



cardano

DE GROTE VOORBEREIDING

ZEVEN VALKUILEN
IN DE PENSIOENTRANSITIE

Een vervolg op De Grote Oversteek



INHOUDSOPGAVE

INTRODUCTIE	3
INLEIDING	5
ZEVEN VALKUILEN	13
1. Doos van Pandora openen	14
2. Niet voorbereiden op turbulentie	18
3. Uitbestedingspartners laat aanhaken	22
4. Liquiditeitsrisico onderschatten	26
5. Uitlegbaarheid niet toetsen	30
6. Inflatierisico verwaarlozen	36
7. Die andere transitie vergeten	42
SLOTWOORD	46



31 MEI 2038

INTRODUCTIE

INTRODUCTIE: 31 MEI 2038



Sophie



Lydia



Jacob

Het is maandag 31 mei 2038. Het is precies vijftien jaar geleden dat de grote pensioenwet werd goedgekeurd in de Eerste Kamer.

Sophie, Lydia en Jacob zitten samen aan een tafeltje tijdens de alumnibijeenkomst van het pensioenfonds Ons Pensioen. Ze zijn alle drie oud-leden van het verantwoordingsorgaan. Terwijl ze terugkijken op de turbulente reis van het pensioenfonds, praten ze over de ups en downs die ze hebben meegemaakt.

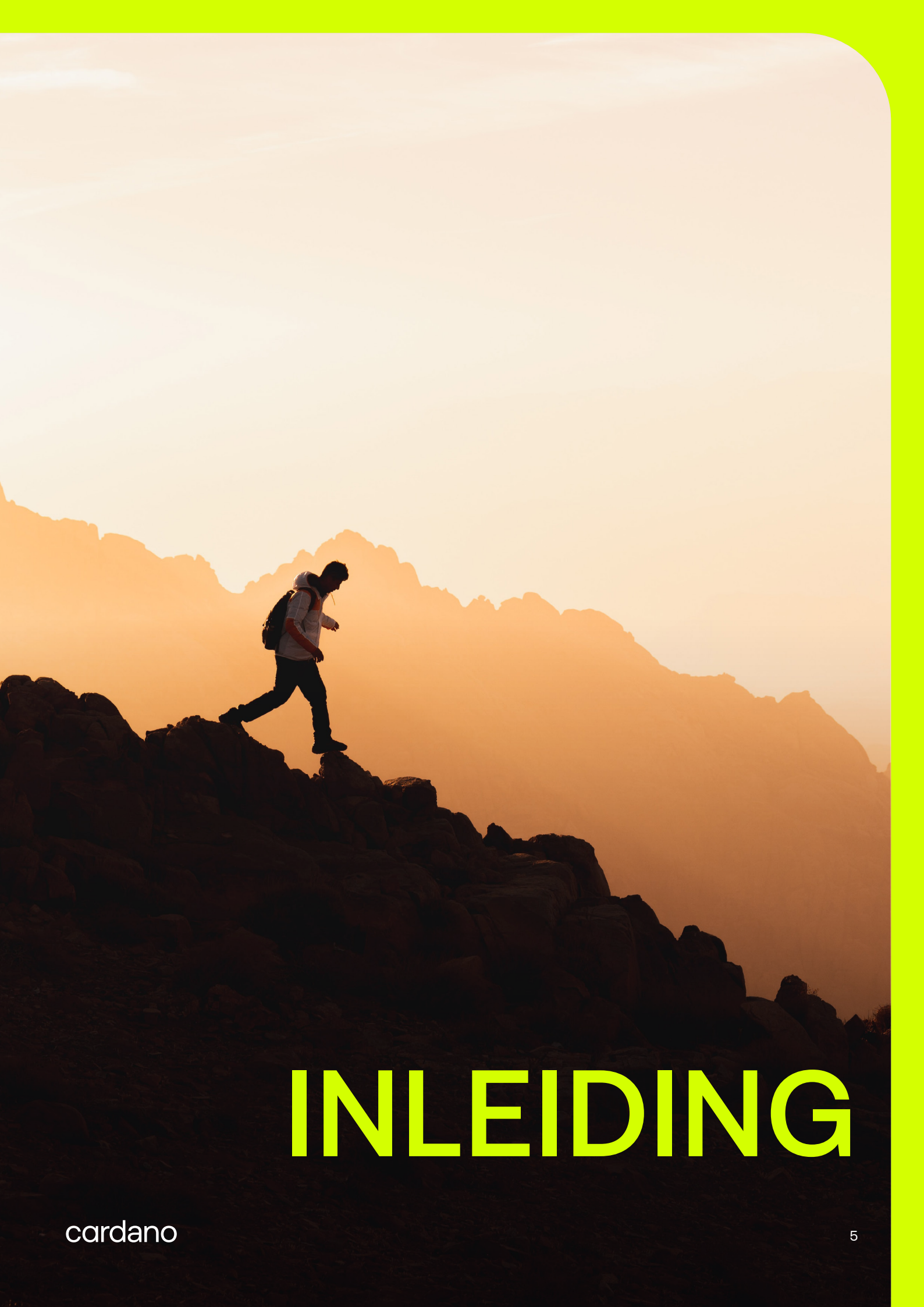
Sophie begint: “Weet je nog hoe onzeker we waren over de toekomst van ons pensioen? We kwamen in diepe dalen terecht en we twijfelden of het ooit weer goed zou komen.” Lydia knikt instemmend. “Ja, het was vervelend. Weet je nog dat de dekkingsgraad opeens kelderde, een paar maanden voor de transitie? Iedereen vroeg zich hardop af of het invaren nog wel door kon gaan.”

Sophie vult aan: “Zelf vond ik de periode vlak na het invaren het moeilijkst. Het deelnemersportaal deed het niet. Ik herinner me dat nog goed. Niemand kon inloggen. Iedereen was ongerust.”

Jacob zucht diep. “Ik ben blij dat het pensioenfonds weer op de rails staat, maar ik heb het gevoel dat ik de prijs betaal. Ik ben al jaren met pensioen en vanwege de hoge inflatie is mijn koopkracht wel behoorlijk verslechterd.” Sophie kijkt bezorgd naar Jacob. “Dat is inderdaad spijtig. Jij bent helemaal afhankelijk van je pensioen. Het is oneerlijk dat jij, na al die jaren van hard werken en bijdragen aan het fonds, niet lekker van je pensioen kunt genieten.”

Lydia staart naar buiten: “Ik vind het jammer dat ons pensioenfonds te weinig stappen heeft gezet in de transitie naar een duurzame economie. We zijn al die jaren blijkaar te veel bezig geweest met die pensioentransitie.”

Toch willen ze alle drie weer vooruitkijken: “Het vorige bestuur deed zijn best en de omstandigheden waren moeilijk. Tegelijkertijd was de risicomanagementkennis beperkt. Het bestuur maakte in 2023 en 2024 in hoog tempo belangrijke, onomkeerbare beslissingen. Het nam te weinig tijd voor kritische discussies en het aflopen van verschillende scenario's. Het nieuwe bestuur heeft dat gelukkig beter in de vingers”, sluit Sophie af.



INLEIDING



INLEIDING

**Voor je ligt De Grote Voorbereiding.
Het doel hiervan is jou als bestuurder of
directeur te helpen beslissingen te nemen
met betrekking tot de transitie naar het
nieuwe pensioenstelsel.**

Deze transitie komt er. Na vele jaren van intense discussie is de kogel door de kerk. Het is een veranderingstraject dat we met gemak kunnen vergelijken met de invoering van het nieuwe zorgstelsel of de invoering van de euro. De politieke besluitvorming is achter de rug. De bal ligt nu bij de sociale partners en bij jou.

Je hebt drie tot vier jaar. In deze periode word je geacht de nieuwe regeling, een passend beleggingsbeleid en de pensioenadministratie te implementeren. Daarnaast dien je de bestaande aanspraken in te varen, als daarvoor is gekozen.

Dat lijkt lang, maar dat is het niet. De besluitvorming gaat over vele schijven. De complexiteit is enorm. Bovendien dienen naast jouw fonds nog ongeveer 150 pensioenfondsen dezelfde route te volgen, in een sector met slechts een handjevol fiduciair managers, pensioenadministrateurs en consultants. Je hebt niet volledig grip op de planning.

Dat er veel mis kan gaan, is een understatement. De kans op problemen tijdens en na de transitie is groot. Voor het pensioenfonds, de uitbestedingspartners en de deelnemers. Tegelijkertijd krijg je niet veel tijd om fouten te herstellen.

Het nemen van goed onderbouwde, doordachte beslissingen, is belangrijker dan ooit.

SCENARIODENKEN

Deze whitepaper geeft jou handvatten om goed onderbouwde beslissingen te nemen. Je krijgt inzicht in scenariodenken. Scenariodenken zorgt ervoor dat beslissingen zijn afgestemd op een zeer complexe, onvoorspelbare en dynamische wereld. Het begint met besef van de risico's en valkuilen. Je brengt deze in een vroeg stadium in kaart. Daar kun je expliciet rekening mee houden in de regeling, het beleggingsbeleid, de administratie en het invaren.

Toepassen van scenariodenken voor beslissingen met betrekking tot de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel leidt voor deelnemers onder uiteenlopende omstandigheden tot:

- acceptabele pensioenresultaten
- uitlegbare pensioenresultaten
- vertrouwen in de uitvoering

ZEVEN VALKUILEN

We brengen met behulp van scenariodenken zeven belangrijke risico's in kaart. Het zijn grote valkuilen waar sociale partners en bestuurders in kunnen lopen. We laten deze valkuilen zien door Sophie, Lydia en Jacob uit de introductie te volgen. Zij zijn deelnemer in het pensioenfonds Ons Pensioen. Zij krijgen te maken met behoorlijke problemen en teleurstellingen, doordat sociale partners en het bestuur in deze valkuilen lopen.

SOPHIE, LYDIA EN JACOB

Sophie, Lydia en Jacob zijn naast deelnemer ook lid van het verantwoordingsorgaan. Ze zijn dus extra betrokken bij hun pensioen. Ze hebben een mooi leven, zijn gelukkig met wat ze hebben opgebouwd en kijken positief naar de toekomst. Tegelijkertijd kampen ze, net als iedereen, met tegenslagen in het leven. Een goed en betrouwbaar pensioen is voor hen daarom erg belangrijk. Het vormt een belangrijke financiële basis.





Sophie is een 30-jarige vrouw met een passie voor bloemen.

Na het afronden van de mavo en mbo in Rotterdam, is ze haar carrière gestart bij een gespecialiseerde bloemist. Sophie geniet van het werken met prachtige bloemstukken en het creëren van unieke arrangementen. Ze droomt ervan om op een dag haar eigen bloemenwinkel te openen, waar ze haar creativiteit volledig kan uiten. Sophie heeft altijd geloofd dat haar harde werk en toewijding leiden tot een stabiele financiële toekomst, inclusief haar pensioen.

SOPHIE, 30 JAAR

Heeft een passie voor
bloemen



Lydia komt oorspronkelijk uit Suriname en heeft in 1997 de heao in Amsterdam afgerond.

Als alleenstaande moeder woont ze nu in Utrecht, waar ze werkt als laborante bij een farmaceutisch bedrijf. Ze is in 1975 met haar ouders naar Nederland gekomen en heeft hier haar leven opgebouwd. Ze heeft drie kinderen en staat er in de opvoeding alleen voor. Lydia zet zich in voor haar gezin en heeft altijd gestreefd naar een stabiele toekomst, waarin het pensioenfonds Ons Pensioen een belangrijke rol speelt.

LYDIA, 50 JAAR

Werkt als laborante bij
een farmaceutisch bedrijf



Jacob is een ervaren vakman die zijn hele leven met zijn handen heeft gewerkt als meubelmaker en scheepstimmerman.

Hij geniet van de ambachtelijke aspecten van zijn werk en heeft altijd veel voldoening gehaald uit het creëren van prachtige stukken. Helaas heeft Jacob te maken met de uitdagingen van diabetes, waardoor zijn gezondheid achteruitgaat. Ondanks zijn gezondheidsproblemen blijft hij optimistisch, sport hij extra veel en hoopt hij te kunnen genieten van een welverdiend pensioen, waarin het pensioenfonds een belangrijke rol speelt bij het bieden van financiële zekerheid.

JACOB, 68 JAAR

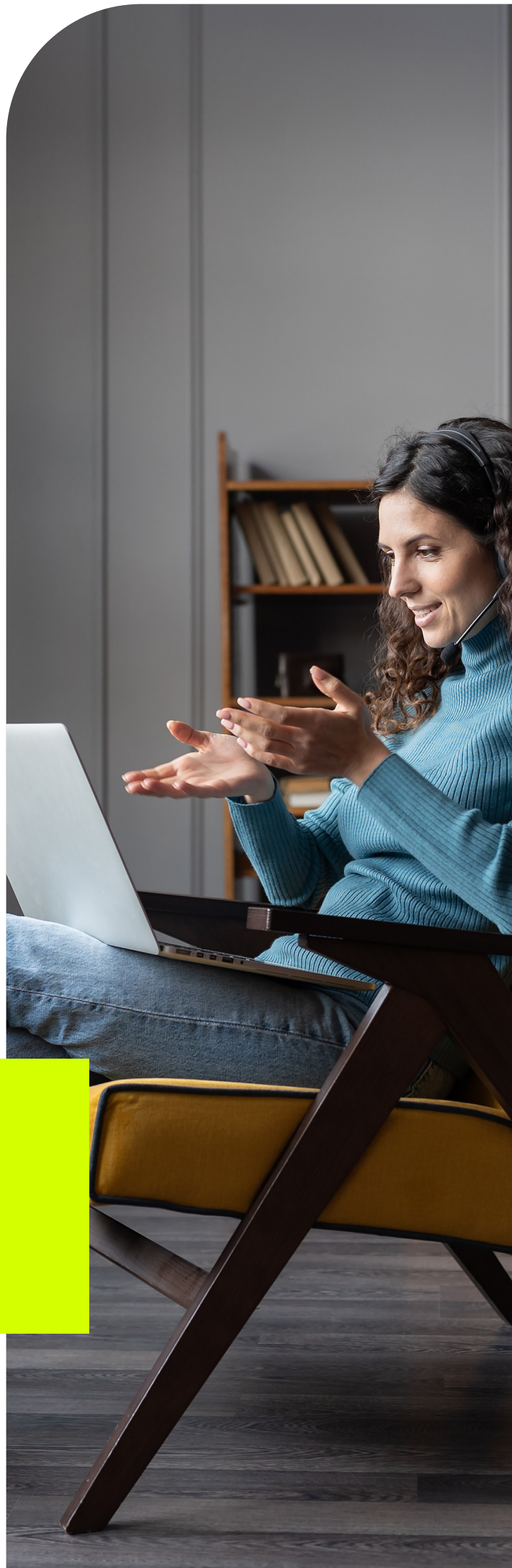
Is een ervaren vakman
als meubelmaker en
scheepstimmerman

PENSIOENFONDS ONS PENSIOEN

Lange tijd waren de sociale partners van Ons Pensioen afwachtend met de pensioentransitie. Voor hen is pensioen één van vele arbeidsvoorwaarden. In 2022 was er vooral veel en heftige discussie over de verhoging van cao-lonen als compensatie voor de zeer hoge inflatie. Het nieuwe pensioenstelsel was even niet 'top of mind'. Men wilde afwachten of de pensioenwet er in 'Den Haag' überhaupt doorheen zou komen. Inmiddels is de wet er en zitten de sociale partners in een andere versnelling. Ze bijten zich vast in de materie en willen vaart maken.

De sociale partners en het bestuur van Ons Pensioen weten elkaar goed te vinden op de inhoudelijke thema's. Zij kijken positief terug op een aantal nuttige kennissessies. Daarbij waren alle fondsorganen aangesloten: de sociale partners, het bestuur, de raad van toezicht en het verantwoordingsorgaan. Elk fondsorgaan speelt een eigen rol bij de transitie, maar het is prettig om een gezamenlijke basis te hebben. Het projectplan is opgesteld en iedereen is uit de startblokken.

***Ze bijten zich vast
in de materie en
willen vaart maken.***



HUN PERSPECTIEF

Je leest in elk hoofdstuk hoe Sophie, Lydia en Jacob een specifiek onderdeel van de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel en de nieuwe regeling ervaren. Ook lees je met welke valkuil het bestuur daardoor wordt geconfronteerd. Het begint in 2024 en eindigt in 2036. De tijdsbalk hieronder geeft een overzicht.



Hoofdstuk 1 en 2 spelen zich af in de jaren vóór het transitiemoment. Sophie, Lydia en Jacob krijgen informatie over het invaren (het meeverhuizen van het opgebouwde pensioenvermogen naar het nieuwe stelsel) en de manier waarop de collectieve pot wordt verdeeld. Op de vooravond van de transitie breekt er turbulentie uit in de financiële markten. Kan Ons Pensioen nog wel invaren?

Op 1 januari 2026 maakt Ons Pensioen de oversteek naar de nieuwe pensioenregeling.

Hoofdstuk 3 en 4 spelen zich af in de periode na het invaren. Sophie, Lydia en Jacob ervaren de uitvoering van de nieuwe regeling. Wat zien ze als ze inloggen in het nieuwe pensioenportaal? En ontvangt Jacob nog gewoon pensioen op zijn bankrekening?

Hoofdstuk 5 en 6 beschrijven hoe Sophie, Lydia en Jacob de nieuwe pensioenregeling beleven in de eerste tien jaren, tussen 2026 en 2036. Sophie en Lydia ervaren hoe hun pensioenpot reageert op de financiële markten. En Jacob merkt de schommelingen in zijn pensioeninkomen en koopkracht.

In **hoofdstuk 7**, tot slot, blijkt dat Ons Pensioen door alle perikelen met het nieuwe stelsel nodeloos achterloopt op het gebied van duurzaam beleggen.





ZEVEN

VALKUILEN

cardano

HOOFDSTUK 1

DOOS VAN PANDORA OPENEN

NOVEMBER 2023

Het verantwoordingsorgaan van Ons Pensioen komt vandaag bijeen. Het onderwerp van de vergadering is een eerlijke verdeling bij het invaren. Jacob, Lydia en Sophie zijn er ook bij aanwezig.

De vergadering begint in goede sfeer, maar dat blijft niet zo. De gepensioneerden hameren erop dat de premiedekkingsgraad al sinds 2015 onder de 100% ligt en dat het bestuur dit moet meenemen in de verdeling. Lydia en Sophie brengen hier tegenin dat in de jaren vóór 2015 de premiedekkingsgraad juist hoger lag dan 100%. Zij hebben uitgezocht dat de huidige gepensioneerden in de jaren 90 een heel lage pensioenpremie hebben betaald, omdat er toen geen rekening is gehouden met de gestegen levensverwachting.



Sophie, 30 jaar



Lydia, 50 jaar



Jacob, 68 jaar

Jacob brengt een nieuw punt in: er is al ruim tien jaar nauwelijks geïndexeerd. Dat komt wat hem betreft door de lage rekenrente. Hij is van mening dat hij te hard is geraakt, harder dan anderen. Sophie twijfelt hierover. Zij is nu 30 jaar en moet nog tientallen jaren pensioen opbouwen met het vooruitzicht van een rente die lager is dan de inflatie.

Jacob komt met een nieuw punt. Hij heeft een krantenartikel meegenomen over een 'greep in de kas' bij een groot pensioenfonds in de jaren 80. Vooral Lydia is niet onder de indruk. Zij heeft jarenlang VUT-premie betaald. Ze zal daar zelf nooit van profiteren.

Lydia heeft nog vijf andere punten die ze wil inbrengen en Jacob heeft er nog drie. Dan grijpt de voorzitter in: "Lieve mensen, het lijkt erop dat de doos van Pandora is opengemaakt. Hoe komen we hier in vredesnaam uit?"



DE VALKUIL

Ons Pensioen is afgelopen decennia, net als alle andere pensioenfondsen, financieel door *booms* en *busts* gegaan. Het is ook geconfronteerd met vele wetswijzigingen. Gedurende die periode heeft het bestuur beslissingen genomen ten behoeve van het nakomen van de pensioenaanspraken van Sophie, Lydia en Jacob.

Het heeft daarbij altijd geprobeerd de belangen evenwichtig te behartigen. Dat bleek soms erg ingewikkeld. Jong en

oud in één pensioenfonds hebben verschillende belangen. Individuele bestuursbeslissingen passen zelden bij de belangen van alle generaties. Denk aan indexatie, die relatief meer in het belang is van Jacob. Of denk aan de premiedekkingsgraad. Jacob is gebaat bij een hoge premiedekkingsgraad, terwijl Sophie en Lydia juist profiteren van een lage. Sophie, Lydia en Jacob vinden alle drie in ieder geval dat ze de afgelopen jaren meer nadeel van deze beslissingen hebben ondervonden dan anderen.

Met terugwerkende kracht alsnog bepaalde beslissingen uit het verleden evalueren en de negatieve effecten voor een bepaalde generatie repareren, is extreem complex. Ondoenlijk. De valkuil voor een bestuur is om hierin wel mee te gaan. Het opent een doos van Pandora, die het niet meer dicht krijgt.

BESLISSINGEN UIT HET VERLEDEN

Pensioenfondsen hebben vele beslissingen genomen waar specifieke deelnemersgroepen mogelijk nadeel of juist voordeel van hebben ondervonden. Hieronder staan er vier.

Lage premiedekkingsgraad

De verhouding tussen de daadwerkelijk betaalde pensioenpremie en de marktwaarde van de nieuw toegekende nominale pensioenaanspraak (volgens de pensioenregeling) was bij veel pensioenfondsen lager dan 100%. Dat is in het voordeel van werkenden en in het nadeel van gepensioneerden. Na elke premiebetaling daalt de dekking (licht) doordat er minder premie is geïncasseerd dan nodig voor het financieren van de toename van pensioenaanspraken. Dat is onder meer ten koste gegaan van eventuele indexatie.

Gestegen levensverwachting

De levensverwachting is sneller gestegen dan verwacht en waarop is geanticipeerd in de sterftetafels die pensioenfondsen in het verleden gebruikten. Overlevingstafels in de jaren '90 hielden überhaupt geen rekening met een stijgende levensverwachting. Tot 2007 werden pensioenpremies vastgesteld onder de aanname dat de levensverwachting gelijk zou blijven. Ouderen en gepensioneerden hebben daardoor in het verleden relatief weinig premie betaald voor relatief veel pensioenjaren.

Gedaalde rente

De rentedaling was tot 2022 enorm. Dekkingsgraden zijn daardoor hard gedaald. Dat is voor een relatief groot deel het gevolg van de pensioenaanspraken van jongeren. Deze pensioenaanspraken hebben lange looptijden en zijn daardoor extreem rentegevoelig. Zonder deze aanspraken zouden dekkinggraden minder zijn gedaald. De gevolgen daarvan kwamen op het bord van gepensioneerden. Zij hebben indexatie gemist en wellicht zelfs een korting gekregen.

Ultimate forward rate (UFR) en uitstel korting

Tegelijkertijd heeft de regelgever pensioenkortingen vaak weten uit te stellen of te vermijden. Door bijvoorbeeld de rekenrente kunstmatig te verhogen via de invoering van de Ultimate Forward Rate (UFR). Ook is de hersteltermijn voor een dekkingstekort in het FTK steeds opgerekt, naar vijf jaar. Ten slotte is bepaald dat een korting pas nodig is bij een dekkinggraad van 90% of lager. Al deze maatregelen waren in het voordeel van ouderen.

***Voor de één
een voordeel,
voor de ander
een nadeel.***

REPAREREN? HOE DAN?

De wil om te repareren is één, kunnen repareren is twee.
Het roept veel nieuwe vragen op.

- Welke beslissingen neemt het bestuur mee?
Welke beslissingen zijn met terugwerkende kracht niet evenwichtig? Op grond waarvan?
- Welke periode neemt het bestuur in ogenschouw?
- Houdt het bestuur bij reparatie ook rekening met de vooruitzichten voor jongeren? Zo ja, welke, zo nee, waarom niet?
- Welke formules hanteert het bestuur voor de berekening?

Deze vragen kan een bestuur niet eenduidig beantwoorden. Elk antwoord is bij voorbaat subjectief en vatbaar voor discussies en conflicten. Er is het risico op *cherry picking*: selectief kijken naar een tijdsperiode of naar effecten waarvan het repareren in het voordeel is van een specifieke groep. Bovendien kan de reparatie over vele dekkingsgraadpunten gaan. En dat terwijl er door wetgeving wel een grens is gesteld aan de ruimte die er is om zaken uit het verleden te repareren.



ONS ADVIES

We adviseren het verleden te laten rusten. Een reparatietraject is niet in het belang van deelnemers.

- Het is een zeer complex traject, waar het bestuur waarschijnlijk niet uitkomt maar dat de transitie wel enorm kan vertragen en kan laten mislukken.
- Het kan leiden tot grote conflicten, binnen het bestuur en tussen de deelnemers. Dat vergroot de kans op vertraging en mislukking.



HOOFDSTUK 2

NIET VOORBEREIDEN OP TURBULENTIE

AUGUSTUS 2025

Het invaren bij Ons Pensioen dreigt te mislukken. Er staat zelfs een nieuwsbericht in een landelijke krant. Wat is er gebeurd?

De economie is in een recessie terechtgekomen. Er heerst onzekerheid in financiële markten over de impact op bedrijven en banken. Aandelenkoersen maken een duikeling en de rente daalt weer. De dekkingsgraad van Ons Pensioen is gedaald naar 98%. En dat terwijl er op 1 januari 2026 wordt ingevaren.

De gedaalde dekkingsgraad is een probleem. Het bestuur kan deelnemers niet meer compenseren voor het afschaffen van de doorsneepremie. Er is namelijk geen buffer meer.

In het transitieplan staat dat sponsors van Ons Pensioen eventueel een financiële bijdrage leveren voor compensatie. Het transitieplan stelt ook dat dit geen automatisme is. Hierover moet opnieuw worden gesproken met sociale partners.

Het transitieplan komt met spoed terug op tafel bij de sociale partners. Zij reageren verrast. Dat invaren was toch allemaal al lang in kunnen en kruiken? Hoe heeft het bestuur van het pensioenfonds dit kunnen laten gebeuren?

***Het invaren bij
Ons Pensioen
dreigt vast te
lopen.***

Intussen zijn de sponsors van Ons Pensioen niet gespaard gebleven voor de economische malaise. Op de agenda van de cao-tafels staan reorganisaties met mogelijk gedwongen ontslagen. De vakbonden willen daar niets van weten.



DE VALKUIL

Ons Pensioen is in een vervelende situatie gekomen. Het kan een cruciale afspraak niet nakomen. Het moet nu terug naar de sociale partners. En dat vlak voor de transitie. Een nachtmerriescenario.

Het bestuur heeft onvoldoende rekening gehouden met dit scenario. Tijdens het opstellen van het transitieplan was de dekkinggraad nog ruim voldoende en leek dit scenario onrealistisch. Het heeft geen maatregelen afgesproken voor het geval dit zich toch zou voordoen.

De valkuil voor een bestuur is een transitieplan ontwikkelen zonder beleid en maatregelen om worstcasescenario's aan te kunnen, om bijvoorbeeld snelheid te maken.

DRIE INSTRUMENTEN OM RISICO'S IN KAART TE BRENGEN

Om de transitie niet in gevaar te brengen, is het in kaart brengen en beheersen van de (extreme) risico's van groot belang. Dat maakt het transitieplan compleet. Hoe breng je deze als bestuurder in kaart? We gaan hier in op drie effectieve, met elkaar samenhangende instrumenten: scenariodenken, pre-mortem en advocaat van de duivel.



Scenariodenken

Scenariodenken is het proces waarbij je extreme maar plausibele scenario's uitwerkt. Het is een creatief en intellectueel proces, waarbij je met een grote diversiteit aan mensen, met verschillende achtergronden, expertises en visies, op zoek gaat naar wat er kan gebeuren. Het gaat hierbij om deterministische scenario's, waarbij de kans dat ze zich voordoen er niet toe doet en waarvan de kans ook niet te berekenen is. Scenario's dienen uiteenlopend en verhalend te zijn.

Pre-mortem

Een pre-mortem doe je zodra een besluit of plan is uitgewerkt en klaar is om afgehamerd te worden. Voor de finale besluitvorming creëer je een fictief verhaal over hoe het voorgenomen besluit over een aantal jaar op een ramp is uitgelopen – het mortem. Vervolgens bedenk je met elkaar scenario's die tot dat resultaat hebben geleid. En je verzint maatregelen.

Je draait op deze manier oorzaak en gevolg om.

Het menselijk brein haalt zo 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 en te verbeteren.

Advocaat van de duivel

Unanimiteit, eensgezindheid en consensus zijn vaak slechte signalen. De vraag is of alles dan goed is doordacht. 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.

DEKKINGSGRAAD BESCHERMEN

Wat kun je als bestuurder doen om een situatie als waar Ons Pensioen in terecht is gekomen te voorkomen? Je kunt op voorhand vastleggen dat gevolgen van bepaalde scenario's acceptabel zijn. In dat geval leg je bijvoorbeeld vast dat een korting op het invaarmoment acceptabel is.

Je kunt er ook voor kiezen de dekkingsgraad te beschermen tegen een korting, omdat je het als bestuur juist niet acceptabel vindt. Dat bereik je met een beleggingsstrategie die volledig is afgestemd op het nakomen van de nominale pensioenverplichtingen. Hiervoor maak je doorgaans gebruik van derivaten zoals renteswaps, swaptions en aandelenopties. Eventueel verlaag je ook de allocatie naar zakelijke waarden.

Tijdelijke bescherming van de dekkingsgraad heeft voordelen en nadelen. Het belangrijkste voordeel is de beheerste overgang naar het nieuwe stelsel. De kans dat de dekkingsgraad onder een kritische grens komt, is klein geworden. Dat biedt rust. Het belangrijkste nadeel is dat het niet in het belang is van jonge deelnemers. Bij jonge deelnemers past in principe een offensiever beleggingsprofiel. Door de bescherming beperk je voor hen de mogelijkheid extra rendement te genereren.



ONS ADVIES

De tijd tussen het finale transitieplan en het invaarmoment is aanzienlijk, al snel één tot twee jaar. Dat brengt onzekerheden met zich mee. Zorg daarom voor een adequate risicoanalyse. Maak gebruik van scenariodenken, een pre-mortem en een advocaat van de duivel en ontwikkel zo een compleet transitieplan.

HOOFDSTUK 3

UITBESTEDINGS- PARTNERS LAAT AANHAKEN



Lydia, 53 jaar

JANUARI 2026

Aan de lunchtafel vertelt een collega van Lydia dat er iets mis is met het nieuwe pensioen. Lydia wordt nieuwsgierig. Ze logt direct in op haar persoonlijke mijn-omgeving van het pensioenportaal. Er verschijnt een foutmelding. Het pensioenportaal is niet bereikbaar.

Lydia belt de klantenservice van Ons Pensioen. Er klinkt een geluidsbandje: er zijn 18 bellers voor haar in de wachtrij. Blijkbaar is er ook bij andere collega's onrust ontstaan. Lydia heeft geen zin om te wachten. Ze hangt op.

Lydia kent iemand uit het bestuur van het pensioenfonds. Die weet haar te vertellen dat de mijn-omgeving van de nieuwe regeling het voorlopig niet doet.

Ze begint zich zorgen te maken. Heeft het pensioenfonds het wel onder controle? Hoeveel geld zou er in haar nieuwe persoonlijke pensioenpotje zitten? Ze zijn haar

pensioenopbouw toch niet kwijtgeraakt bij de transitie naar de nieuwe regeling?

Lydia krijgt ook te horen dat de implementatie van de nieuwe regeling niet goed is gegaan. Het blijkt dat de pensioenadministrateur beslissingen die sociale partners recent hebben genomen over de regeling, niet goed heeft begrepen. De administrateur bestempelde de implementatie hiervan medio 2025 alsnog als maatwerk. Het betekent dat de uitvoering duurer wordt en dat de gehele transitie minimaal zes maanden langer duurt.

Daarmee had het bestuur opeens een groot probleem. Want op de valreep nog overstappen naar een andere administrateur was geen optie meer. Wat waren de opties dan wel? Weer terug naar de tekentafel en keuzes maken die aansluiten bij de standaard van de administrateur? Of een maatwerkoplossing implementeren en daarbij accepteren dat de uitvoering duurer wordt en langer duurt?



Het bestuur informeerde de sociale partners. Die reageerden emotioneel. “Duwt de pensioenadministrateur ons nu in een keurslijf? Wij als sociale partners zijn toch degene die beslissen hoe de nieuwe premieregeling eruit komt te zien? Dit is de omgekeerde wereld!”

Uiteindelijk onderhandelde Ons Pensioen met de administrateur en is gekozen voor een middenweg. De administrateur kwam deels over de brug. Die wist een aantal aanpassingen nog snel in te regelen, maar wel met zogeheten ‘workarounds’. Een van de gevolgen is dat het deelnemersportaal voorlopig niet goed functioneert.

DE VALKUIL

De administrateur heeft te laat belangrijke onderdelen van de nieuwe regeling doorgekregen. Hierdoor loopt de implementatie van de nieuwe pensioenregeling vast. De oorzaak is onvoldoende borging van de operationele haalbaarheid van keuzes die sociale partners maken.

De valkuil voor een bestuur en sociale partners is uitbestedingspartijen te laat betrekken in de gehele pensioendiscussie. Daardoor is de kans op onuitvoerbare plannen (te) groot. De oorzaak hiervan is dat men de ontwikkeling van regeling en beleid en de implementatie daarvan vaak als losse onderdelen ziet.

BESLISSEN OVER REGELING, BELEID EN IMPLEMENTATIE

Het zijn de pensioenadministrateur, de beleggingsadministrateur/custodian, de fiduciair manager en de LDI-manager die gezamenlijk de uitvoering van de regeling en het beleid verzorgen. Het proces dat hieraan ten grondslag ligt, bestaat op hoofdlijnen uit vier onderdelen.

1. Regeling en beleid bepalen

- De sociale partners stellen het pensioenreglement vast.
- Het bestuur stelt de operationele invulling vast. Denk hierbij aan de wijze waarop de uitkeringsfase wordt ingericht en hoe beschermingsrendement wordt toebedeeld.
- Het bestuur stelt beleid vast. Dat betreft onder meer het beleggingsbeleid, op basis van de risicohouding van deelnemers.

2. Operationeel model bepalen

Het bestuur bepaalt hoe uitbestedingspartijen samen de totale uitvoering verzorgen. Het gaat hier om een effectieve en efficiënte verdeling van taken en de uitwisseling van data.

3. Uitbestedingspartijen kiezen en afspraken maken

Het bestuur legt alle afspraken vast met gekozen uitbestedingspartijen. Met name de informatie-uitwisseling is belangrijk. Welke informatie wordt gedeeld met welke partijen met welke frequenties, welke deadlines zijn er en welk dataformat is afgesproken?

4. Implementatie

Als men de bovenvermelde stappen heeft gezet, kan worden begonnen met de implementatie.

TOETSING OP HAALBARE IMPLEMENTATIE AAN HET BEGIN

In het verleden werd de mate waarin een regeling en beleid goed zijn te implementeren, niet van tevoren getoetst. Zo was het contact tussen sociale partners en uitbestedingspartners in veel gevallen afwezig. Dat liep via het pensioenfonds. Het heeft onder meer geleid tot een complex en duur administratielandschap. Met een scala aan problemen in de pensioenadministratie, zoals gebrekkige (handmatige) administratie van delen van regelingen met hoge kans op fouten, hoge kosten en een laag aanpassingsvermogen.

Om te borgen dat alle uitbestedingspartners de regeling en het beleid efficiënt en correct kunnen implementeren, is het van belang de haalbaarheid ervan in een heel vroeg stadium te toetsen bij de uitbestedingspartners.



MULTI-PARTITE SERVICELEVEL AGREEMENT

In het nieuwe stelsel is ook een intensieve samenwerking tussen de uitbestedingspartijen essentieel. Er vindt zeer regelmatig data-uitwisseling plaats. De gevolgen van fouten of vertragingen zijn potentieel groot. Dat houdt vooral verband met de periodieke bijschrijving van rendement op het pensioenvermogen van deelnemers, op vaste dagen, gebaseerd op werkelijk gerealiseerd rendement. Alle partijen hebben relevante data en leveren deze op een vast moment aan. Een kink in de kabel betekent fouten en/of vertraging.

Het vraagt niet alleen om in een vroeg stadium al met uitbestedingspartners om de tafel te gaan. Het vereist ook intensief overleg tussen de uitbestedingspartners. Bovendien vraagt het om een multi-partite servicelevel agreement (multi-SLA) met uitbestedingspartijen. Hierin committeren alle partijen zich in samenhang aan hun verplichtingen.

STANDAARDISERING

Is het probleem van Ons Pensioen realistisch? Absoluut. Waar voorheen een pensioenadministrateur zich genooddaakt voelde nieuwe verzoeken op maatwerk te implementeren, zegt deze vanwege de transitie steeds vaker 'nee' tegen een bestuur. Een administrateur kiest voor zoveel mogelijk standaardisering van de dienstverlening. Naarmate de implementatie en IT-trajecten vertraging oplopen, en de wettelijke deadline voor het invaren dichterbij komt, komt er bovendien steeds minder capaciteit vrij om maatwerkoplossingen aan te bieden.

Was dit te voorkomen? Jazeker. Door in een vroeger stadium de uitbestedingspartijen mee te nemen in de mogelijke beleidskeuzes en de keuzes mede te laten afhangen van de mogelijkheden bij de uitbestedingspartners.

ONS ADVIES

Wij adviseren het harde onderscheid tussen enerzijds beleidsvorming (inclusief de regeling) en anderzijds implementatie los te laten in de samenwerking met partners. Dat onderscheid wordt om governance-redenen vaak strak gehanteerd. Het idee is dat samenwerken met partners in zowel beleidsontwikkeling als implementatie leidt tot *conflicts of interest*. Het staat echter haalbare implementatie in de weg. Het risico op onuitvoerbare plannen wordt (te) groot. Wij adviseren uitbestedingspartners vanaf dag één te betrekken in de plannen.

HOOFDSTUK 4

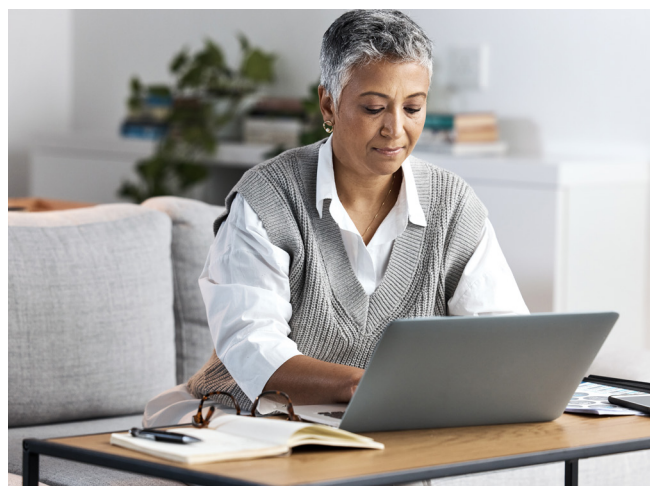
LIQUIDITEITSRISICO ONDERSCHATTEN



Lydia, 54 jaar

MEI 2027

Lydia ontvangt een e-mail van Ons Pensioen. Het is een ingewikkeld verhaal. Er is blijkbaar iets misgegaan met de beleggingen. Het pensioenfonds vermeldt dat het pensioenfonds een tik op de vingers heeft gekregen van de toezichthouder. De allocatie naar bepaalde zakelijke waarden is al tijden te groot.



In de e-mail leest Lydia dat ze vrijwillig bijspaat in een flexibele premieregeling. Ze heeft blijkbaar een beleggingsprofiel waarbij ze voor maximaal 15% belegt in direct vastgoed en voor maximaal 10% in hypotheek. Om diverse redenen belegt ze in de flexibele regeling nu voor 23% in vastgoed en 12% in hypotheek. Dat komt doordat aandelen en obligaties minder waard zijn geworden, terwijl vastgoed en hypotheek al tijden goed renderen.

Het beleid schrijft voor dat het bestuur in dat geval haar belegging in direct vastgoed en hypotheek moet verlagen. Daar is het bestuur nog niet in geslaagd. Het probeert kopers te vinden. Er zijn wel gegadigden, maar het traject duurt langer dan gedacht. Bovendien wil het niet onder druk verkopen want dat komt de prijs nooit ten goede.

Lydia haalt haar schouders op. Voor haar is het pensioen nog ver weg. Ze vindt het wel vreemd. Ze vraagt zich af of het fonds alles wel onder controle heeft.



DE VALKUIL

Ons Pensioen heeft een illiquide beleggingsportefeuille opgebouwd. Het hoopt daarmee extra rendement te genereren en tegelijkertijd meer te diversifiëren in de beleggingsportefeuille. Het probleem is nu dat het over de grenzen heen gaat van het beleid. De allocatie wordt te groot en moet worden afgebouwd. Gegeven de aard van de beleggingen is dat niet zo makkelijk en wellicht niet wenselijk gezien de kosten daarvan. Het bestuur heeft zich in een lastige situatie gemanoeuvreed.

Illiquide beleggingen vragen om veel expertise en hebben diverse valkuilen waar je als bestuur in kunt lopen. Een van die valkuilen is het gebrek aan de stuurbaarheid ervan, met name in premieregelingen, te overschatten. Tegelijkertijd is het een valkuil om geen illiquide beleggingen op te nemen in de beleggingsportefeuille, gezien de voordelen die ze bieden.

LIQUIDITEITSRISICO NEMEN

Investeren in illiquide beleggingscategorieën is populair. Denk aan direct vastgoed, private equity, hypotheek, sociale woningbouw-leningen en infrastructuur. Het levert naar verwachting extra rendement op ten opzichte van vergelijkbare liquide beleggingen. Dat is de premie voor het nemen van liquiditeitsrisico. Het biedt ook diversificatievoordelen.

Ook in het nieuwe pensioenstelsel blijven deze beleggingen aantrekkelijk. Pensioenpremies worden nog steeds belegd voor de lange termijn. Bovendien hebben pensioenfondsen de schaal om de relatief hoge kosten die ermee gepaard gaan, te dragen.

Zoals uit de case van Ons Pensioen blijkt, kun je illiquide beleggingen moeilijk sturen. Dat is de aard van het beestje. Investeren in illiquide beleggingscategorieën vraagt daarom vooraf om een specifieke risicoanalyse. Je wilt in kaart krijgen in hoeverre illiquide beleggingen een te grote allocatie kunnen vormen van de totale beleggingsportefeuille, waardoor de deelnemers meer risico gaan lopen dan bij ze past.

ILLIQUIDE BELEGGINGEN IN NIEUWE CONTRACTEN

Voor de flexibele regeling vraagt extra aandacht bij illiquide beleggingen. Binnen de bandbreedtes blijven is een must, het zijn immers individuele potjes waar je als pensioenfonds over waakt. Deze krijgen elke maand werkelijk behaald rendement bijgeschreven, hetgeen moeilijk met terugwerkende kracht is te corrigeren.

Het risico om buiten het afgesproken beleid te komen is groter. Dat heeft onder meer te maken met de keuzevrijheid van deelnemers.

In veel gevallen kunnen zij hun risicoprofiel kiezen.

Bijvoorbeeld defensief, neutraal, offensief. Zij kunnen deze tussentijds ook aanpassen. Het kan dan voorkomen dat een grote groep deelnemers plotseling beleggingsrisico wil afbouwen, bijvoorbeeld in reactie op paniek in financiële markten. Dat betekent in korte tijd de allocatie naar zakelijke waarden afbouwen en naar vastrentende waarden opbouwen. Dat gaat dan automatisch (te veel) ten koste van de liquide zakelijke waarden.

Deelnemers kunnen in flexibele regelingen ook kiezen hoeveel risico ze willen lopen in de uitkeringsfase en welke partij het uitkeert. In veel gevallen hebben deelnemers 'shoprecht'. Ze kunnen de pensioenuitkering onderbrengen bij een verzekeraar. Voor deelnemers die hiervoor kiezen, moet het pensioenfonds geld vrijmaken voor de waardeoverdracht. Dat gaat door verkoop van liquide beleggingen. Als in korte tijd een groot groep deelnemers met veel pensioenkapitaal vertrekt, leidt ook dat mogelijk tot een te grote allocatie naar illiquide beleggingen.

In de solidaire regeling is geen sprake van een individuele lifecycle per deelnemer. Deelnemers hebben ook minder keuzes. Toch wordt ook in de solidaire regeling de stuurbaarheid van illiquide beleggingen belangrijker ten opzichte van de huidige situatie in het FTK. Beleggingsresultaten werken directer door in de pensioenuitkomsten van deelnemers. Adequate afstemming van beleggingsbeleid op het (impliciete) risicoprofiel van deelnemers is belangrijk.

OVERKOEPELENDE PORTEFEUILLES

Pensioenfondsen kunnen illiquide beleggingen op een effectieve manier opnemen in de asset-allocatie en het probleem met bandbreedtes oplossen. Het kan illiquide beleggingen tezamen met vergelijkbare liquide beleggingen opnemen in een overkoepelende portefeuille. In de lifecycle maakt het dan een allocatie naar deze overkoepelende portefeuilles en niet meer naar de individuele – liquide en illiquide – beleggingen. Vervolgens zorg je voor ruime asset-allocatiebandbreedtes, zowel tussen de overkoepelende portefeuilles als binnen deze portefeuilles.

Voorbeelden van overkoepelende portefeuilles.

- **Een rendementsportefeuille.** Hierin combineer je publieke aandelen met bijvoorbeeld private equity en (direct) vastgoed.
- **Een inkomstenportefeuille.** Hierin combineer je bedrijfsobligaties met bijvoorbeeld hypotheekleningen.
- **Een beschermingsportefeuille.** Hierin combineer je geldmarktfondsen, staatsobligaties en rentederivaten met bijvoorbeeld (minder liquide) sociale woningbouwleningen en private debt.



ONS ADVIES

We raden pensioenfondsen aan om de mogelijkheden voor illiquide beleggingen optimaal te benutten ten behoeve van een beter pensioenresultaat voor de deelnemer op de lange termijn. Doe dit zowel binnen de solidaire als de flexibele premieregeling. Met name bij de flexibele premieregeling vraagt dit extra aandacht. De sleutel tot succes is het werken met overkoepelende portefeuilles waarin je liquide en illiquide beleggingen met elkaar combineert.

HOOFDSTUK 5

UITLEGBAARHEID NIET TOETSEN

OKTOBER 2027

Sophie en Jacob wonen een vergadering van het verantwoordingsorgaan bij. Eindelijk. Er is veel slecht nieuws over de aandelenmarkt. De koersen zijn gedaald met zo'n 40%. De rente is ook gedaald. Deze staat 1 procentpunt lager dan een jaar eerder. Sophie en Jacob willen er graag meer over horen.

Sophie is inmiddels 'slaper' geworden bij Ons Pensioen. Ze is in 2026 voor zichzelf begonnen als zzp'er. Ze legt dus geen nieuwe premie meer in. Ze laat haar oude pensioenopbouw wel staan bij Ons Pensioen.

Voordat de vergadering begint, leggen Sophie en Jacob alvast hun uniforme pensioenoverzicht naast elkaar. Sophie schrikt. Haar pensioenvermogen is in een jaar gedaald van €10.000 naar €5.000, oftewel met 50%. Ze begrijpt dat niet. Financiële markten hebben het toch niet zó slecht gedaan? Sophie kijkt daarna naar

haar verwacht netto pensioen per maand. Dat was vóór de crisis €100 per maand. Nu is dat €35 per maand. Ze begrijpt er niets van.



Sophie, 34 jaar

VOOR DE SCHOK

€100 verwacht
netto per maand



NA DE SCHOK

€35 verwacht
netto per maand

Uw opgebouwde
kapitaal: €10.000



Uw opgebouwde
kapitaal: €5.000

Jacob is vooral verbaasd. Zijn pensioenvermogen is afgelopen jaar gelijk gebleven. Het is nog steeds €100.000? Zijn verwacht netto pensioen per maand is wel gedaald. Dat was €500 en is gedaald naar €460.



Jacob, 72 jaar

VOOR DE SCHOK

€500 verwacht
netto per maand



NA DE SCHOK

€460 verwacht
netto per maand

Uw opgebouwde
kapitaal: **€100.000**



Uw opgebouwde
kapitaal: **€100.000**

De vergadering begint en Sophie begint er direct over. “Hoe kan het dat mijn verwacht netto pensioen zo hard is gedaald terwijl dat van Jacob bijna niet is gedaald?”, vraagt ze. “En waarom is Jacobs persoonlijke vermogen hetzelfde gebleven, terwijl dat van mij door de helft is gegaan is? Is dat nu solidariteit?”

Na de uitleg van de aanwezige actuaire, duizelt het Sophie en iedereen in de zaal. Langzaam wordt het gevloek luider. Er ontstaat een behoorlijke discussie, zelfs een schreeuwpartij richting het bestuur en de actuaire. “Als we dit hadden geweten, dan had het bestuur nooit mogen instemmen met de transitie naar het nieuwe systeem. Een schandel!”

DE VALKUIL

Je kunt je voorstellen dat het Sophie en Jacob duizelt.

De solidaire regeling is, hoe charmant deze voor specialisten ook in elkaar zit, voor deelnemers erg complex. De mogelijkheid om beleggingsbeleid af te stemmen op het risicoprofiel van een generatie is een sterke verbetering ten opzichte van de uitkeringsregeling onder FTK. Voor deelnemers (en bestuurders) kan het verschil in resultaten tussen deelnemers als gevolg hiervan echter rauw op hun dak vallen. De kans dat een deelnemer zich er bewust van is dat deze verschillen kunnen optreden, is klein. Bovendien suggereert de solidaire regeling dat jong en oud elkaar steunen en dat winsten en verliezen worden gedeeld.

De valkuil voor bestuurders is dat zij de potentiële verschillen in pensioenresultaten niet genoeg benoemen. Het gevaar is dat ze niet voldoende in kaart brengen in hoeverre grote pensioenresultaatverschillen tussen deelnemers überhaupt kunnen voorkomen en in hoeverre deze acceptabel zijn. Het gaat dan om de mate waarin de verschillen financieel acceptabel zijn en om de mate waarin de verschillen nog zijn uit te leggen. Te grote, niet-uitlegbare verschillen kunnen in slechte scenario's leiden tot afbrokkeling van draagvlak onder deelnemers.



ANALYSE RESULTATEN

De ontwikkeling van het pensioenvermogen van Sophie en Jacob verschilt behoorlijk. Hoe kan dat? Hieronder volgt een schriftelijke verklaring van de actuaaris. De berekeningen zijn gesimplificeerd.

Overrendement dankzij aandelen

Om te beginnen zorgt de aandelencrash voor een lager pensioenvermogen.

- **Voor Jacob** belegt het fonds voor 20% in aandelen. De overige 80% zit in risicovrije vastrentende waarden en vormt een onderdeel van de beschermingsportefeuille. Een aandelendaling van 40% betekent voor Jacob een verlies van 8%, namelijk 20% maal 40%. Dit komt neer op een verlies van 8% maal €100.000, dat is €8.000.
- **Voor Sophie** belegt het pensioenfonds alleen in aandelen, vanwege haar jonge leeftijd. Het belegt voor 125% in aandelen. Dat mag omdat het fonds de leenrestrictie heeft opgeheven. Haar persoonlijk pensioenvermogen daalt daardoor harder dan de aandelenmarkt. Een daling van 40% betekent voor Sophie een daling gelijk aan 125% maal 40%, dat is 50%. Dit komt neer op een verlies van €5.000, namelijk 50% maal €10.000.

Het rendement uit aandelen wordt in jargon overrendement genoemd.

Beschermingsrendement dankzij rentedaling

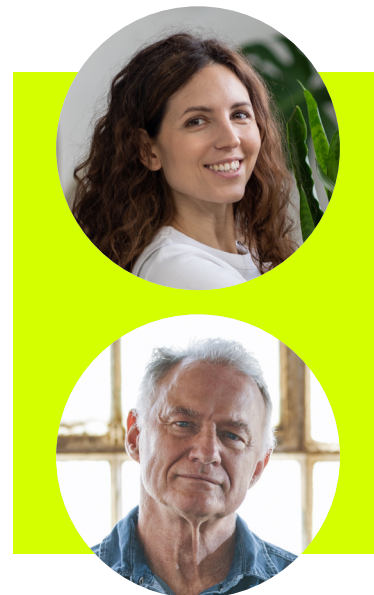
De rentedaling leidt tot het toedelen van beschermingsrendement aan het pensioenvermogen, maar alleen in het geval van Jacob.

Het doel van het toedelen van beschermingsrendement is het pensioenvermogen van een deelnemer te compenseren in geval van een rentedaling. Een rentedaling betekent immers dat een deelnemer voor een gelijkblijvende pensioenuitkering, een groter pensioenvermogen nodig heeft. 'Pensioenuitkering inkopen met pensioenvermogen wordt duurder'. Dat komt door de lagere toekomstige (risicovrije) opbrengst van het pensioenvermogen.

- **Voor Jacob** is beschermingsrendement heel belangrijk. Volgens het beleid wordt zijn pensioenvermogen dan ook volledig gecompenseerd bij een rentedaling. In jargon heet het dat hij een toedeling van beschermingsrendement krijgt van 100%. De vuistregel is dat het pensioenvermogen moet stijgen met de gemiddelde looptijd van zijn pensioenuitkering maal de rentedaling. Dan kan de uitkering op peil blijven. In het geval van Jacob is de gemiddelde looptijd van zijn uitkering 8 jaar (in 2028 is Jacob 72). Een rentedaling van 1 procentpunt betekent dat het pensioenvermogen moet stijgen met 8%. Van €100.000 is dat €8.000. Dat is dan ook het beschermingsrendement dat hij krijgt bijgeschreven.
- **Voor Sophie** heeft het pensioenfonds nog geen toedeling van beschermingsrendement in het beleid opgenomen. Het bestuur ziet renterisico als een risico waar op de lange termijn een premie tegenover staat. Afdekken van dit risico betekent voor Sophie het missen van verwacht rendement. Bovendien is het bestuur van mening dat Sophie nog jong genoeg is om dit risico te kunnen dragen.

Gevolgen van overrendement en beschermingsrendement voor pensioenvermogen

Jacob verliest €8.000 op aandelen via het overrendement maar krijgt €8.000 bijgeschreven als beschermingsrendement. Sophie verliest €5.000 op aandelen. Deze resultaten zien Sophie en Jacob terug in hun mijn-omgeving van de website. De resultaten staan er in de terminologie van de solidaire regeling: het effect vanuit aandelen is overrendement en het rente-effect heet beschermingsrendement.



Sophie en Jacob kunnen het volgende zien:

FACTOREN PENSIOENVERMOGEN	SOPHIE	JACOB
Begin 2027	€10.000	€100.000
Overrendement	- €5.000	- €8.000
Beschermingsrendement	0	+ €8.000
Eind 2027	€5.000	€100.000

Definitie verwacht netto pensioen

De ontwikkeling van het pensioenvermogen is medebepalend voor de ontwikkeling van het verwacht netto pensioen. Maar wat is verwacht netto pensioen? Deze term wordt voornamelijk gebruikt in het uniform pensioenoverzicht. Het wordt berekend door middel van analyse met 2.000 scenario's. Bepalende variabelen in deze analyse zijn het pensioenvermogen, de pensioenpremies (als hier nog sprake van is), rendement, rente en inflatie. Het geeft aan hoeveel pensioen een deelnemer kan verwachten na belasting.

Het bedrag is gecorrigeerd voor de inflatie. Dat betekent dat de deelnemer een hoger nominaal bedrag in euro's krijgt dan het verwacht netto pensioen aangeeft. De deelnemer kan er alleen minder van kopen dan vandaag. Om dit koopkrachtverlies te duiden is het verwacht netto pensioen bedacht. Hierin wordt het bedrag dat de deelnemer daadwerkelijk ontvangt, verlaagd met het koopkrachtverlies.

Impact ontwikkeling pensioenvermogen en rentedaling op verwacht netto pensioen

Het verwacht netto pensioen van Sophie en Jacob is eind 2027 lager dan begin 2027. Zoals aangegeven speelt de ontwikkeling van het pensioenvermogen in 2027 een grote rol. Daarnaast is de rentedaling van grote invloed. Deze komt er bovenop. Een rentedaling leidt ertoe, als andere factoren gelijk blijven, dat 'pensioen inkopen duurder wordt'. Er is meer pensioenkapitaal nodig. Is dat er niet, dan kan er 'minder pensioen worden ingekocht'.



De berekening van het verwacht netto pensioen voor Sophie en Jacob is als volgt.

Effect van pensioenvermogen

Het vermogen van Sophie is gehalveerd. Dat leidt in eerste instantie tot halvering van haar verwacht netto pensioen, van €100 naar €50. Het pensioenvermogen van Jacob is gelijk gebleven. Zijn verwacht netto pensioen blijft op basis daarvan onveranderd.

Effect van rentedaling

Voor het berekenen van de daling van het verwacht netto pensioen, gebruik je dezelfde vuistregel als hierboven is gebruikt. Om een uitkering op peil te houden na een rentedaling, moet het pensioenvermogen stijgen met de gemiddelde looptijd van de uitkering maal de rentedaling. Als het vermogen niet stijgt, dan daalt de uitkering. Deze deel je dan door 100% plus de gemiddelde looptijd van de uitkering maal de rentedaling.

De gemiddelde looptijd van de pensioenuitkering van Sophie is 40 jaar. Haar nieuwe verwacht netto pensioen is daardoor het oude - te weten €50 (het aangepaste pensioenvermogen) - gedeeld door 140%. Haar pensioen komt uit op €35. De gemiddelde looptijd van de uitkering van Jacob is 8 jaar. Zijn nieuwe verwacht netto pensioen is het oude - te weten €500 - gedeeld door 108%. Zijn pensioen komt uit op €460.

De tabel op de volgende pagina toont alle effecten.

FACTOREN VERWACHT NETTO PENSIOEN	SOPHIE	JACOB
Verwacht netto pensioen begin 2027	€100	€500
Rendement effect: • Effect overrendement • Effect beschermingsrendement	-€50	-€40 +€40
Verwacht netto pensioen op basis van nieuw pensioenvermogen	€50	€500
Verwacht netto pensioen na rentedaling	€35	€460

SCENARIODENKEN IN COMMUNICATIE

Het is niet eenvoudig om deelnemers te kunnen bereiken en aan hen de werking van het pensioensysteem uit te leggen. Dat komt door de complexiteit van het systeem en het gebrek aan actuariële kennis bij de deelnemers.

Scenariodenken helpt. Het vormt de basis voor risicomanagement en daarmee voor het algehele beleid. Het helpt bestuurders zich voor te bereiden en beleid af te stemmen op worstcasescenario's. Het helpt ook in de communicatie met deelnemers. Uitgewerkte scenario's zijn meestal verhalend – een belangrijke randvoorwaarde voor scenariodenken. Daardoor lenen scenario's zich vaak goed voor communicatie met betrokkenen.

Een advocaat van de duivel is een ander belangrijk hulpmiddel. Zijn of haar taak is om elk besluit van sociale partners of het bestuur te bekijken vanuit de risico's voor deelnemers en hoe besluiten kunnen overkomen. Wat kan er misgaan? Hoe kunnen deelnemers dit opvatten?

ONS ADVIES

Wij adviseren de potentiële verschillen in pensioenresultaten uitgebreid te benoemen en uit te leggen. We adviseren om uitvoerig te onderzoeken in hoeverre grote pensioenresultaatverschillen tussen deelnemers überhaupt kunnen voorkomen, wat de oorzaken zijn en in hoeverre deze acceptabel zijn. In de eerste plaats gaat het om de mate waarin de verschillen financieel acceptabel zijn. In de tweede plaats om de mate waarin de verschillen zijn uit te leggen.

Eenvoudige sommen en scenario's helpen om de potentiële verschillen in kaart te brengen en helpen in de communicatie met deelnemers.

HOOFDSTUK 6

INFLATIERISICO VERWAARLOZEN



Jacob, 81 jaar

MAART 2036

Jacob is inmiddels 81. De solidaire regeling is in 2026 van start gegaan en bestaat nu tien jaar. Jacob is er niet gelukkig mee. Sterker nog, hij is behoorlijk teleurgesteld. Hij merkt dat hij nauwelijks genoeg geld heeft om rond te komen. Hij vindt het vooral vervelend dat hij zijn kleinkinderen niet meer kan meenemen op kleine vakanties, iets wat hij zich had voorgenomen en waar hij en de kleinkinderen zoveel plezier aan hebben beleefd.



Sinds 2028 stijgt zijn pensioen jaarlijks gemiddeld met 1%. De prijzen stijgen echter met 3%. In de afgelopen acht jaar is hij (eenvoudig gesteld) 16% koopkracht verloren (8 maal 2%).

Hij leest er veel over in de kranten. Iedereen spreekt over 'stagflatie' in deze periode. Dat betekent hoge inflatie, lage economische groei en lage rendementen. Op de website van het pensioenfonds leest Jacob ook dat het pensioenfonds de stagflatie de schuld geeft.

Via de gepensioneerdenvereeniging hoort Jacob meer. Wat blijkt: Ons Pensioen heeft in de pensioenregeling geen rekening gehouden met hogere inflatie. Bovendien is er al jarenlang een goed gevulde solidariteitsreserve. Die keert echter niets uit. Dat vindt Jacob bizar.

Jacob stuurt een brief naar Ons Pensioen en krijgt na vier weken antwoord. Hij leest dat Ons Pensioen inderdaad is overgegaan op de solidaire regeling met een focus op een nominaal pensioen. Het bestuur claimt dat de meeste pensioenfondsen hier destijds voor kozen. Als doel van de solidariteitsreserve is gekozen om verlagingen van nominaal pensioen te voorkomen. De redenen:

- Het moet niet te complex worden voor deelnemers
- Deelnemers vinden een veilig nominaal pensioen belangrijker dan een veilig reëel pensioen

Het beschermen van het pensioen van deelnemers tegen uitholling door inflatie heeft wel op de agenda gestaan. Na een korte discussie heeft het bestuur er destijds toch voor gekozen dit niet te doen.

DE VALKUIL

Het pensioenfonds heeft ervoor gekozen zich te richten op een nominaal pensioen. Dat heeft gepensioneerden zoals Jacob erg kwetsbaar gemaakt voor koopkrachtverlies. Extra vervelend is dan dat de goed gevulde solidariteitsreserve niet wordt aangesproken.

Het onderschatten van het inflatierisico is wellicht een van de grootste valkuilen waar je als bestuurder in kunt lopen. Inflatie holt koopkracht uit, vooral over een langere periode beschouwd.



BESCHERMEN TEGEN INFLATIE IN FTK

In het huidige FTK kiezen weinig pensioenfondsen voor bescherming tegen inflatierisico. Dat wordt in het FTK ontmoedigd via de S-formule.

Je kunt inflatiegerelateerde beleggingsinstrumenten zoals *inflation swaps* of *inflation linked bonds* opnemen in de beleggingsportefeuille. Deze compenseren het pensioenvermogen in geval van een stijging van 'de door de markt verwachte inflatie'. Deze instrumenten reageren direct in waarde bij een stijging in de verwachte inflatie.

Dit wordt echter gezien als een risico voor de nominale dekkingsgraad. De verwachte inflatie kan immers ook dalen. Dit leidt in de S-formule tot een hoger vereist eigen vermogen.

Alleen bij een hoge dekkingsgraad heeft een bestuur de ruimte meer inflatiebescherming in de portefeuille op te nemen. Er is dan voldoende eigen vermogen waardoor het hoger vereiste vermogen geen zand in de raderen strooit.

Om bij een lagere dekkingsgraad toch enige inflatiebescherming te hebben, kiezen veel pensioenfondsen voor lagere rente-afdekking. Hierdoor profiteert het fonds met zijn dekkingsgraad van een rentestijging. De gedachte hierbij is dat een stijging van de verwachte inflatie meestal gepaard gaat met een rentestijging.

BESCHERMEN TEGEN INFLATIE IN DE SOLIDAIRE REGELING

Gelukkig biedt de solidaire regeling meer mogelijkheden voor directe bescherming met behulp van inflation swaps en inflation linked bonds. Er is geen formule die het pensioenfonds 'straft' voor het nemen van dit risico.

Je kunt in de beleggingsportefeuille nominale renteswaps en obligaties vervangen door inflation swaps en inflation linked bonds. Kies er dan wel voor om het beschermingsrendement toe te delen op basis van de directe beschermingsportefeuille. Dan komt het inflatiegerelateerde rendement van deze instrumenten direct in het beschermingsrendement.

Doe je dat niet, dan komt het inflatiegerelateerde rendement terug in het overrendement en mist het zijn doel grotendeels. Voor meer informatie verwijzen wij je graag naar de whitepaper De Grote Oversteek.

De solidaire regeling biedt meer mogelijkheden voor directe inflatiebescherming.

ANALYSE KOOPIKRACHT JACOB

Om te zien hoe inflatie het pensioen van Jacob heeft uitgehold, gaan we hier verder met de gestileerde case over Ons Pensioen en Jacob.

Beschermingsbeleid Ons Pensioen

Ons Pensioen kiest binnen de solidaire regeling alleen voor bescherming tegen een rentedaling. Het bestuur kiest voor 100% beschermingsrendement.

Stagflatiescenario

Tussen 2028 tot 2036 is er sprake van (lichte) stagflatie.

- De inflatie stijgt begin 2028 direct van 1% naar 3% en blijft op dat niveau.
- De rente stijgt begin 2028 ook direct van 1% naar 2% en blijft op dat niveau.
- De reële rente (nominale rente minus inflatie) is dus deze gehele periode negatief.
- Aandelen renderen elk jaar gemiddeld 5%. Dat is een gerealiseerde risicopremie van 3% boven de rente van 2%.



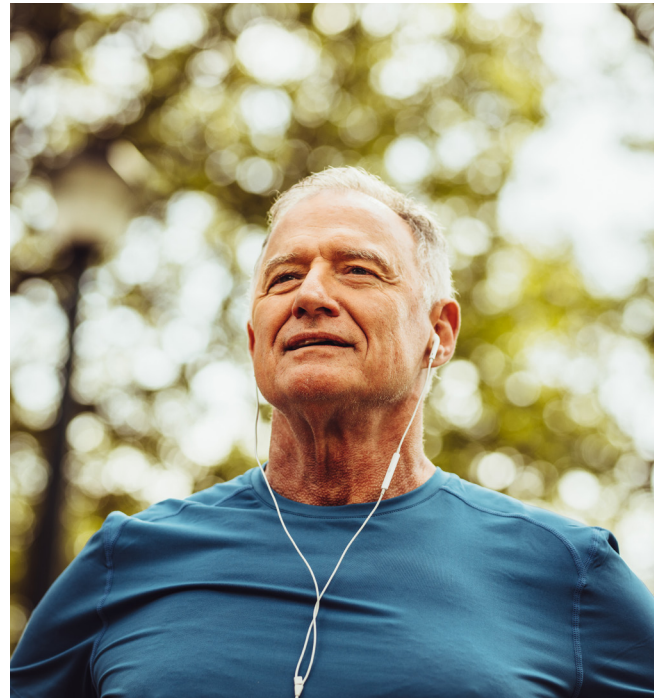
Gevolgen voor Jacob

Dit pakt als volgt uit.

- Jacob zit vanaf 2028 voor 35% in aandelen.
De risicopremie op aandelen van 3% per jaar boven de rente levert hem jaarlijks een stijging van zijn pensioenuitkering van 1% op. Namelijk 35% maal 3%.
- Een stijging van de rente van 1 procentpunt (van 1% naar 2%) betekent dat er 8% minder pensioenvermogen nodig is om zijn pensioenuitkering op hetzelfde niveau te houden. Immers, dankzij deze rentestijging neemt de (risicovrije) toekomstige opbrengst van het pensioenvermogen toe. De vuistregel is dat het pensioenvermogen kan afnemen met de gemiddelde looptijd van de uitkering maal de rentestijging.

De gemiddelde looptijd van zijn pensioenuitkeringen is 8 jaar en dus kan Jacob met 8% minder pensioenvermogen door. Jacob krijgt daarom een beschermingsrendement van -8% op zijn totale pensioenvermogen toebedeeld. Dit heeft dus geen effect op zijn pensioenuitkering.

In zijn totaliteit groeit zijn pensioenuitkering dus met 1% per jaar. Vanwege de inflatie van 3% verliest Jacob wel 2% koopkracht per jaar. Over een periode van acht jaar is dat, gesimplificeerd, 16%.



In tabelvorm ziet het er als volgt uit.

FACTOREN	% PER JAAR	2028-2036
Groei pensioeninkomen door jaarlijkse waardeinstijging aandelen	1%	8%
Groei pensioeninkomen door rente-beschermingsrendement in 2026	0%	0%
Inflatie	3%	24%
Koopkrachtdaling	-2%	-16%

Bescherming tegen hogere inflatie

Ons Pensioen had ervoor kunnen kiezen om Jacobs koopkracht te beschermen tegen hogere inflatie.

Dat kan door de beschermingsportefeuille op een bepaalde manier in te richten met inflatiegerelateerde instrumenten.

De gevolgen van de rente- of inflatieverandering op de koopkracht zijn dan nul.

De berekening is als volgt.

- De risicopremie op aandelen van 3% per jaar boven de rente, levert hem jaarlijks nog steeds een stijging op van zijn pensioenuitkering van 1%. Namelijk 35% maal 3%.

- De stijging van de rente van 1% naar 2% betekent weer dat er 8% minder pensioenvermogen nodig is om zijn pensioenuitkering op hetzelfde niveau te houden. Jacob krijgt daarom een beschermingsrendement van -8% op zijn totale pensioenvermogen toebedeeld. Dit heeft dus geen effect op zijn pensioenuitkering.
- Als gevolg van de stijging van de jaarlijkse inflatie met 2 procentpunt, van 1% naar 3%, krijgt Jacob nu een beschermingsrendement van +16% op het totale pensioenvermogen toebedeeld. Hier geldt dezelfde vuistregel: het pensioenvermogen neemt toe met de gemiddelde looptijd van de uitkering maal de stijging van de inflatie. Hiermee kan het fonds de jaarlijkse uitkering verhogen met de inflatiestijging. Dat is dus 2% maal 8.

In tabelvorm ziet het er als volgt uit.

FACTOREN	% PER JAAR	2028-2036
Groei pensioeninkomen door jaarlijkse waardeinstijging aandelen	1%	8%
Groei pensioeninkomen door rente-beschermingsrendement 2026	0%	0%
Groei pensioeninkomen door inflatie-beschermingsrendement 2026	2%	16%
Inflatie	3%	24%
Koopkrachtdaling (groei pensioeninkomen minus inflatie)	0	0

ONS ADVIES

Wij raden aan het inflatierisico prioriteit te geven in het beleid van het pensioenfonds. Het is een risico waar het bestuur heel bewust beleid voor dient te ontwikkelen.

HOOFDSTUK 7

DIE ANDERE TRANSITIE VERGETEN



Sophie, 43 jaar



Lydia, 63 jaar

OKTOBER 2036

Sophie en Lydia nemen plaats in de vergaderzaal, vlak voordat de deelnemersraadvergadering van Ons Pensioen begint. Sophie's zwangere buik is duidelijk zichtbaar en Lydia, net weer oma geworden, heeft een sprankeling in haar ogen. Sophie kijkt naar Lydia en zucht diep. "Lydia, ik maak me echt zorgen. Het klimaat verslechtert met de dag en de extreme regenbuien die Europa teisteren zijn gewoonweg angstaanjagend. Wat voor wereld laten we achter voor onze kinderen en kleinkinderen?"

De vergadering begint en de voorzitter, zich ook bewust van de extreme regenbui buiten, komt met slecht nieuws. Ons Pensioen krijgt kritiek uit diverse hoeken op het duurzaamheidsbeleid. Het fonds wordt ook genoemd in de media. Het blijkt zich te veel te hebben gericht op bedrijven die al duurzaam zijn en te veel op klimaat. Hierdoor is het achtergebleven op belangrijke doelstellingen.

De voorzitter vervolgt: "Zoals jullie weten heeft het bestuur hier in 2025, vlak voor de transitie naar de solidaire regeling, voor gekozen. We waren ervan overtuigd dat het pensioenfonds daarmee een bijdrage levert aan de transitie naar een duurzame maatschappij. We hebben er verder helaas niet heel veel tijd meer aan besteed, vanwege de druk op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Nu blijkt dat we daarmee weliswaar een 'schone' portefeuille hebben, maar dat we, volgens deze partijen, geen echte bijdrage leveren aan de transitie. Niet wat betreft terugdringen van broeikasgassenuitstoot in de wereld, maar ook niet op gebied van andere milieugerelateerde problemen zoals afnemende biodiversiteit."

De leden van het verantwoordingsorgaan zijn teleurgesteld. Na een lange discussie over hoe dit heeft kunnen gebeuren, zegt het bestuur dat het haar duurzaamheidsbeleid opnieuw gaat bepalen. En nu nadrukkelijk zal onderzoeken hoe het wél bijdraagt aan de transitie.

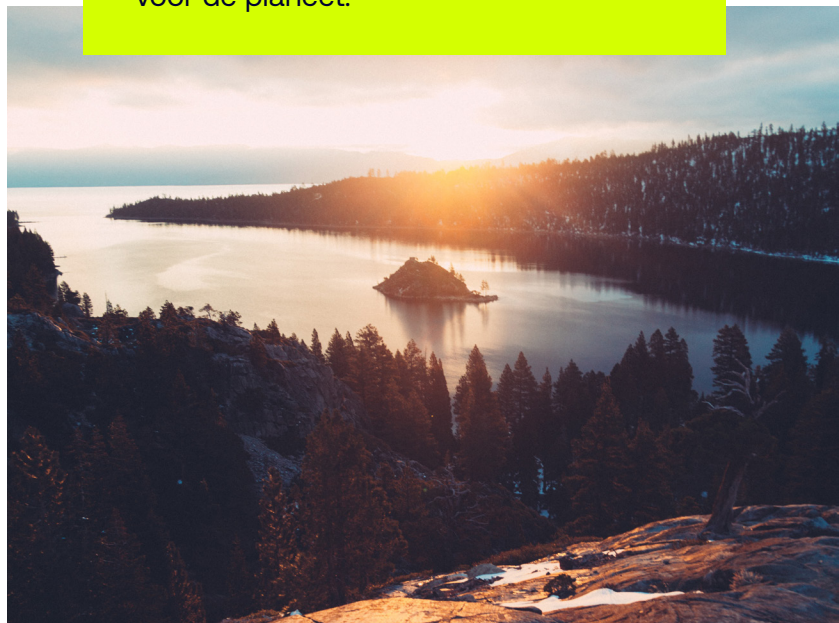
DE VALKUIL

Het pensioenfonds heeft zijn aandelenportefeuille verduurzaamd en daarbij bedrijven en sectoren uitgesloten die vandaag-de-dag niet duurzaam zijn. Het richt zich daarbij op het beperken van de uitstoot van CO₂. Het bestuur neemt aan dat het hiermee voldoet aan de verplichtingen om bij te dragen aan een transitie naar een duurzame maatschappij en hoopt dat het hiermee ook het reputatierisico van het fonds goed beheert.

Het bestuur loopt in drie valkuilen. De eerste is dat het door de druk op de transitie naar het pensioenstelsel te weinig tijd vrijmaakt voor de (grotere) transitie naar een duurzame economie.

De tweede valkuil is dat het bestuur zich daarbij richt op het uitsluiten van bedrijven die vandaag-de-dag niet duurzaam zijn. Het houdt geen rekening met de potentie van heel veel andere bedrijven voor de verduurzaming van producten en productieketens. Verdere ontwikkelingen en innovaties vallen buiten de invloedssfeer.

De derde valkuil is dat het andere milieugerelateerde problemen negeert. Denk aan verlies van biodiversiteit en vervuiling van water. Deze problemen zijn van vergelijkbare omvang (zo niet groter in geval van biodiversiteitsverlies) voor de planeet.





Het gaat verder dan simpelweg bedrijven met een hoge broeikas-gassenuitstoot uitsluiten.

UITSLUITEN VS. ENGAGEMENT

Beleggen in lijn met het Klimaatakkoord van Parijs is cruciaal gezien de urgentie van het klimaatprobleem. Daar is (bijna) iedereen het over eens. Veel opvolging hiervan gebeurt door middel van het uitsluiten van bedrijven vanwege te veel CO₂-uitstoot. Het leidt tot een schone portefeuille op gebied van CO₂. Het lijkt voor jou als bestuurder een effectieve duurzame beleggingsstrategie. Dat is het niet.

Het beperkt de mogelijkheden tot engagement. Je negeert bedrijven die in de (nabije) toekomst zeer positieve impact kunnen hebben en een cruciale rol blijven houden in de productieketens. Je kunt hen er niet toe bewegen hun businessmodel, productprocessen en/of producten versneld te verduurzamen.

Om verschil te maken via de beleggingsportefeuille is het juist van belang te investeren in deze bedrijven en hen verder te stimuleren. Voorwaarde hierbij is wel dat de wil en de kunde bij deze bedrijven aanwezig zijn om de nodige stappen te zetten.

Je negeert ook bedrijven die ondanks een hoge uitstoot per saldo al een (grote) positieve impact hebben. Een voorbeeld is Rockwool. Dat is een producent van isolatiematerialen die bijdragen aan energiebesparing en zo aan klimaatbeheersing. Hoewel het productieproces fors verbeterd kan worden, hebben de producten al een aanzienlijke positieve impact.

MEERDERE MILIEUGERELATEERDE PROBLEMEN AANPAKKEN

Het nastreven van een duurzamere wereld vereist bovendien een brede benadering. Het gaat niet alleen om het verminderen van broeikasgassenuitstoot, waarvan CO2 de belangrijkste is. Hoewel dat een belangrijk doel is, zijn er ook andere cruciale milieugerelateerde problemen die aandacht verdienen.

Ook de regelgever ziet dat. In de EU-taxonomie van 2020 richt de EU zich al op zes doelstellingen. Dat zijn klimaatmitigatie, klimaatadaptie, duurzaam gebruik en bescherming van water en marine hulpbronnen, transitie naar een circulaire economie, tegengaan van vervuiling en beschermen en restaureren van biodiversiteit en ecosystemen.

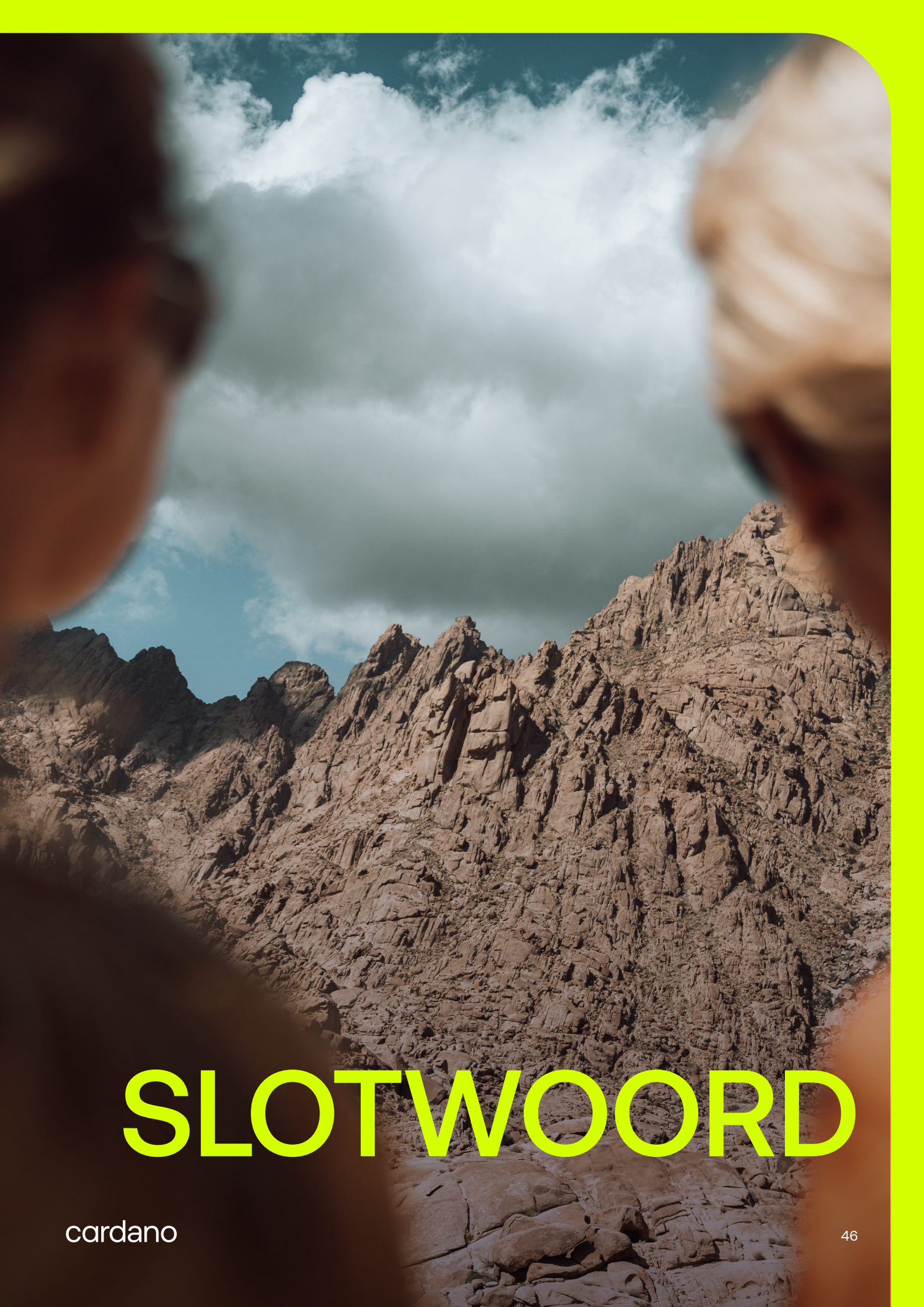
Daarnaast richt de EU zich op het ontwikkelen van een sociale taxonomie. Deze taxonomie gaat over fatsoenlijk werk, het waarborgen van een voldoende levensstandaard en het bevorderen van inclusieve gemeenschappen. Hoewel de EU ervoor heeft gekozen de implementatie hiervan uit te stellen, is het duidelijk dat dit onderwerp niet meer genegeerd zal worden.

ONS ADVIES

Vergeet de transitie naar een duurzame economie niet. De pensioentransitie vraagt om bijzonder veel aandacht, maar het is niet de enige belangrijke transitie. Juist de komende jaren zijn belangrijk voor de aarde. Voor veel wetenschappers is het al vijf voor twaalf – anderen zeggen zelfs vijf over twaalf.

Hierbij is het essentieel dat je als bestuurder een inclusieve en allesomvattende, holistische aanpak hanteert. Het gaat niet alleen om het selecteren van bedrijven die al duurzaam zijn, maar ook om bedrijven met het potentieel om aanzienlijk bij te dragen aan de transitie, zelfs als ze nog niet volledig duurzaam zijn.

We raden tevens aan om met een brede blik te kijken naar meerdere milieugerelateerde en sociale problemen en deze te integreren in één samenhangende portefeuille.



SLOTWOORD

cardano



SLOTWOORD

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel komt er. De tijd is kort. Je hebt als bestuurder of directeur van een pensioenfonds slechts drie tot vier jaar voor het implementeren van een nieuwe regeling, een passend beleggingsbeleid en de gehele uitvoering.

In die tijd kan er veel misgaan. De kans op beslissingen met grote negatieve gevolgen is groot. De complexiteit is enorm. Tegelijkertijd krijg je niet veel tijd om fouten te herstellen. Het nemen van goed onderbouwde en doordachte beslissingen is daarom belangrijker dan ooit. Daarmee verlaag je de kans op negatieve gevolgen.

Deze whitepaper geeft jou handvatten voor het nemen van beslissingen met betrekking tot de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Je krijgt inzicht in zeven valkuilen, de achtergrond daarvan en hoe je deze kunt vermijden. Hiermee ben je er echter nog niet. Er zijn nog vele valkuilen te bedenken. Valkuilen die al open en bloot voor je liggen. Maar ook valkuilen die je op het eerste gezicht niet ziet, en nooit zou verwachten. Welke dat zijn? Dat weten wij nu ook niet. Daar kom je achter met scenariodenken.

Scenariodenken is een creatief en intellectueel proces waarbij je met een grote diversiteit aan mensen, met verschillende achtergronden, expertises en visies, op zoek gaat naar wat er kan gebeuren. Het is een manier van analyseren waarmee je helemaal loskomt van jouw subjectieve overtuigingen over hoe de wereld werkt en welke kant deze op beweegt. Je gaat op zoek naar het ondenkbare; het ondenkbare voor jou omdat jij op een bepaalde manier naar de wereld kijkt en daardoor blinde vlekken hebt.

Scenariodenken zorgt ervoor dat de beslissingen die jij de komende periode neemt, passen bij de complexe, onvoorspelbare en dynamische wereld. Het leidt voor deelnemers tot acceptabele pensioenresultaten in diverse (extreme) economische scenario's, uitlegbare pensioenresultaten en vertrouwen in de uitvoering.

We wensen je veel succes.

Heb je hulp nodig, neem dan contact op met ons.

cardano

cardano

Wij zijn Cardano. Wij geloven dat vermogen voor later alleen veilig kan zijn in een duurzame en stabiele economie. Dat vereist dat we dingen anders doen. We helpen vooruitstrevende beleggers met unieke kennis en partnerships aan betere beleggingsoplossingen.

Voor hen, hun klanten en de planeet.





cordano