

# Reactie consultatiewetgeving

---

11 februari 2021

---

## Algemeen

Cardano is positief over de consultatiewetgeving voor de Wet Toekomst Pensioenen. Het nieuwe pensioenstelsel is een grote verbetering ten opzichte van de huidige situatie.

Als de twee belangrijkste voordelen zien wij:

- *Uitzicht op een einde aan de rekenrentediscussie.* In de maatschappelijke discussies over de rekenrente en de verdeelregels voelen zowel jong als oud zich benadeeld. Het nieuwe pensioenstelsel zonder rekenrente kan een einde maken aan de belangentegenstelling tussen generaties, en biedt ruimte voor een positievere kijk op pensioenen.
- *Betere afstemming van beleggingsbeleid op leeftijd.* Het huidige pensioencontract verdeelt het renterisico niet ideaal over leeftijdsgroepen. Vooral bij pensioenfondsen die ervoor gekozen hebben om het renterisico deels open te laten staan, lopen ouderen relatief veel renterisico. Dit renterisico op de balans wordt vooral veroorzaakt door de aanspraken van de jongeren, maar komt in het huidige contract grotendeels op het bordje terecht van de gepensioneerden. Het nieuwe pensioencontract biedt de mogelijkheid om dit op te lossen.

## Aspecten die in positieve zin opvallen

De volgende aspecten vallen in positieve zin op:

- *Bescherming tegen renterisico integraal onderdeel nieuwe pensioencontract.* We vinden het positief dat het beschermingsrendement (of de beschermingsportefeuille) een integraal onderdeel is van het nieuwe pensioencontract. In de nieuwe pensioencontracten wordt straks per generatie vastgesteld hoeveel renterisico acceptabel en nodig is om aan de pensioenambitie te voldoen. Dat maakt het mogelijk om de pensioenuitkeringen van ouderen straks meer stabiel en voorspelbaar te maken. Zolang we pensioen als een levenslange uitkering en door middel van kapitaaldekking vormgeven, zijn we nooit verlost van renterisico. Dus ook niet met de overgang naar het nieuwe pensioencontract, ook al gaat projectierendement de rekenrente vervangen.
- *Keuze tussen beschermingsrendement en beschermingsportefeuille.* Wij vinden het van meerwaarde dat de conceptwetgeving een keuze faciliteert voor pensioenfondsen om te kiezen tussen een



beschermingsrendement en een beschermingsportefeuille. Beide opties hebben hun voor- en nadelen. Wij verwachten dat sommige pensioenfondsen een voorkeur zullen hebben voor een beschermingsrendement, en andere fondsen voor een beschermingsportefeuille. De keuze heeft een belangrijke impact op de wijze waarop diverse rendementcomponenten van vastrentende beleggingen worden toebedeeld over jongere en oudere deelnemers. Denk bijvoorbeeld aan het spreadrisico (en de bijbehorende beloning op dit risico) en de illiquiditeitspremie op beleggingen in vastrentende waarden. Bij het hanteren van een beschermingsrendement wordt het spreadrisico en de illiquiditeitspremie eerst geaggregeerd over alle leeftijdsgroepen en vervolgens toebedeeld over leeftijdsgroepen via de verdeelsleutel van het overrendement. Bij het hanteren van een beschermingsportefeuille gaat dit juist via de verdeelsleutel van de beschermingsportefeuille zelf. Er valt dus wat te kiezen voor pensioenfondsen. Naast het spreadrisico en de illiquiditeitspremie gaat het ook over andere componenten, zoals de cash-drag en het curverisico. Beide methoden voldoen overigens aan de doelstelling dat er op voorhand (ex-ante) geen sprake is van herverdeling in marktwaarde tussen leeftijdsgroepen – afgezien van de effecten van een eventuele UFR.

## Aspecten waar we mogelijkheden voor verbetering zien

- *Maak inflatie-gerelateerde obligaties en swaps een mogelijk onderdeel van beschermingsportefeuille.* Ons voorstel is om inflatie-gerelateerde obligaties en swaps toe te staan als onderdeel van de beschermingsportefeuille van het nieuwe pensioencontract. De consultatiewetgeving schenkt weinig aandacht voor inflatierisico. De term ‘inflatierisico’ komt niet voor in de Memorie van Toelichting. Ter vergelijking: de term ‘renterisico’ wordt maar liefst vijftig keer genoemd. Weliswaar wordt een stijgende nominale uitkering mogelijk, maar dat vormt geen bescherming tegen inflatierisico. Beleggingen in inflatie-gerelateerde obligaties of swaps bieden wél bescherming. Er zijn een aantal Europese overheden (Italië, Frankrijk, Duitsland, Spanje) die obligaties uitgeven op basis van een Europese inflatie-index. De marktomvang is beperkt, zo’n tot 500 miljard euro, maar biedt zeker mogelijkheden voor kleine en middelgrote pensioenfondsen. Inflatie-gerelateerde beleggingen kunnen waardevolle bescherming opleveren voor met name gepensioneerden. In de huidige opzet lijkt de beschermingsportefeuille uitsluitend bestemd voor nominale beleggingen. Het resultaat op inflatiebescherming komt hierdoor terecht in het overrendement, en komt dan voor een relatief groot deel ten gunste van werkenden. Dat is niet ideaal, omdat juist gepensioneerden het meest gebaat zijn bij inflatiebescherming.
- *Maak separaat beleggingsbeleid mogelijk voor solidariteitsreserve.* Ons voorstel is om het pensioenfondsen toe te staan dat de solidariteitsreserve anders belegd mag worden dan het overige vermogen. De reden is dat de solidariteitsreserve een aparte doelstelling heeft. Met name bij een invulling waarbij de solidariteitsreserve wordt ingezet als ‘stropenpot’, als een verzekering in ongunstige economische scenario’s, kan een afwijkend beleggingsbeleid voor de solidariteitsreserve niet onlogisch zijn. We verwachten dat er pensioenfondsen zijn die hier gebruik van zouden willen maken. Het apart beleggingsbeleid voor de solidariteitsreserve is dan zodanig ingericht dat er sprake is van een



robuust rendement dat ook op peil blijft in economisch ongunstige omstandigheden, zodat wordt voorkomen dat de reserve snel raakt uitgeput bij tegenvallers.

- *Herverdeling en subjectieve elementen via solidariteitsreserve.* Onze aanbeveling is om de ruimte voor herverdeling en risicodeling tussen generaties in het nieuwe contract duidelijk af te bakenen, namelijk uitsluitend via de solidariteitsreserve. Er is dan een transparant onderscheid tussen het deel van het pensioencontract dat persoonlijk is (gebaseerd op persoonlijke rendementen in financiële markten) en een ander deel waar juist ruimte is voor risicodeling en herverdeling. Een duidelijke afbakening vermindert de belangentegenstellingen tussen generaties. De interne risicodeling tussen jong en oud van macrolanglevenrisico kan in onze ogen het beste lopen via de solidariteitsreserve. Als dit wordt vormgegeven via een apart beschermingsrendement zonder dat er beleggingsmogelijkheden zijn die hierop aansluiten, dan kunnen er grote risicotransfers ontstaan tussen jong en oud. Dat kan leiden tot hefboomeffecten, bijvoorbeeld bij fondsen waarvan het deelnemersbestand geleidelijk vergrijsd, of waar sprake is van een krimpend bedrijf of sector. Wanneer risicotransfers tussen jong en oud plaatsvinden via de solidariteitsreserve, dan zijn deze transfers begrensd en worden hefboomeffecten vermeden.

