tot die tijd weet een pensioenfonds mogelijk niet (zeker) welke dekkingsgraad nodig is om kortingen te voorkomen.

Een paar dingen weten we echter al wel:

- We kennen onze huidige financiële situatie in de vorm van de actuele dekkingsgraad.
- We kennen de kortings- en indexatieregels die de komende jaren gelden.
- We weten dat de invoering van de nieuwe UFR-methodiek tot een forse daling van de actuele dekkingsgraad leidt waar we ons niet tegen kunnen beschermen.
- We weten of ons premiebeleid voor een verdere daling zorgt de komende jaren.

Aan de hand van deze gegevens kunnen we vaststellen wat het verwachte overbruggingspad voor de komende jaren zal

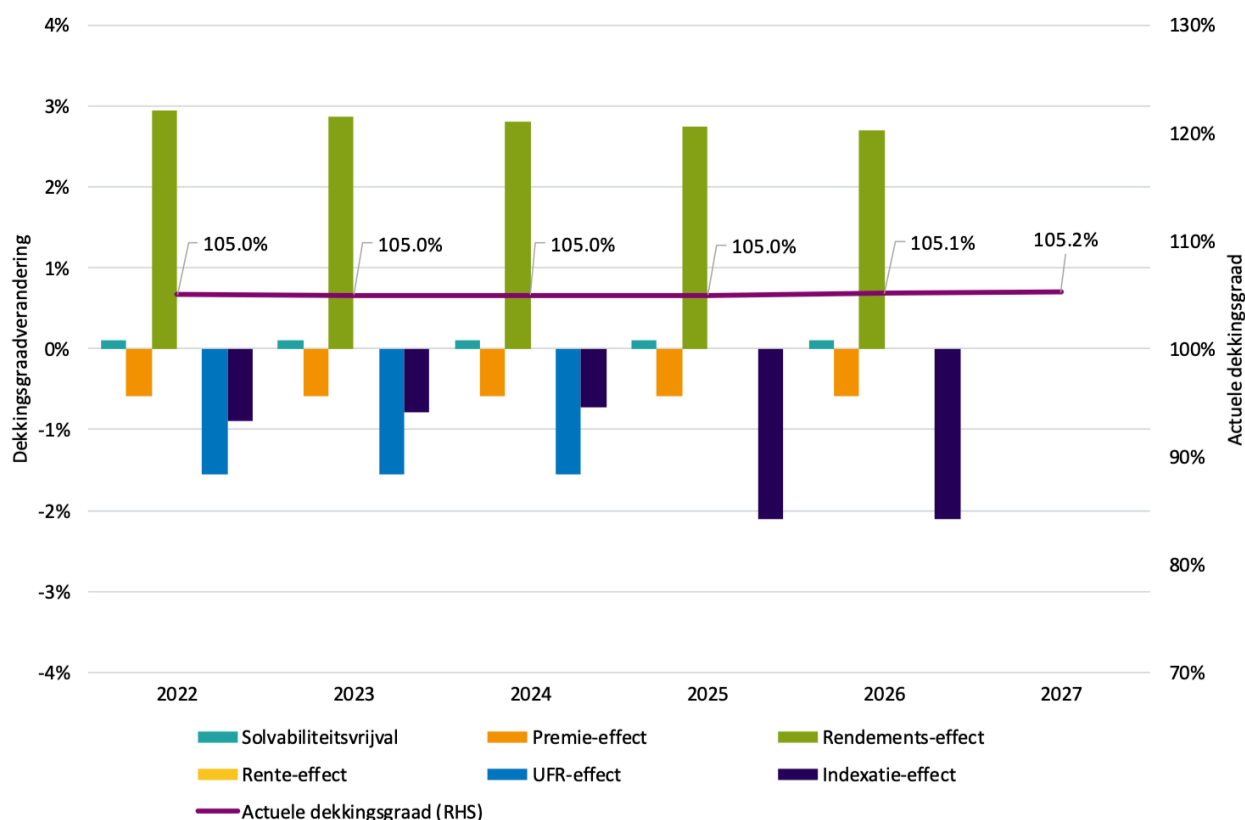
zijn. Onderstaande figuur toont het verwachte pad voor een gemiddeld pensioenfonds zoals Ons Pensioen voor de komende vijf jaar.

De belangrijkste factoren in onderstaande figuur 4 zijn:

- Het verwachte rendement op zakelijke waarden heeft jaarlijks een positief effect van iets minder dan 3%-punt op de dekkingsgraad; over vijf jaar is dit circa 15%.
- De aanpassingen aan de UFR-methodiek zorgen jaarlijks voor een negatieve bijdrage van circa 1,5%-punt; over de gehele periode is dit circa 7,5%.
- De premie en nieuwe opbouw hebben een negatieve bijdrage van circa 0,5%-punt per jaar; t/m 2026 is dit totaal circa 2,5%.
- Indexatie heeft een negatief effect op de dekkingsgraad van totaal circa 5% over de gehele periode.

Gezamenlijk is het effect 0% en blijft de dekkingsgraad naar verwachting vrijwel

Figuur 4



gelijk. Naast feitelijke kenmerken weten we nog een paar dingen zeker. Ten eerste weten we dat de economie en financiële markten onvoorspelbaar zijn. Onderstaande [figuur 5](#) toont het overbruggingsplan wanneer we de komende jaren niet te maken krijgen met het 'verwachte' pad, maar met sterk tegenvallende resultaten op de financiële markten. Ongeacht wat de

Evaluatie van pijn- en fijngrenzen?

De uitdaging de komende jaren is voor ieder pensioenfonds anders. Een pensioenfonds met een dekkinggraad onder de 95% staat voor een ander vraagstuk dan een pensioenfonds met een dekkinggraad boven de 105%. De eerste categorie moet

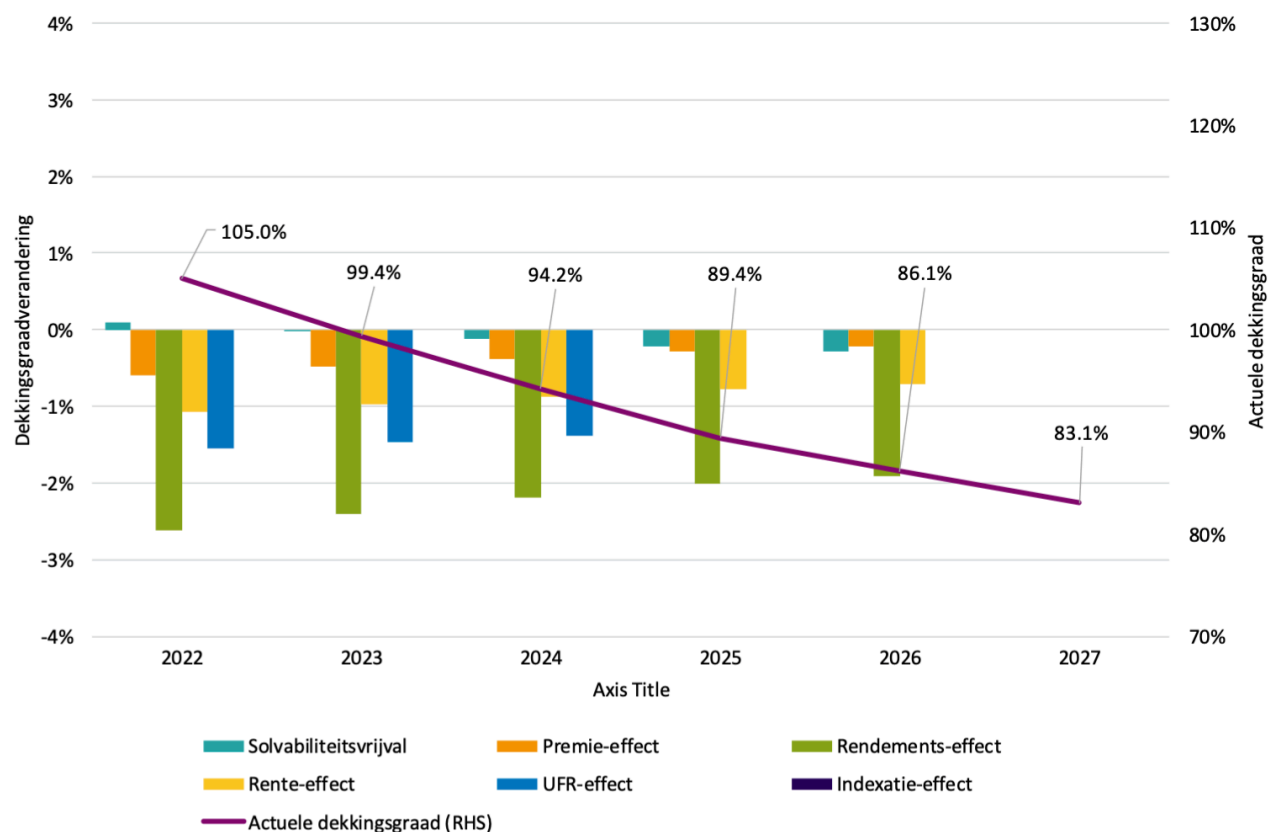
“We weten zeker dat de economie en financiële markten onvoorspelbaar zijn”

richtdekkinggraad voor het pensioenfonds zal zijn, is het duidelijk dat deze na dit scenario ver uit beeld is.

Tot slot weten we dat het fijner is om te discussiëren over de toekomst vanuit een situatie waarin er geen korting boven ons hoofd hangt dan wanneer dit wél het geval is.

omhoog kijken, zij zijn afhankelijk van financiële markten voor het bereiken van de minimale richtdekkinggraad. Voor deze pensioenfondsen vormt de richtdekkinggraad een fijngrens. Voor pensioenfondsen met een hogere dekkinggraad is dit anders: zij kunnen de richtdekkinggraad als een pijngrens

Figuur 5



benaderen en hun beleid zodanig inrichten dat ze deze pijngrens beschermen om kortingen tijdens de transitieperiode te voorkomen.

Voor jongeren is herstelkracht belangrijker dan kortingen voorkomen

We gaan richting een pensioenstelsel waarin kortingen vaker voorkomen dan in het huidige stelsel het geval is. Het is daarom de vraag of een pensioenfonds er goed aan doet om nu (extreme) maatregelen te nemen om kortingen te voorkomen. Ook is het de vraag of dit soort maatregelen in het belang is van alle deelnemers aan het pensioenfonds. Voor jongeren zoals Julia is herstelkracht immers veel belangrijker dan het voorkomen van kortingen.

Wij adviseren pensioenfondsbesturen het huidige beleid te evalueren in het licht van deze horizon. Waarin ze alle bovenstaande bekende en onbekende aspecten meenemen.

De draaiknoppen van het bestuur

Mocht het pensioenfonds besluiten om de kans op kortingen richting het nieuwe stelsel te verkleinen, dan heeft het een aantal draaiknoppen ter beschikking:

- Het verhogen van de premiedekkingsgraad tijdens de transitieperiode. Dit betekent dat óf de premie verhoogd wordt (dit is niet aan de bestuurders) óf de opbouw verlaagd wordt. Dit betekent dat Julia en Maya meer gaan betalen.
- Het terugbrengen van financiële risico's (zie ook het kader). Dit kan op twee manieren:
 - a. Via lineaire aanpassingen zoals een afbouw van de returnportefeuille ten behoeve van de matchingportefeuille. In deze variant kiest het bestuur ervoor om het pensioenfonds als het ware te 'bevrozen'. De kans op kortingen neemt fors af, de kans op herstel echter ook.

De regret-analyse

Een krachtig hulpmiddel om belangrijke keuzes te maken is de zogenaamde regret -analyse. In deze analyse doorleeft het bestuur een besluit onder verschillende scenario's.

Stel een pensioenfonds heeft nu een **110% dekkingsgraad**. De rictedekking is 95%. De minimum dekkingsgraad tijdens het transitie-FTK is 90%. Wat is **het gevoel achteraf** als het bestuur één van de volgende drie keuzes maakt?

Actuele dekkingsgraad	Ongewijzigd beleid	Lineaire afbouw risicoprofiel	Niet-lineaire protectie (opties/swaptions)
Een positief scenario op financiële markten	Gelukkig, we varen in met een sterke buffer	Zonde dat we de upside hebben weggegooid	Gelukkig, we varen in met een goede buffer. Jammer van de optiepremies
Ongewijzigde koersen en rentestanden	We kunnen invaren zonder te korten	We kunnen invaren zonder te korten	We varen in, maar met lagere buffers, zonde van de optiepremies
Sterk tegenvallende beleggingsresultaten	Shit! We moeten eerst flink korten en varen in zonder positieve buffers	Gelukkig, we hoeven niet te korten en kunnen invaren	Gelukkig, we hoeven niet te korten en kunnen invaren

Stel dan *Ons Pensioen* nog in transitie-FTK zit. In geval van sterk tegenvallende beleggingsresultaten zal ongewijzigd beleid vooral Olivier pijn doen, omdat hij op zijn dan inmiddels lopende uitkering wordt gekort.

- b. Via niet-lineaire aanpassingen door middel van de inzet van aandelenopties of swaptions. Hiermee beschermt het bestuur het pensioenfonds tegen neerwaartse schokken en houdt het de kans op herstel open. Het nadeel van deze oplossing is de forse (optie)premie-investering die gedaan moet worden.
- Een laatste mogelijkheid is om nu al een leeftijdsafhankelijke risicodeling toe te passen. In dit geval kan het pensioenfonds het huidige risicoprofiel aanhouden, maar de risico's - en de bijbehorende rendementen - nu al beleggen bij de generaties voor wie ze bedoeld zijn. Dit is volledig in lijn met de manier waarop pensioenfonds onder de nieuwe contracten beleggen, maar het is op dit moment nog niet duidelijk of dit onder het transitie-FTK al mogelijk is. Wellicht dat deze route wordt uitgediept in de Handleiding Invaren waar het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid op dit moment nog aan werkt.

Breng verschillende scenario's in kaart

Of een pensioenfonds nu wel of niet besluit om kortetermijn-aanpassingen te doen, het is raadzaam de verschillende scenario's in kaart te brengen, te doorleven en de mogelijke uitkomsten vroegtijdig te communiceren aan alle belanghebbenden. De komende vijf jaar zijn vol met uitdagingen. Het is daarbij van het allergrootste belang dat mensen weten waar ze aan toe zijn.





09

Transitie: herverdeling en generatie-evenwicht

Samenvatting

- Het nieuwe pensioenstelsel is generatiebestendiger dan het huidige. Om te komen tot dat nieuwe stelsel moet het pensioenfonds echter eerst de transitie door. In die transitie speelt de discussie rondom de evenwichtigheid tussen generaties een hoofdrol. Bij die discussie zijn twee zaken van belang.
- Ten eerste: formuleer helder wat het pensioenfonds beschouwt als een eerlijke 'waardeverdeling' bij invaren. Leg daarbij vast hoe zwaar andere criteria meewegen, zoals een ongewijzigde uitkeringshoogte voor gepensioneerden na invaren. Ook is het verhelderend om vast te leggen wat niet eerlijk is, bijvoorbeeld naar jongeren een gelijke verwachting communiceren bij veel meer onzekerheid.
- Ten tweede: wees terughoudend in discussies met de achterban over het met terugwerkende kracht repareren van bepaalde zaken bij invaren. Voor je het weet open je een doos van Pandora.

Inleiding

Het contract zonder rekenrente kan een einde maken aan de belangentegenstelling tussen generaties. Het biedt ruimte voor een positievere kijk op pensioenen. Maar eerst moet ieder pensioenfonds, ook het fictieve pensioenfonds Ons Pensioen, nog de transitie door, waarbij evenwichtigheid de hoofdrol speelt. Dit hoofdstuk gaat in op twee zaken die daarbij belangrijk zijn.

Principes vastleggen

De grote vraag rondom evenwichtigheid tussen generaties zit bij het invaren van bestaande pensioenrechten in een nieuwe pensioenregeling. Onder pensioenexperts is er veel discussie over dit invaren. Die technische discussie spitst zich toe op de vraag welke van de twee methodes het beste is: value-based ALM of de standaardmethode. Echter, belangrijker is het om heldere principes over het invaren vast te leggen.

Eerlijk

Het startpunt voor het bestuur is het helder formuleren wat het beschouwt als een eerlijke waardeverdeling bij invaren. En vervolgens vastleggen hoe zwaar het andere criterium weegt. In het geval van Ons Pensioen kan het bestuur het voor Olivier - de oudste deelnemer - belangrijk vinden dat zijn uitkering na invaren nog even hoog is als hem vlak voor zijn pensionering is voorgespiegeld. Ook legt het bestuur dan vast wat het als niet eerlijk beschouwt, bijvoorbeeld aan Julia - de jongste deelnemer - een gelijk verwacht pensioen communiceren, terwijl daarvoor meer risico's dan voorheen moeten worden genomen.

Waardeverdeling

Waardeverdeling is bij invaren een primair criterium. Het gaat immers om een waardeoverdracht. Voor deelnemers is het primair van belang dat de waarde die zij toebedeeld krijgen in de nieuwe regeling aansluit bij de waarde die zij hebben

opgebouwd in de huidige regeling. Daarbij is het belangrijk om te bepalen waar het bestuur primair naar kijkt bij het beoordelen van een eerlijke waardeverdeling.

Een mogelijkheid is om primair te kijken naar het netto profijt per generatie. Dit criterium is ook onderdeel van de wettekst. Maar bij het berekenen van netto profijt zijn veel veronderstellingen nodig. Het kan daarom zinvol zijn om te kijken naar andere maatstaven die iets zeggen over de waarde. Zo kan het waardevol zijn om te kijken of elke deelnemer bijvoorbeeld minimaal 95% van de huidige waarde van zijn of haar pensioenvoorziening meekrijgt bij invaren bij een fonds met een dekkingsgraad van 100%. Een andere mogelijkheid is om te kijken of er sprake is van gelijke verwachte pensioenuitkering bij hetzelfde beleggings- en renterisicoprofiel.

Uitlegbaarheid en uitvoerbaarheid transitie

Het pensioenfonds kan bepalen hoe zwaar andere criteria wegen. Deze criteria kunnen betrekking hebben op bijvoorbeeld de uitlegbaarheid en uitvoerbaarheid van de transitie. Vanuit uitlegbaarheid kan het bijvoorbeeld gewenst zijn dat de hoogte van de uitkering van gepensioneerden zoals Olivier ongewijzigd blijft na invaren, met name in situaties waarbij de dekkingsgraad niet veel afwijkt van 100%.

Leg vast wat je beoordeelt als niet eerlijk. Door hier expliciet over te zijn, kunnen zorgen bij bepaalde deelnemersgroepen mogelijk makkelijker van tafel worden genomen. Er kan bijvoorbeeld worden vastgelegd dat het niet eerlijk zou zijn dat er naar jongeren in het nieuwe stelsel gelijke verwachtingen worden gecommuniceerd bij veel meer onzekerheid. Ook ten aanzien van de invulling van de solidariteitsreserve kan worden vastgelegd wat er wordt gezien als oneerlijk. Bijvoorbeeld een invulling van de solidariteitsreserve waarbij Julia en Maya de reserve vooral vullen, terwijl Olivier de reserve vooral leeghaalt. Dat kan onwenselijk zijn.

Terugkijken is verre van objectief

Wees ook expliciet over de wenselijkheid dat er aspecten uit het verleden met terugwerkende kracht worden gerepareerd. Minister Koolmees lijkt de deur open te houden om bij het invaren ook naar het verleden te kijken. Hiervoor komt een zogeheten Handleiding Invaren. Maar terugkijken naar het verleden is verre van objectief. Want hoe ver kijk je terug? En welke aspecten laat je dan meewegen?

Kan bijvoorbeeld achteraf worden vastgesteld welke generaties voor- of nadeel hadden van premies die te laag waren in verhouding tot het pensioen dat werd toegezegd? Het uitstel van kortingen is gunstig voor Olivier die daardoor niet of minder gekort is, net zoals de levenslange uitkeringen bij een gestegen levensverwachting dat zijn. De premie

die Olivier betaald heeft was grotendeels gebaseerd op een kortere levensverwachting van Olivier. Eigenlijk heeft hij dus te weinig premie betaald. Julia en Maya zouden kunnen zeggen: Olivier heeft niet betaald voor wat je toen al had kunnen voorzien. En Oliver kreeg ook nog eens een bonus doordat de levensverwachting steeg. Maar Olivier op zijn beurt heeft weer argumenten waarom hij te weinig heeft gekregen. De impact van de rentedaling is voor een groot deel op zijn bordje terechtgekomen.

Het bovenstaande geeft aan dat het extreem moeilijk zal zijn consensus te vinden over de vraag óf het wenselijk is dat verdeelregels met terugwerkende kracht worden aangepast, en zo ja welke dan, en hoe je dat objectief vaststelt. Voor je het weet open je een doos van Pandora in de overleggen met de vertegenwoordigers van deelnemersgroepen.



Profiel

Ons Pensioen

Ons Pensioen, een pensioenfonds met toekomst

Julia, Maya en Olivier zijn deelnemers van Ons Pensioen. Ook voor het bestuur van Ons Pensioen was het historische pensioenakkoord een belangrijk moment om te reflecteren. Zijn we als pensioenfonds in staat om deze enorme transitie in te gaan? Zijn we voldoende toekomstvast?

Ons Pensioen heeft het vertrouwen in control te zijn. Zo'n vijf jaar geleden besloot het bestuur al om, anticiperend op mogelijke ingrijpende veranderingen, het bestuursbureau te professionaliseren en zijn er externe bestuurders en commissieleden geworven.

Ons Pensioen bestaat nu een kleine vijftig jaar. De sector waarin het fonds actief is, is innovatief en groeit. De verdeling van verschillende generaties deelnemers is redelijk evenredig. Er liggen dus forse

uitdagingen als het gaat om het invaren van bestaande regelingen en het bepalen van beleid voor de verschillende generaties.

Het bestuur van Ons Pensioen is ervan overtuigd dat ze uiteindelijk een arrangement kan bieden waarin Julia, Maya en Olivier en alle andere deelnemers ieder voor zich een aantal standaard opties kunnen kiezen die passen bij hun levensfase en persoonlijke omstandigheden.

Het zijn de contouren van de toekomst. Een mooi concreet einddoel. Maar de weg ernaartoe is hobbelig en kent onverwachte wendingen. Er nadert al direct een kruispunt: voor welke regeling kiezen we, gaan we wel of niet invaren? Hoe betrekken we onze deelnemers bij deze reis? En heel praktisch: kun je in beide regelingen van het nieuwe stelsel beleggen in dezelfde beleggingscategorieën? Of filosofisch: hoe bepaal je eigenlijk wat een eerlijke toedeling per generatie is bij het invaren?



10

Nemen van goede beslissingen

Ingrijpende keuzes

Het bestuur en de toezichthouders van het pensioenfonds, de sociale partners en de gehele keten van uitbestedingspartners en adviseurs komen in een grote dans samen om de pensioentransitie vorm te geven. De pensioentransitie vraagt van hen het maken van ingrijpende keuzes, te weten:

1. De contractkeuze voor de toekomstige pensioenopbouw: het nieuwe pensioencontract of de verbeterde regeling.
2. De vormgeving van de compensatieregeling met betrekking tot de afschaffing van de doorsneepremie;
3. Wel of niet invaren van de bestaande pensioenaanspraken.
4. De vormgeving van de solidariteitsreserve.
5. Het toedelen van beschermingsrendement op basis van de RTS of de beschermingsportefeuilles in het nieuwe pensioencontract.
6. Het aanbieden van een vaste annuïteit of van variabele annuïteiten in de uitkeringsfase in de verbeterde premieregeling.
7. Zelfstandig doorgaan als pensioenfonds of niet.

Gedragmatige valkuilen

In het nemen van beslissingen vormen de sociale partners en de organen van het pensioenfonds deels een team én zijn ze tegelijkertijd met elkaar in onderhandeling. Uiteindelijk dus allemaal individuen, die met elkaar werken. En daar komen tal van gedragmatige valkuilen om de hoek kijken. Het zijn allemaal mensen met een eigen perspectief, ervaring, karakter, visie en belangen. En daarmee met voorspelbare irrationele afwegingen. Bovendien ontstaat er groepsdynamiek. En zoals dat in elke groep gaat: het kan goed gaan, maar soms ook minder goed.

Veel voorkomende vormen van group biases zijn bijvoorbeeld:

- Confirmation to authority: de neiging om de mening van een hoger geplaatst of (vermeend) deskundiger persoon over te nemen.
- Peer pressure: je aanpassen aan de groep omdat je denkt dat de groep dit van je verlangt. Onderzoek leert dat de meeste mensen liever bij de groep horen dan dat ze blijf geven van onafhankelijkheid.
- Groupthink: je aanpassen aan de mening van de groep. Dit kan zo ver gaan dat iemand meegaat met de mening of besluitvorming van de groep terwijl dit overduidelijk feitelijk onjuist is.

We verwijzen hiervoor graag naar onze publicatie *The Enemy Within*.

Claimrisico of reputatieschade

Gedragmatige valkuilen spelen nadrukkelijk mee in het transitietraject. Het is belangrijk dat alle beslissers aan tafel zich hier gezamenlijk bewust van zijn. Zo'n valkuil kan zich vertalen in een zeer sterke voorkeur voor een contract of invaren terwijl dit niet goed is onderbouwd vanuit het perspectief van de diverse belanghebbenden. In een ernstige situatie leidt dit tot een verkeerde beslissing die later niet meer is te herstellen en mogelijk claimrisico of reputatieschade met zich meebrengt.

Hulpmiddelen voor betere beslissing

Hoe zorgt men voor een besluitvormingsproces waarin de kans op een 'verkeerde' (en onomkeerbare) beslissing, waarbij men in diverse valkuilen trapt en de ratio ver weg is, klein is? Daarvoor zijn er bepaalde hulpmiddelen. Het gaat om de volgende:

- Betwifel eigen overtuigingen
- Scenariodenken
- Advocaat van de duivel
- Pre-mortem
- Gezond verstand

Als risicomanager bevelen we sociale partners en het bestuur van het pensioenfonds aan om tenminste een aantal van deze bouwstenen te overwegen. Het gebruik hiervan draagt bij aan betere beslissingen. We lichten ze hieronder toe.

Betwifel eigen overtuigingen

De eerste stap is dat men bij zichzelf toetst of er sprake is van sterke overtuigingen ten aanzien van bepaalde elementen in het nieuwe pensioencontract. Waar komen deze vandaan? Hoe lang leven deze al? Zijn deze wel goed onderbouwd? Zijn ze ook uitlegbaar? Vaak hebben mensen overtuigingen opgebouwd over een lange periode zonder er nog vragen bij te stellen. Ze worden niet meer ter discussie gesteld omdat ze onderdeel zijn geworden van hun identiteit.

Scenariodenken en een hoge mate van een diversiteit aan mensen en visies aan de onderhandelingstafel, zijn manieren om

Scenariodenken

Scenariodenken is een manier van denken en analyseren waarmee men loskomt van subjectieve overtuigingen over hoe de wereld werkt en welke kant het op beweegt. Iedereen heeft een idee bij hoe de wereld er over één, twee en tien jaar uitziet. Talloze wetenschappelijke studies tonen echter aan dat de wereld volstrekt onvoorspelbaar evolueert. Een idee dat men heeft over de toekomst komt nooit uit. Interessant is het aangetoonde feit dat hoger opgeleide mensen met een bepaald specialisme vanwege tunnelvisie nog slechter scoren dan generalisten.

Scenario's ontwikkelen verandert hier niets aan. De kans dat men een scenario verzint dat uitkomt is ongeveer nihil. Echter, door meerdere scenario's met een verhaallijn uit te werken, valt het kwartje. Dan daalt het besef in dat een eigen visie eigenlijk ook maar een grof idee is zonder enige (wetenschappelijke) grond. Men begint dan minder op één scenario te leunen, en minder op enkele statistische grootheden, zoals een gemiddelde en een standaarddeviatie (wat feitelijk ook neerkomt op één visie). Maar misschien op vier of vijf scenario's. Een heel grote vooruitgang.

“Zodra discussies hevig worden, zit men op de goede weg. Dan spelen diepe overtuigingen en identiteit blijkbaar nog een grotere rol dan rationele overwegingen”

dit te tackelen. Ze helpen diepe irrationele overtuigingen aan de kaak te stellen en te ontmantelen indien nodig. Dit gaat wel vaak gepaard met (hevige) discussie aangezien ze vaak verankerd zijn in iemands identiteit. Zodra discussies hevig worden, zit men wel op de goede weg. Dan speelt identiteit blijkbaar nog een grotere rol dan ratio.

Scenario's dienen wel uiteenlopend en verhalend te zijn. Bepalend voor de mate waarin ze dat zijn, is wederom een diversiteit aan denken. Diversiteit aan denken zorgt ervoor dat fundamenteel verschillende visies aan de oppervlakte komen en een plek krijgen in het toekomstbeeld.

Advocaat van de duivel

Unanimiteit, eensgezindheid en consensus zijn vaak slechte signalen. De vraag is dan of alles goed is doordacht en er voldoende verschillende visies aan tafel zitten. Dan kan het helpen om een advocaat van de duivel aan te wijzen. Deze persoon krijgt de opdracht om gaten in een voorstel te schieten. Voor de review van een transitieplan is het uitermate verstandig om dit in het proces een plaats te geven.

Pre-mortem

Een verplicht nummer voor ieder besluit dat leidt tot een grote verandering, is de pre-mortem. En dan met name bij onomkeerbare veranderingen zoals een acquisitie, liquidatie, nieuwe regeling, of reorganisatie. De contractkeuze en de invaarbe beslissing zijn zulke onomkeerbare veranderingen. Een pre-mortem wordt gedaan zodra een plan is uitgewerkt en klaar is om afgehamerd te worden.

Hoe werkt dit bij de pensioentransitie? Het begint ermee dat sociale partners en het pensioenfondsbestuur zichzelf met de volgende fictieve kwestie confronteren: Het is 2036 en we moeten helaas vaststellen dat ons besluit dramatisch is uitgekapt. We hebben destijds de verkeerde keuzes gemaakt. Vervolgens werken ze met elkaar uit wat tot aan 2036 heeft plaatsgevonden, intern en extern, waardoor het resultaat is wat het is.

Ze worden gedwongen oorzaak en gevolg om te draaien. Vanuit een vastgesteld gevolg (de mislukking) wordt gezocht naar mogelijke oorzaken. Het menselijk brein gaat daardoor anders werken. Dit haalt nieuwe ideeën, inzichten en perspectieven naar boven die nog verborgen waren.

Het doel ervan is niet om een plan naar de prullenbak te verwijzen, maar juist om dit verder aan te scherpen. Te verbeteren.

Gezond verstand

Het gebruiken van je gezond verstand klinkt als een open deur. Maar iedere vertegenwoordiger van werkgevers, werknemers, gepensioneerden en het pensioenfonds zou voor zichzelf moeten proberen om de voorgenomen richting eens uit te leggen aan vader, moeder, zoon, dochter, buurman of buurvrouw. En daarbij ook proberen uit te leggen waarom het - naast de eigen belangen - ook voor de andere groepen deelnemers in het pensioencontract de juiste weg is. Door dit te doen worden doelstellingen, uitgangspunten, beoogde resultaten en veronderstellingen vaak nog wat aangescherpt. Het helpt voor de herleidbaarheid en een transparante en duidelijke verantwoording naar de deelnemers.

Scenariodenken in het belang van het individu

Als de wetgever aan scenariodenken had gedaan, dan was kennisgenomen van de decennia met hoge inflatie in de jaren zeventig en tachtig en zou ook een toekomstig hoog-inflatie-scenario of stagflatie-scenario voorstelbaar worden geacht. Dergelijke scenario's zijn potentieel desastreus voor het koopkrachtbehoud van de pensioenen van onze deelnemers. De Memorie van Toelichting noemt het woord renterisico maar liefst vijftig keer, inflatierisico niet één keer. Hoe kan een dergelijk majeure risicofactor als inflatie - toch minstens zo relevant als renterisico en aandelenrisico - volledig zijn vergeten?

Diverse gedragsmatige valkuilen zoals groupthink of tunnelvisie kunnen hieraan ten grondslag liggen. Ook een status quo bias kan een rol spelen, omdat onder de huidige nominaal vormgegeven nFTK-spelregels nauwelijks ruimte is om bescherming tegen inflatierisico vorm te geven. Het is daarmee nu geen gebruik onder pensioenfonds terwyl we juist willen breken met de nominale zekerheid en meer reële pensioenen willen nastreven.

Gelukkig heeft de wetgever een consultatieronde verricht. Zo kan door het benutten van diversiteit in kennis, expertise en visies uit de pensioensector dit hiaat nog tijdig worden geadresseerd.

Meer risico's, meer zorgplicht, meer verantwoordelijkheden

De bestuurder van het toekomstige pensioenfonds moet ook meer aan scenariodenken doen. De nieuwe premiereregelingen gaan gepaard met meer risico's voor de individuele deelnemer en daarmee met meer zorgplicht voor het bestuur. Verder komt er een continue koppeling tussen de pensioenadministratie per individu en het op het individu of leeftijdscohort afgestemde vermogensbeheer. Deze dynamiek creëert ruimte voor veel meer maatwerk dan voorheen. Het creëert ook ruimte voor tegenvallers die direct bij de deelnemers terechtkomen via een aanpassing van de pensioenpot of de pensioenuitkering.

Er is geen FTK meer wat zorgt voor natuurlijke begrenzingen aan beleid. Bestuurders hebben meer vrijheden dan voorheen en dat komt ook met verantwoordelijkheden.

Aannames zonder voorspellende kracht

Dit vraagt meer dan voorheen om een doordacht risicomanagementkader van bestuurders zelf. Waarbij zij sturen op logische rendementsdoelen en risicomaatstaven. Maatstaven die passen bij de aard van de regeling en bij de pensioenambities en risicopreferenties van veel deelnemers. Pensioen wordt niet langer uitgedrukt in dekkingsgraden of kansen op korting. Pensioen is voortaan de individuele pensioenpot in de opbouwfase, de vervangingsratio rond pensioneren (pensioen als percentage van pensioengrondslag of salaris) en de stabiliteit van de pensioenuitkering en het pensioenresultaat (de mate van koopkrachtbehoud van het pensioen) in de uitkeringsfase. Deze grootheden worden door middel van Haalbaarheidstoetsmodellen, de DNB-scenarioset, de URM-methodiek en ALM-modellen in kaart gebracht. Allemaal methodes met toegevoegde waarde, maar ook met talloze aannames zonder voorspellende kracht en een hoog black box-gehalte. Het is daarom bijzonder raadzaam om deze methodes aan te vullen met het werken vanuit stress-scenarioanalyses en scenariodenken (soms met een meer kwalitatieve dan kwantitatieve aanpak).



Meer bescherming tegen onvoorziene scenario's

“Het is het jaar 2036 en een tweede corona-pandemie lijkt bijna achter de rug met nieuwe vaccins die het gemuteerde virus effectief weten te bestrijden. We zijn meer voorbereid dan in 2020-2021, maar de wederom ruime fiscale stimuleringsmaatregelen wakkeren de inflatie enorm aan terwijl de economie nog moet beginnen te herstellen. Aandelenkoersen hebben een flinke tik gehad. De rente is laag, maar de spreads van bedrijfsobligaties en voorheen relatief veilige staatsobligaties zijn flink uitgelopen.”

Hoe ziet de impact op de pensioenpremie en persoonlijke pensioenpotjes van jongeren eruit onder dit scenario voor het afgesproken nieuwe pensioencontract? Wat betekent dit scenario voor het netto-inkomen en het pensioenresultaat van gepensioneerden? Is die uitkomst acceptabel en uitlegbaar aan deelnemers? Zijn er strategieën denkbaar waarbij we de doelstellingen van de deelnemers waarborgen met meer bescherming

tegen onvoorziene scenario's? Pakken de scenario-resultaten onder het NPC en de WVP vergelijkbaar uit of ontstaan er verschillen door de werking van de solidariteitsreserve? En in welke mate is de keuze voor het NPC met beschermingsrendement of beschermingsportefeuilles van invloed op de resultaten voor deelnemers?

Stap in de schoenen van de deelnemer

Balansmanagement voor het individu vraagt ons om in de schoenen van de deelnemer te stappen. Om de pensioenlevenscyclus van de deelnemer te doorlopen en te ervaren wat de gevolgen zijn van onvoorziene scenario's. Immers, we weten allemaal dat er geen problemen zijn bij structureel 6% aandelenrendementen, stabiele 2% inflatie en mean-reversion van de rente naar 3%. Het gaat er juist om hoe we ons voorbereiden op scenario's die sterk afwijken van deze comfortabele voorspelling. Dat is de zorgplicht na de pensioentransitie. En dat vereist het omarmen van scenariodenken.



Contact

We delen onze expertise omtrent het nieuwe pensioencontract graag met jou en jouw bestuur. En ondersteunen je daarbij op alle mogelijke manieren.

Bijvoorbeeld met workshops, webinars, ronde tafels, presentaties, artikelen en in persoonlijke gesprekken. Zodat je jouw beleggingsbeleid van de toekomst nu al vorm kunt geven.

Benieuwd wat we voor je kunnen betekenen?

Neem dan nu contact met ons op

Cardano Risk Management B.V.
Weena 690, 21e etage
Postbus 19293
3001 BG Rotterdam

www.cardano.nl