

Marktvisie

Consultatie – Wet toekomst pensioenen

December 2020



Jitzes Noorman
Delegated CIO, BMO GAM

Contact

BMO Global Asset Management,
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

+31 (0)20-582 3758
Gerben Borkent

gerben.borkent
@bmgam.com

Op 16 december heeft het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid de langverwachte consultatie gepubliceerd ter uitwerking van het pensioenakkoord van juni 2019 tussen kabinet en sociale partners¹. De consultatieperiode eindigt op 12 februari 2021.

Het ministerie publiceerde in totaal drie documenten: concept Wettekst ('het wetsvoorstel'), de Memorie van toelichting en Beantwoording Integraal Afwegingskader voor beleid en regelgeving.

In deze publicatie doen wij enkele observaties naar aanleiding van de consultatie, echter zonder een volledig beeld te willen schetsen. De focus van onze observaties ligt op het nieuwe stelsel (m.n. het nieuwe contract) en niet op de transitieperiode. Daarnaast concentreren wij ons op het beleggingsperspectief en kijken wij niet naar het fiscale- of het juridische perspectief.

Onze belangrijkste conclusies:

- Het kader is, ondanks het streven naar koopkracht wat betreft techniek, nog hoofdzakelijk nominaal. Zo wordt voor het berekenen van het beschermingsrendement uitgegaan van de door De Nederlandsche Bank (DNB) gepubliceerde nominale rentetermijnstructuur. Voorts wordt gestuurd op een tenminste nominaal gelijkblijvende uitkering. Ook is geen sprake van een vaste inflatieafslag in het projectierendement, maar is dat optioneel. Het stelsel zal dus geen sterke prikkel kennen om in expliciete inflatieproducten te beleggen zoals inflatieswaps en inflatie-geïndexeerde obligaties. De focus zal met name liggen op categorieën met een hoog rendement en een reëel karakter;
- Een eerder kritiekpunt was dat een verschil in rendement tussen de feitelijke renterisicoafdekkingsportefeuille en het theoretische beschermingsrendement extra risico via het overrendement voor jongeren met zich mee zou brengen. Het Wetsvoorstel komt hieraan tegemoet met ook een alternatieve variant waarbij werkelijk rendement wordt toegekend;
- Een risico-opslag gelijk aan 35% van het aandelenrendement (Commissie Parameters) mag maximaal toegepast worden voor het projectierendement tijdens de uitkeringsfase. Optioneel is een inflatiemarge die van het rendement afgetrokken kan worden. In theorie is daarmee een bandbreedte mogelijk van bijna 4 procentpunt voor het verwachte rendement.

MEMORIE VAN TOELICHTING	
Inhoudsopgave	
1.	Inleiding
2.	Doelstelling
3.	Wettelijk kader pensioenovereenkomsten in nieuwe statut
4.	Wijziging financieel toetsingskader <ul style="list-style-type: none">a. Transitie-FTCb. Financieel toetsingskader na transitieperiode
5.	Wijziging fiscaal pensienokader
6.	Wandelingen voor overwegende transitie
7.	Governance in het nieuwe pensioenstelsel
8.	Informatievoorzieningen in het nieuwe pensioenstelsel
9.	Europese wettelijke houdbaarheid van de wettelijke bepalingen
10.	Nabestaanderspensioen
11.	Overige onderwerpen <ul style="list-style-type: none">a. Soorten rechtstijd uitdrandectorb. Experimenten ruimte ten behoeve van pensioenopbouw voor zelfstandigen
12.	Aankomende en consultatie
13.	Financiële gevolgen
14.	Overgangrecht
15.	Antwoordopgave toelichting

Bron: <https://www.internetconsultatie.nl/wettoekomstpensioenen>, 16 december 2020

¹<https://www.internetconsultatie.nl/wettoekomstpensioenen>

Onze eerste observaties

Naamgeving

Na de consultatiefase zullen nieuwe benamingen worden gekozen voor 'het nieuwe contract' en 'de verbeterde premieregeling'. De nu gehanteerde namen zijn niet geschikt voor wetgeving, mede omdat in de toekomst een nog 'nieuwer' contract ontwikkeld zou kunnen worden.

Vier typen premieregelingen

In het nieuwe stelsel zijn vier typen premieregelingen mogelijk (zie Memorie pagina 16): het nieuwe contract, de verbeterde premieregeling, de bestaande premie-kapitaalovereenkomst, en de bestaande premie-uitkeringsovereenkomst.

Risicohouding van leeftijdscategorieën

Het renterisico en beleggingsrisico moet bij de verschillende leeftijdscategorieën passen bij hun risicohouding. De risicohouding is een combinatie van de wil om risico te dragen (risicotolerantie) en de mate waarin een groep beleggingsrisico's kan dragen (risicodraagvlak). De risicohouding wordt uitgedrukt in relatie tot de URM-methodiek. Nieuw in het wetsvoorstel is:

- Pensioenuitvoerders moeten ten minste eenmaal in de vijf jaar een risicopreferentie-onderzoek doen onder hun deelnemers, per leeftijdscategorie;
- Er zijn drie maatstaven voor het vastleggen van de risicohouding:
 - Maximaal aanvaardbaar risico in een pessimistisch scenario (tijdens opbouw- en uitkeringsfase)
 - Risico dat men wil nemen in een verwacht scenario; mogelijk in de vorm van een minimaal rendement (tijdens opbouw- en uitkeringsfase)
 - De afwijking van het pensioen gedurende de gehele uitkeringsperiode in vergelijking met de uitkering in het eerste jaar (risicomaatstaf tijdens uitkeringsfase)
- Periodiek dient getoetst te worden of het beleggingsbeleid (net als nu), de leeftijdsafhankelijke verdeelregels en de vormgeving van de solidariteitsreserve passen bij de risicohouding.

Projectierendement

Reeds bekend was dat op basis van een uniforme rekenmethodiek (URM) projecties worden gemaakt. DNB stelt de scenario's vast en publiceert deze op kwartaalbasis.

Ten opzichte van de vier functies van het projectierendement die werden genoemd in de Hoofdlijnennotitie (communicatie goed/normaal/slecht weer, fiscale premiegrens, vaststelling hoogte pensioen uitkeringsfase, balans doelstelling en premie)

is een vijfde functie toegevoegd in het Wetsvoorstel: het toetsen van de risicohouding.

Voor vier functies wordt gebruik gemaakt van de URM-scenario's. Voor de vaststelling van de hoogte van de pensioenuitkeringen in de uitkeringsfase wordt uitgegaan van een (gemaximeerd) geprojecteerd verwacht rendement (hoe hoger het rendement, hoe hoger het pensioen op de pensioendatum, maar hierdoor neemt het risico op pensioenverhoging dan wel verlaging toe. Hierover is in het Wetsvoorstel meer bekendgemaakt:

- Er wordt gestuurd op een naar verwachting tenminste nominaal gelijkblijvende uitkering. In koopkrachttermen is dan sprake van een daling;
- Het is mogelijk (maar niet verplicht) om een inflatiemarge af te trekken van het verwacht rendement. Het startpensioen zal dan lager uitvallen, maar met een kans op een hogere uitkering in de jaren daarna. De indexatiemarge is maximaal gelijk aan de parameter voor inflatie van de Commissie Parameters, die eens per vijf jaar wordt herzien (momenteel wordt een prijsinflatie gehanteerd van 1,9%);
- Maximaal mag worden uitgegaan van een risico-opslag van 35% van de risicopremie op aandelen. De Commissie Parameters hanteert een maximum voor het aandelenrendement van 5,6% (meetkundig na kosten). Voor de verbeterde premieregeling betreft het een premie bovenop de risicovrije rente. In het nieuwe contract gaat het om het verwachte rendement op een portefeuille van 35% aandelen en 65% vastrentende waarden (al is ook in het nieuwe contract een jaarlijks gelijke opslag op de risicovrije rentetermijnstructuur mogelijk). Als het verwachte rendement bij het feitelijke beleggingsbeleid (rekening houdend met verdeelregels) lager uitkomt, dient dat lagere rendement gehanteerd te worden;
- De verbeterde premieregeling gaat uit van een vaste daling per jaar;
- Het projectierendement is looptijdafhankelijk. Zowel voor wat betreft de aannames voor aandelen en vastrentende waarden.
- Het projectierendement wordt in het nieuwe contract collectief en voor langere tijd vastgesteld voor alle pensioengerechtigden. In de verbeterde premieregeling wordt de vaste daling meestal individueel vastgesteld.

Wat opvalt is dat, hoewel eerder perspectief op indexatie één van de doelen is van de stelselherziening en de term koopkracht 14x voorkomt in het Wetsvoorstel, het kader toch voornamelijk nominaal van aard is. Zo wordt gestuurd om een tenminste nominaal gelijkblijvende uitkering en is de indexatieafslag optioneel en geen vast onderdeel van het projectierendement. Dat sterkt ons in de overtuiging dat - om de koopkrachtambities waar te maken - de focus van pensioenfondsen zal liggen op het beleggen in beleggingscategorieën met een hoog

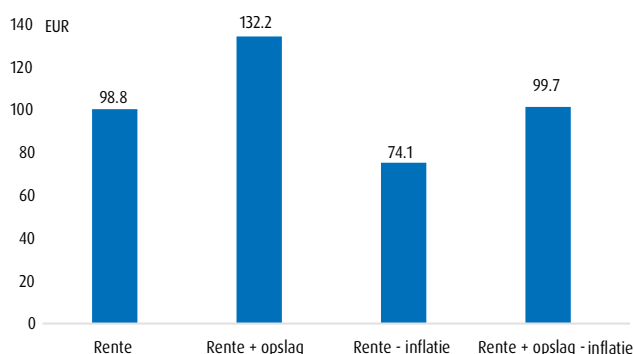
rendement en een reëel karakter zoals aandelen en vastgoed. En dus niet zozeer op producten die expliciet gekoppeld zijn aan inflatie zoals inflatieswaps en inflatie-geïndexeerde obligaties. Te meer omdat de inflatiemarge gerelateerd wordt aan een parameter die slechts eens per vijf jaar wordt herzien en niet aan actuele inflatieverwachtingen. Daarmee valt een prikkel weg om inflatieontwikkelingen expliciet te spiegelen in de beleggingsportefeuille.

De 35% die als maximum wordt gehanteerd voor het gewicht van aandelen in het projectierendement komt grofweg overeen met het percentage zakelijke waarden dat door menig lifecycle product wordt toegekend aan de optimale portefeuillemix op het moment van pensionering.

De gehanteerde verwachte rendementen kunnen aanzienlijk variëren. Ter illustratie nemen wij de 15-jaars euro swaprente als vertrekpunt. Deze bedraagt momenteel -0,08% (16 dec 2020). Enerzijds zou maximaal een opslag van 1,96% toegepast kunnen worden (35% x 5,6%), resulterend in een projectierendement van +1,88%. Anderzijds zou een fonds geheel in vastrentend kunnen beleggen (en dus geen opslag toepassen) en tevens een inflatiemarge van 1,9% aftrekken van de risicovrije rente, resulterend in een projectierendement van -1,98%. De combinatie (maximale opslag & inflatieafslag) zou uitkomen op -0,02%. Dat wijkt niet veel af van de huidige 15-jaars swaprente, maar met de opmerking dat het een reëel rendement betreft.

Onderstaande figuur laat zien in welke mate de verschillende projectierendementen resulteren in uiteenlopende verwachte opbrengsten op een 15-jaars horizon voor een startkapitaal van 100 euro.

Verwachte opbrengst 100 euro na 15 jaar o.b.v. verschillende projectierendementen



Bron: BMO GAM, 16 december 2020

Beschermingsrendement voor risico

Het wetsvoorstel bevat enkele interessante toevoegingen.

- Per leeftijdscohort zullen pensioenfondsen het renterisico afdekken via een ex-ante toedeling van beschermingsrendementen naar leeftijdscohorten;
- Alle deelnemers moeten als eerste onderdeel van het beschermingsrendement in ieder geval een jaarlijkse rentevergoeding ontvangen over hun pensioenvermogen (dit stond zo nog niet in de Hoofdlijnennotitie verwoord). Vervolgens moet bepaald worden in hoeverre deelnemersgroepen beschermd moeten worden tegen renteschommelingen²; Dit roept bij ons wel de vraag op waar de rentevergoeding vandaan moet komen indien er weinig renterisico afgedekt gaat worden.
- Ook voor de solidariteitsreserve wordt een mate van beschermingsrendement vastgesteld;
- Voorts geeft het wetsvoorstel twee routes aan voor het indelen van de totale portefeuille:
 - Ex-ante beschermingsrendementen worden toegedeeld aan leeftijdscohorten op basis van de ontwikkeling van de door DNB gepubliceerde nominale rentetermijnstructuur. Er is sprake van een collectieve beleggingsportefeuille, zonder een expliciet afgescheiden beschermingsportefeuille tegen renterisico. Dat neemt niet weg dat binnen de collectieve beleggingsportefeuille ook beleggingen nodig zijn waarmee het renterisico wordt afgedekt. Een exacte aansluiting op de toegezegde bescherming tegen renterisico is dan echter niet mogelijk. Hierdoor zal het beschermingsrendement ook deels voortkomen uit zakelijke beleggingen en/of kan het overrendement ook deels bestaan uit rendementen op bijvoorbeeld obligaties. Het verschil tussen het rendement op de feitelijke renteafdekking en het toegekende beschermingsrendement komt in het overrendement terecht. Hierdoor zal enige deling van renterisico tussen jong en oud aanwezig blijven;
 - Om iedere vorm van collectieve deling van renterisico tussen jong en oud uit te sluiten, mag binnen de collectieve beleggingsportefeuille ook een aparte beschermingsportefeuille tegen renterisico worden aangehouden. Door vóóraf een schot te plaatsen tussen de beschermings- en rendementsportefeuille als onderdeel van de inrichting van de collectieve beleggingsportefeuille, zullen toegekende beschermingsrendementen aan leeftijdscohorten per definitie direct aansluiten bij de rendementen op het deel van de collectieve portefeuille dat bestemd is voor renteafdekking. Ook schetst het

² Het Wetsvoorstel beschrijft renterisico als volgt: "Bij een volledige bescherming tegen renterisico zorgt het beschermingsrendement ervoor dat bij een daling of stijging van de rente het tot dan toe voor de uitkering gereserveerde vermogen dusdanig zal toe- of afnemen dat de ingegane pensioenuitkering of de toekomstige uit het opgebouwde pensioenvermogen te financieren nominale pensioenuitkeringen gelijk zullen blijven."

wetsvoorstel een voorbeeld waarin sprake is van meerdere renteportefeuilles met verschillende looptijden, waarbij verschillende leeftijdscohorten verschillende gewichten kennen naar deze renteportefeuilles.

Overrendement op de beleggingen

Ten aanzien van het overrendement (het collectieve rendement minus beschermingsrendementen) bevat het Wetsvoorstel weinig nieuws:

- Ook het overrendement wordt volgens ex-ante vastgelegde toedelingsregels op basis van de risicohouding per leeftijdscohort verdeeld over deelnemers en de solidariteitsreserve;
- Effectief is het mogelijk een cohort bloot te stellen aan meer dan 100% beleggingsrisico. Wel gelden twee voorwaarden:
 - Onderbouwen dat het in het belang van de deelnemer is (prudent person beginsel)
 - Regels vastleggen hoe negatieve vermogens te voorkomen (bijvoorbeeld via solidariteitsreserve)

Langlevensrisico

Zowel micro- als macro-langlevensrisico wordt binnen het collectief gedeeld, ook in het nieuwe stelsel. Beschermen tegen deze risico's kan met behulp van gerichte beschermings- en overrendementen naar leeftijdscohorten. In het geval van macro-langlevensrisico zou dat ook via de solidariteitsreserve kunnen. Overigens zijn er in de financiële markten producten voorhanden waarmee langlevens(staart)risico afgedekt kan worden. Deze zijn complex en er dient een premie betaald te worden.

Solidariteitsreserve

Tot slot bevat het Wetsvoorstel ook de nodige nieuwe informatie ten aanzien van de solidariteitsreserve. Zo voegt het Wetsvoorstel aan het eerdergenoemde doel van de

solidariteitsreserve om intergenerationele risico's te delen nog twee doelen toe: dempen van schommelingen en het delen van niet-verhandelde risico's (bijvoorbeeld langlevensrisico).

Ook is de lijst met afspraken uitgebreid die moeten worden vastgelegd ten aanzien van de solidariteitsreserve. De Hoofdlijnennotitie bevatte al vier vereisten. Daar zijn er drie aan toegevoegd. Het gaat om de onderste drie punten van deze lijst:

- De wijze waarop de solidariteitsreserve wordt gevuld
- De wijze waarop pensioenvermogens worden aangevuld vanuit de solidariteitsreserve
- De gewenste en de maximale omvang van de solidariteitsreserve
- Op welke wijze de solidariteitsreserve bijdraagt aan de intergenerationele risicodeling en/of stabiliteit van de pensioenen
- De wijze waarop de solidariteitsreserve meedeelt in de collectieve risico's en rendementen
- Beleid bij een lege of volle solidariteitsreserve
- De samenhang en onderlinge consistentie van voorgaande elementen.

Een vraag die vanuit de pensioensector kwam na de Hoofdlijnennotitie was of de solidariteitsreserve niet anders moest worden belegd dan de rest van de portefeuille. Dit gegeven de rol als buffer, die wellicht een prudent beleid vereist. Het Wetsvoorstel biedt ruimte hiervoor, doordat voor de solidariteitsreserve expliciete vastgelegd kan worden in welke mate deze deelt in het beschermingsrendement en het overrendement.

Tot slot maakt een rekenvoorbeeld (Memorie pagina 33) duidelijk dat de solidariteitsreserve tegelijkertijd via twee routes gevuld kan worden: door eerst een percentage van het overrendement af te romen en vervolgens als 'deelnemer' ook nog eens deel te nemen in het overrendement via een ex-ante verdeelsleutel.

Belangrijke informatie

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door BMO Global Asset Management en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden. De informatie die wordt verstrekt in het marketingmateriaal, is geen, of kan niet worden opgevat, als beleggingsadvies of een aanbeveling om te kopen, verkopen of anderszijds transacties uit te voeren met betrekking tot de Fondsen. De

informatie, meningen, schattingen en/of verwachtingen in dit document zijn afkomstig van bronnen, waarvan redelijkerwijs wordt aangenomen dat ze betrouwbaar zijn en die op ieder moment kunnen wijzigen. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers hun inleg niet (volledig) terugkrijgen.