



**Gosse Alserda**  
Investment Strategist



**Jenze Sibma**  
Investment Strategist



**Arjen Tebbenhof**  
Investment Strategist

Vorig jaar zomer hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In deze serie bespreken we het pensioenakkoord en de gevolgen voor het beleggingsbeleid.

Dit zesde artikel gaat in op de solidariteitsreserve. De solidariteitsreserve is een verplicht onderdeel binnen het nieuwe pensioencontract (NPC) en voor verplicht gestelde pensioenfondsen een mogelijkheid binnen de wet verbeterde premieregeling (WVP). We gaan in op de vragen waarom deze solidariteitsreserve onderdeel is van dit nieuwe contract, wat de voor- en nadelen ervan zijn en hoe het beleggingsbeleid voor de reserve kan worden ingericht.

Een belangrijk onderdeel van het pensioenakkoord is de introductie van de solidariteitsreserve. Het doel van de solidariteitsreserve is om collectieve risicodeling mogelijk te maken, zowel binnen als tussen generaties. De solidariteitsreserve is een verplicht onderdeel van het NPC, terwijl het enkel een optie is voor verplicht gestelde pensioenfondsen binnen de WVP. Het beter spreiden van risico's zou tot een gunstiger risico-/rendementsprofiel kunnen leiden en levert daarmee in theorie welvaartswinst op. Het is de vraag in hoeverre dit in praktijk ook het geval is, en of dit voldoende opweegt tegen de extra complexiteit die het toevoegt.

Voor de manier waarop de solidariteitsreserve gevuld en uitgedeeld mag worden, is binnen wettelijke grenzen veel mogelijk. In dit artikel analyseren we de toegevoegde waarde van deze verschillende mogelijkheden door ze af te zetten tegen drie criteria die volgens ons van belang zijn voor een waardevolle toevoeging aan de pensioenregeling. De solidariteitsreserve moet:

1. Niet te veel complexiteit toevoegen, oftewel het moet uitvoerbaar blijven.
2. Niet problemen oplossen die ook op te lossen zijn met de toedelingsfactoren en/of het beleggingsbeleid.
3. Voldoende meerwaarde bieden in relatie tot de toegevoegde complexiteit.

Voordat we ingaan op de verschillende uitdeelregels zullen we eerst een aantal algemene punten bespreken.

### Eisen aan solidariteitsreserve

Aan de solidariteitsreserve zijn een aantal eisen gesteld. De belangrijkste daarvan zijn dat de omvang maximaal 15% mag zijn van het collectief vermogen en dat maximaal 10% van het overrendement en/of de premies mag worden gebruikt voor het vullen van de reserve. Net als de voor de uitkeringen gereserveerde pensioenvermogens mag de solidariteitsreserve niet negatief worden.

Opvallend is verder dat aan de solidariteitsreserve in het NPC een eigen toedelingsfactor aan beschermings- en overrendement moet worden toegekend en het daarom kan worden gezien als een apart cohort. Ook binnen de WVP krijgt de reserve een eigen beleggingsmix. Zo kan een eigen beleggingsbeleid voor de solidariteitsreserve worden opgesteld. Daarnaast valt op dat er geen minimale inleg is vanuit de premie en/of overrendement. Daarmee lijkt het dus – ondanks de verplichting van de solidariteitsreserve binnen het NPC - ook mogelijk om deze slechts beperkt te vullen.

**Tabel 1: Eisen aan solidariteitsreserve**

Eigenschap	Voorwaarde
Minimale omvang	0% totale vermogen (incl. solidariteitsreserve)
Maximale omvang	15% totale vermogen (incl. solidariteitsreserve)
Vulregels	Maximaal 10% uit overrendement en/of 10% van premie
Uitdeelregels	Evenwichtig, transparant en voor langere tijd vaststellen
Vermogen	In NPC: eigen toedeelregels, als ware het een apart cohort. In WVP: afgescheiden beleggingsdepot met eigen beleggingsbeleid
Toedeelregels	Eigen toedeelregels beschermings- en overrendement

## Reserve vullen uit premie of overrendement

Jaarlijks mag tot 10% van de premie en/of tot 10% van het collectieve overrendement aan de solidariteitsreserve worden toegevoegd. Als in eerste instantie met een lege solidariteitsreserve wordt gestart, is de vraag hoe snel en in hoeverre de reserve in omvang toeneemt en daarmee enige significante betekenis kan hebben. We beschouwen de twee mogelijkheden als volgt:

- De jaarlijkse pensioenpremies ten opzichte van het pensioenvermogen bedragen ruim 2%<sup>1</sup>. Als dit representatief is voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds, betekent dit dat een jaarlijkse toevoeging van enkel 10% van de premies deze reserve jaarlijks met circa 0,2% doet groeien. Het kan dan wel tientallen jaren duren voor de solidariteitsreserve een substantiële omvang heeft, als deze al niet tussentijds wordt uitgekeerd.
- Het vullen uit overrendement kan, afhankelijk van het beleggingsbeleid, een iets grotere bijdrage leveren aan de omvang. De aannames in een recente scenario'set van de DNB (2021Q1, die gebruikt wordt bij onder andere haalbaarheidstoetsen) gaan uit van een overrendement voor aandelen van ruim 5%. Bij een collectieve portefeuille met circa 50% aandelen impliceert dit een overrendement van circa 2,5%. Het toevoegen van 10% hiervan aan de solidariteitsreserve verhoogt deze reserve hier jaarlijks met circa 0,3%, en bij een prudentere aanname rondom de risicopremies eerder circa 0,2%.

Indien derhalve 10% van de premie én 10% van het overrendement wordt toegevoegd aan de solidariteitsreserve kan dit de solidariteitsreserve jaarlijks met circa 0,5% doen verhogen voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds, zolang tussentijds niet wordt uitgekeerd. De precieze waarde is uiteraard sterk afhankelijk van onder andere de aannames rondom rentes en rendementen en de uitdeeloptyes. Dit laat zien dat, indien de solidariteitsreserve initieel niet is gevuld, het vrij lang kan duren alvorens deze een substantiële omvang kan bereiken. En in dit geval lijkt de bijdrage ervan beperkt te zijn, althans op de korte tot middellange termijn.

<sup>1</sup> Bron: DNB (<https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/pensioenen/>).

### Reserve vullen bij invaren

In de Memorie van Toelichting van het NPC wordt aangegeven dat bij invaren het collectieve fondsvermogen ook deels mag worden gebruikt voor het eventueel vullen van de solidariteitsreserve. Als bij het invaren de dekkingsgraad hoger is dan 100% dan kan eventueel een deel van het overschot in de solidariteitsreserve worden gestort. In dit geval kan al veel sneller een substantiële omvang worden bereikt en is de toegevoegde waarde op korte termijn mogelijk ook groter. Uiteraard hangt deze optie wel af van de dekkingsgraad op het moment van invaren. Bij een dekkingsgraad rond 100% zal in beginsel niet een forse storting kunnen plaatsvinden in de solidariteitsreserve. Bij invaren met Value Based ALM kan zelfs bij een dekkingsgraad lager dan 100% een deel in de solidariteitsreserve worden gestort vanwege het onverdeeld vermogen, al is de vraag of dit nog uitlegbaar is.

#### Solidariteitsreserve binnen WVP

Op dit moment is de solidariteitsreserve binnen de WVP alleen een mogelijkheid voor verplicht gestelde pensioenfondsen. De werking is in dat geval in principe vergelijkbaar met die binnen het NPC en kent in beginsel dezelfde voorwaarden en grenzen. De solidariteitsreserve binnen de WVP kent echter wel een gescheiden vermogen met een aparte beleggingsmix.

De vraag is echter of het concept van de solidariteitsreserve past bij de opzet van een premiereregeling. Als eerste voegt het relatief veel complexiteit toe aan een regeling waarvan eenvoud en transparantie grote voordelen zijn. Daarnaast maakt het mobiliteit tussen pensioenfondsen moeilijker, omdat (het eigen gedeelte) van de solidariteitsreserve niet kan worden meegenomen. Omdat wij vaak zien dat sectoren met veel mobiliteit van deelnemers relatief vaak voor de WVP kiezen, lijkt de solidariteitsreserve daar juist niet goed bij te passen. Ten slotte kunnen er perverse prikkels ontstaan wanneer keuzevrijheid wordt gecombineerd met de solidariteitsreserve. Als neerwaartse schokken worden gedempt door de solidariteitsreserve kan het wenselijk zijn voor deelnemers om meer risico te nemen, waarmee ze de solidariteitsreserve mogelijk meer belasten.

De conceptteksten bieden nog geen volledige duidelijkheid hoe de solidariteitsreserve binnen de WVP gevuld kan worden uit (over)rendement. Dit vormt nog een onzekere factor voor de solidariteitsreserve binnen de WVP.

### Methodes voor uitkeren uit solidariteitsreserve

De toegevoegde waarde van de solidariteitsreserve is voor een groot gedeelte afhankelijk van de wijze waarop deze wordt uitgekeerd. Vooralsnog lijkt hierin veel vrijheid te bestaan, maar in de Memorie van Toelichting wordt onder andere gesproken over intergenerationele risicodeling, demping van schommelingen in pensioenuitkomsten en het delen van niet verhandelbare risico's (zoals macro-langlevensrisico).

Hieronder analyseren we een aantal verschillende uitdeelregels die zijn samengevat in tabel 2. Een belangrijke uitkomst is dat tenminste twee van de vijf uitdeelregels die we bespreken niet voldoen aan de drie criteria die wij gesteld hebben, te weten de uitvoerbaarheid, de meerwaarde en de ... Oftewel, de meerwaarde weegt niet op tegen de extra complexiteit of er is ook een andere – directe – manier om hetzelfde doel te bereiken. Wij zien vooral meerwaarde in het delen van niet of slecht verhandelbare risico's en – in mindere mate – in het voorkomen van negatieve vermogens en het dempen van dalingen in (reële) uitkeringen.

**Tabel 2: Methodes voor uitkeren uit solidariteitsreserve**

Methoden	Wat	Voordelen	Nadelen
<b>Intergenerationele risicodeling</b>	Delen van risico's tussen generaties	Betere spreiding door langere horizon	Beperkte meerwaarde, discontinuïteitsrisico
<b>Ex-post doelsturing</b>	Uitdelen bij lage vervangingsratio	Verlaging neerwaarts risico	Erg complex in uitvoering
<b>Beperken van verlagingen in uitkeringsfase</b>	(Deels) voorkomen verlaging uitkering	Stabieler pensioen	Eenzijdig, jong betaalt voor oud. Kan mogelijk direct via beleggingsbeleid.
<b>Voorkomen van negatieve vermogens</b>	Bij opheffen leenrestrictie	Leverage toepassen beter uitvoerbaar	Beperkte impact (veelal kleine kans en kleine vermogens)
<b>Delen van niet of slecht verhandelbare risico's</b>	Delen van o.a. macro langlevens en inflatierisico	Betere beheersing van risico's mogelijk	Mogelijk subjectief

### Intergenerationele risicodeling

Een van de mogelijkheden is om de solidariteitsreserve in te zetten om risico's intergenerationeel te delen. Door risico's over generaties te spreiden, levert een betere spreiding over tijd en daarmee diversificatievoordelen op. In feite lopen deelnemers al beleggingsrisico voordat ze deelnemer worden via de al dan niet gevulde solidariteitsreserve. Hierdoor wordt hun beleggingshorizon langer. Dit kan relatief eenvoudig via de solidariteitsreserve worden ingericht door jaarlijks een vast percentage uit te keren aan alle deelnemers. Hoewel dit in theorie waarde kan toevoegen, is de verlenging van de horizon in de praktijk – en daarmee de welvaartswinst – beperkt. Bovendien is deze sterk afhankelijk van de (initiële) omvang van de reserve. Dit blijkt ook uit berekeningen van het Centraal Planbureau (CPB)<sup>2</sup>. Zodoende voldoet deze invulling niet aan het criterium van voldoende meerwaarde, gegeven de extra complexiteit van de solidariteitsreserve (zowel in uitvoering als in communicatie).

### Ex-post doelsturing

De tweede methode heeft als doel om sterk tegenvallende pensioenuitkeringen te voorkomen. Dit kan bijvoorbeeld door uit te keren als de vervangingsratio van een deelnemer onder een bepaalde grenswaarde komt. Dit wordt ook wel ex-post doelsturing genoemd. Deze methode verlaagt het neerwaarts risico en levert daarmee – zoals analyses van het CPB laten zien - een aanzienlijke welvaartsverhoging. Deze methode is echter zeer complex om uit te voeren. Hiervoor moet bijvoorbeeld de vervangingsratio worden bepaald, waar een historie van het salaris voor nodig is. Bovendien moet gecorrigeerd worden voor jaren uit? dienst en mogelijk zelfs voor andere vormen van inkomen. Dit zijn gegevens die meestal niet aanwezig zijn. Zodoende voldoet deze methodiek niet aan het criterium van uitvoerbaarheid.

### Beperken van verlagingen in uitkeringsfase

Bij deze methode wordt onttrokken uit de solidariteitsreserve om dalingen van uitkeringen te voorkomen of te verkleinen, bijvoorbeeld als gevolg van dalingen op de aandelenmarkten. Deze variant lijkt enigszins op de "ex-post doelsturing", maar is niet afhankelijk van de absolute hoogte van de uitkering en heeft daardoor als voordeel dat deze waarschijnlijk minder complexiteit toevoegt. Voor deelnemers is een daling van het pensioen vaak ongewenst, onder andere als gevolg van verliesaversie. Daarom kan deze methode waarde toevoegen. Belangrijk is wel om op te merken dat er ook alternatieve methodes zijn om hetzelfde doel te bewerkstelligen, namelijk het voorkomen van dalingen (schommelingen) in de uitkeringen. Een voorbeeld hiervan is een aanpassing van het beleggingsbeleid,

<sup>2</sup> Zie bijvoorbeeld: <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Achtergronddocument-juni2020-doorontwikkelde-contract-varianten-opties-en-resultaten.pdf>.

door bijvoorbeeld minder risico te nemen of door gebruik te maken van een optiestrategie. Ook het toepassen van spreiden van veranderingen van de uitkering, eventueel aangevuld met een afslag in het projectierendement, zorgt voor een vergelijkbaar resultaat. Er moet dus niet alleen gekeken worden of het voorkomen van verlagingen gewenst is, maar ook of het inzetten van de solidariteitsreserve – met de daarbij komende impact op de complexiteit – daarvoor dan de meest geschikte methode is.

### Voorkomen van negatieve vermogens

In deze methode wordt onttrokken uit de solidariteitsreserve als de vermogens van jongeren negatief dreigen te worden. Dit kan zich voordoen als, vanwege het opheffen van de leenrestrictie, de blootstelling naar overrendement hoger is dan 100% en het rendement fors negatief is. Wel moet worden opgemerkt dat de blootstelling al snel richting 200% moet gaan met een weinig gediversifieerde portefeuille van bijvoorbeeld vooral aandelen, wil er in de praktijk een kans op negatieve vermogens zijn. Zeker als de sterk dempende werking van premie-inleg van actieve deelnemers wordt meegenomen. De vermogens op deze leeftijden zijn vaak beperkt, waardoor ook de impact op het uiteindelijke pensioen beperkt zal zijn. Jongeren krijgen een benijdenswaardige positie met groot opwaarts potentieel, waarbij de ultieme risico's bij anderen liggen. Het is echter wel een toedeelregel die door deze te combineren met andere toedeelregels kan leiden tot meer evenwichtigheid tussen generaties. Hoewel de waarde afhankelijk is van de mate van leverage voor jongeren, kan deze in theorie wel waarde toevoegen zonder dat er grote complexiteit bij komt kijken. Bovendien is er – behalve het niet toestaan van leverage – geen andere manier om dit te bewerkstelligen.

### Delen van niet of slecht verhandelbare risico's

Indien gewenst, kan het macro-langlevensrisico – het risico op een niet ingecalculerde aanpassing van de algemene levensverwachting – worden gedeeld via de solidariteitsreserve. Daarmee wordt het mogelijk om het macro-langlevensrisico, dat slecht verhandelbaar is op de markt, te delen tussen generaties. Het macro-langlevensrisico van pensioengerechtigden kan bijvoorbeeld worden overgenomen door de actieve deelnemers die dat risico (binnen bepaalde grenzen) beter kunnen dragen, bijvoorbeeld door langer door te werken.

Een andere optie voor het delen van een slecht verhandelbaar risico is het delen van het inflatierisico. Hoewel inflatiegerelateerde beleggingen beschikbaar zijn, is het aanbod hierin beperkt. Bovendien geldt dat de ruimte voor inflatiegerelateerde obligaties binnen de portefeuille vaak beperkt is, terwijl inflatieswaps veelal een minder gunstig verwacht rendement hebben. Ten slotte is het vaak niet mogelijk om de Nederlandse inflatie af te dekken, omdat alleen instrumenten op basis van de Europese inflatie beschikbaar zijn die sterk maar niet perfect samenhangen met de Nederlandse inflatie. Ook voor inflatie geldt dat jongeren het risico veelal beter kunnen dragen dan ouderen. Een nadeel van het delen van inflatierisico is dat het mogelijk tot een zekere subjectiviteit leidt, bijvoorbeeld omdat de verwachte (break-even) inflatie, of een hogere inflatiegrens waarboven de inflatie voor ouderen gecompenseerd wordt, op verschillende manieren vastgesteld kan worden.

Beide opties voor het delen van niet of slecht verhandelbare risico's kunnen waarde toevoegen, hoeven niet heel complex te zijn en kunnen niet – even efficiënt – op een andere manier worden ingericht. Zodoende zou dit een waardevolle invulling van de solidariteitsreserve kunnen zijn. Eventueel zou dit ook gecombineerd kunnen worden met het voorkomen van verlagingen, waarbij er vanuit de solidariteitsreserve een bijdrage komt indien het reële pensioen verlaagd wordt als het gevolg van wijzigingen in overlevingstafels, onverwachte inflatie of andere niet of slecht verhandelbare risico's.

### Beleggingsbeleid

Los van de precieze techniek rondom het vullen en uitdelen van de solidariteitsreserve, is de vraag wat een goed beleggingsbeleid zou zijn voor de solidariteitsreserve. Bij de totstandkoming van het NPC is veelal gerekend alsof de solidariteitsreserve rendeert conform de collectieve beleggingsportefeuille, wat vaak neerkomt op circa 50% zakelijke waarden. Met een dergelijke invulling kent de solidariteitsreserve het nodige beleggingsrisico. Het gewenste beleggingsbeleid is echter afhankelijk van het doel:

- Bij intergenerationele risicodeling is een aanzienlijke blootstelling aan zakelijke waarden waarschijnlijk gewenst, omdat deze variant immers beoogt de beleggingshorizon van kapitaal te verlengen en als gevolg in grotere mate te profiteren van de meerwaarde van beleggingen op de lange termijn.
- Bij de andere besproken varianten van uitdelen zal de solidariteitsreserve normaal gesproken uitgekeerd worden wanneer het tegenzit op financiële markten en daardoor bijvoorbeeld de uitkering dreigt te dalen. In dit geval is het gewenst om minder risicovol te beleggen, zodat uitkeringen uit de solidariteitsreserve en negatieve beleggingsrendementen op de reserve niet te veel samenvallen.

Het gewenste beleggingsbeleid binnen de solidariteitsreserve is dus afhankelijk van hoe deze uitgekeerd wordt. Al met al denken wij dat in de meeste gevallen een lager risicoprofiel wenselijk gaat zijn, omdat wij de grootste meerwaarde zien in het verlagen van (staart)risico's.

#### Overeenkomsten met depots binnen huidig FTK

In het huidig FTK zijn er Premie- en Toeslagendepots. Het doel ervan is om de volledige opbouw te kunnen bekostigen indien de reguliere premie ontoereikend is of de toeslag aan te vullen tot 100% van de maatstaf indien dat, vanwege de reguliere wettelijke eisen, nog niet mogelijk is (lage dekkingsgraad). Vooral een Toeslagendepot vertoont overeenkomsten met de solidariteitsreserve in de zin dat onttrekking eruit veelal plaats vindt bij of na relatief ongunstige ontwikkelingen op de financiële markten. Over het algemeen is het beleggingsbeleid van een Premie- of Toeslagendepot relatief risicomijdend. Hierdoor lijkt het waarschijnlijk dat ook de solidariteitsreserve veelal risicomijdend zal worden ingericht.

### Conclusie

In dit artikel hebben we gekeken naar de werking en invulling van de solidariteitsreserve, waarbij we een aantal mogelijkheden daarvan hebben besproken. Een aantal van deze uitdeelregels hebben de potentie om meerwaarde te bieden aan de pensioenregeling, vooral door (zeer) slechte uitkomsten te verzachten. Tegelijk geldt voor de meeste uitdeelregels dat er ook alternatieven zijn die – vaak directer – een vergelijkbaar doel kunnen realiseren.

De vraag is daarmee niet of het doel wenselijk is, maar of de solidariteitsreserve daarvoor de beste invulling is. Vanwege de complexiteit die naar verwachting gemoed gaat met de solidariteitsreserve denken wij niet dat dit in alle gevallen een uitgemaakte zaak is. Het delen van niet of slecht verhandelbare risico's en, in mindere mate, het voorkomen van negatieve vermogens en dempen van dalingen in (reële) uitkeringen voldoen aan de door ons gestelde criteria. Maar ook hiervoor geldt dat er een zorgvuldige afweging gemaakt moet worden of de meerwaarde opweegt tegen de complexiteit in systemen en communicatie naar deelnemers en de impact op het governance budget van het pensioenfonds.

### Belangrijke informatie

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.

Historisch rendement vormt geen indicator voor toekomstig rendement. Toekomstige uitkomsten, waaronder uitbetalingen van inkomen, zijn niet gegarandeerd en kunnen afwijken van het historisch rendement.