

# Implicaties NPC voor



Onno Steenbeek

**De contouren van het nieuwe pensioenstelsel worden steeds scherper, de implicaties duidelijker. Die implicaties zijn hoogstwaarschijnlijk groter dan wat veel fondsen en uitvoeringsorganisaties tot voor kort dachten. De Nederlandse pensioenhervorming is er niet een van overzichtelijke kleine stapjes, maar een glijbaan naar een Big Bang in 2026. De pensioensector moet zich goed voorbereiden om ongelukken te voorkomen en met een frisse start een nieuw tijdperk te beginnen.**

## Unieke hervorming

Dit artikel gaat in op de mogelijke gevolgen van het nieuwe pensioencontract (NPC) voor de pensioenbeleggingen. Er is nog veel onduidelijk, maar er wordt niettemin veel gespeculeerd over de gevolgen voor het financiële beleid van de pensioenfondsen. De meningen zijn verdeeld. Aan de ene kant is er de gedachtegang die uitmondt in *minder* risico voor het pensioenfonds als geheel. In het FTK is er sprake van één portefeuille, waarbij de risico's en rendementen op zo'n manier worden gedeeld, dat jongeren de facto veel meer dan 100% aandelen-exposure hebben en de ouderen een stabiele uitkering. In het nieuwe contract waar-deren de ouderen die stabiliteit ongetwijfeld nog steeds, terwijl de aandelenexposure voor jongeren niet veel hoger dan 100% zal kunnen zijn, om grote negatieve vermogens te voorkomen. De totale portefeuille zal daardoor minder risicovol zijn. Aan de andere kant is er de gedachtegang dat fondsen juist méér risico zullen nemen dan nu het geval is. Momenteel beleggen fondsen een groot deel van hun vermogen in obligaties die niets opleveren. De VEV-regels zorgen ervoor dat de meeste fondsen hun beleggingsrisico's niet kunnen vergroten. Een langetermijnbelegger die minder beperkingen heeft als gevolg van bijvoorbeeld VEV-regels, zal Duitse staatsobligaties graag omwisselen voor instrumenten die op de lange termijn naar verwachting meer opleveren. Als we de korte termijn wat meer

kunnen vergeten, dan ligt het voor de hand meer risico's te nemen ten gunste van een hoger verwacht rendement.

### Beleggingsbeleid

Als we inzoomen op specifieke beleggingsinstrumenten, dan kun je je afvragen of sommige categorieën misschien vanuit de FTK-regels aantrekkelijk zijn, maar op basis van puur economische overwegingen minder gerechtvaardigd. Het gebruik van derivaten speelt in deze discussie een centrale rol. Er zijn redenen om minder valuta- en rentederivaten aan te houden in de NPC-wereld. De valutaderivaten spelen nu een belangrijke rol in de VEV-regels, maar in portefeuille-optimalisatie lijkt een hoge afdekking van valuta-risico in stressscenario's minder aantrekkelijk. Voor rentederivaten geldt dat deze geen rol meer zullen spelen bij het beschermen van een dekkingsgraad. Zij zullen echter nog wel zeer bruikbaar zijn bij het stabiliseren van lopende en verwachte pensioenuitkeringen, maar waarschijnlijk ontstaat iets meer flexibiliteit in het gebruik van dit product. Als per saldo blijkt dat er inderdaad minder derivaten nodig zijn, dan is er dus ook minder onderpand nodig en is er meer ruimte voor illiquide beleggingen. De exacte impact zal afhangen van de keuze voor NPC of WVP+<sup>1</sup> en ook van de risicohouding van deelnemers. Ten aanzien van de risicohouding, mogen we een grote heterogeniteit in antwoorden

# beleggingsbeleid

ONNO STEENBEEK, MD STRATEGISCH PORTEFEUILLE ADVIES, APG ASSET MANAGEMENT  
HOGLERAAR FINANCE ERASMUS SCHOOL OF ECONOMICS ROTTERDAM

verwachten en daarmee een grote verscheidenheid in de optimale portefeuille voor iedere deelnemer. In het NPC zal per cohort een afweging gemaakt moeten worden tussen risico en rendement en zullen pensioenfondsbesturen de gemiddelde risicohouding van een cohort moeten vertalen naar een passende portefeuille. Uitsluitend de factor leeftijd bepaalt hoeveel risico en rendement iedere deelnemer ontvangt. In WVP+ zal een directer verband ontstaan tussen de individuele risicohouding en de portefeuille en is heterogeniteit in de populatie eenvoudiger te accommoderen. Het is te vroeg om iets zinnigs te kunnen zeggen over de totale impact op de beleggingsmix. Als gevolg van deze onduidelijkheid ligt het voor de hand dat fondsen geen grote verschuivingen zullen doorvoeren in de portefeuille die vervolgens weer moeten worden teruggedraaid.

## Beleggingsorganisatie

De impact op het beleggingsbeleid is dus nog erg moeilijk in te schatten, maar dat geldt niet voor de impact op de beleggingsorganisatie. We gaan van een uitkeringsregeling met actuariële opbouw naar een beschikbare premieregeling met individuele pensioenpotten, dus van DB naar DC. Fondsen die voor NPC kiezen, zullen rendementen moeten toedelen aan cohorten op basis van vooraf vastgestelde regels. In de FTK-wereld is de scheiding tussen administratie en communicatie enerzijds en beleggingsorganisatie anderzijds goed afgebakend, maar in de NPC-wereld worden de verschillende delen van de organisatie een stuk intiëmer. Voor het toedelen van rendementen is informatie nodig over de omvang van cohorten en de bij- en afschrijvingen op de individuele rekeningen moeten uiteraard keurig optellen tot het totaal. Er is geen dekkingsgraad meer om iets glad te strijken. Deelnemers zien op hun UPO de grootte van hun pensioenrekening en zullen daar vaker iets over willen weten. Duiding van ontwikkelingen in financiële markten en bijvoorbeeld uitleg over de link tussen de omvang van de rekening en de verwachte uitkering, vereisen nieuwe communicatielijnen tussen de beleggingsorganisatie

en de individuele deelnemer. Fondsen die hun administratie en hun beleggingsbeleid bij verschillende uitvoeringsorganisaties hebben ondergebracht, zullen extra goed moeten opletten dat de organisaties perfect aansluiten.

## Lessen uit het buitenland

Nederland is niet het eerste land dat substantiële pensioenhervormingen doormaakt. Sterker: er is veel ervaring met de overgang van DB naar DC. Toch kunnen we op dit vlak niet veel leren van het buitenland. In de meeste gevallen werden DB-fondsen gesloten voor nieuwe opbouw en werden DC-regelingen geleidelijk belangrijker. De VS en het VK zijn goede voorbeelden van dergelijke sterfhuisconstructies waar DB en DC naast elkaar bleven bestaan. Het unieke van de huidige hervorming in Nederland is dat we DB-opbouw transformeren in individuele DC-rekeningen, maar mét riscodeling tussen generaties. Dat 'invaren' is niet eerder gedaan.<sup>2</sup>

## Slot

Het voornaamste doel van een pensioenfonds blijft het realiseren van een passende pensioen-uitkering voor alle deelnemers. Bij een vergelijkbare premie en een vergelijkbare ambitie, hoeft het beleggingsbeleid niet fundamenteel anders te worden. De veranderingen in het stelsel zijn echter zodanig groot, dat verschuivingen in de portefeuille waarschijnlijk zijn, maar het is onmogelijk om daar nu al harde uitspraken over te doen. Dit geldt niet voor de uitvoeringsorganisaties, waar met name in de aansluiting tussen de portefeuilles en de individuele pensioenrekeningen grote aanpassingen noodzakelijk zijn. ←

<sup>1</sup> De term NPC verwijst naar de collectievere variant van de nieuwe contracten, terwijl de WVP+ (Wet verbeterde premieregeling) individueler is.

<sup>2</sup> Denemarken komt in de buurt. Ze boden allerlei keuzemogelijkheden bij een hoge dekkingsgraad. Zij presenteerden de transformatie als een stap van een ouderwets naar een modern contract en vroegen alle deelnemers individueel om toestemming.

Premie +  
ambitie =  
beleggings-  
beleid