

De rol van de solidariteitsreserve in de Wet Toekomst Pensioenen (deel 2)

1/5

De Wet Toekomst Pensioenen introduceert de solidariteitsreserve (SPR) en de risicodelingsreserve (FPR) als collectieve buffers om risico's, zoals beleggings-, inflatie- en langlevensrisico, te delen. Deze reserve kan worden gevuld met premies en overrendement en groeit of krimpt door behaalde rendementen. Een grotere buffer biedt meer ruimte voor een risicovoller beleggingsbeleid. Daarnaast is de omvang van de buffer wettelijk gemaximeerd op 15% van het totale vermogen, waarbij eventuele overschotten worden teruggegeven aan de deelnemers. Het primaire doel is het bieden van nominale of reële bescherming van uitkeringen, maar een goed gevulde reserve kan dus ook leiden tot extra indexatie.

In het [eerder verschenen artikel](#), lag de focus op de nominale kortingskansen op korte termijn. Daaruit bleek dat de kans op een nominale korting toeneemt bij een lage buffer, een oudere populatie en een offensieve beleggingsstrategie. Ook aannames, zoals de spreidingsperiode van mee- en tegenvallers, hebben een substantiële invloed; een kortere spreidingshorizon (bijvoorbeeld 3 jaar) verhoogt het korte termijn risico aanzienlijk.

Op korte termijn kan een defensief beleid de nominale risico's voor huidige gepensioneerden beperken, maar op lange termijn kan dit ten koste gaan van toekomstige generaties. Op de lange termijn zijn de nominale risico's immers niet altijd hoger bij een offensief beleid, doordat een offensief beleid op de lange termijn naar verwachting extra rendement oplevert. Dit benadrukt de afweging tussen korte- en lange termijn belangen.

Om een completer beeld te krijgen, richten we in dit artikel de blik op de langere termijn en verdiepen we ons in de wisselwerking tussen de solidariteitsreserve en het totale belegde vermogen.

Blik op de langere horizon

Impact ontwikkeling persoonlijke pensioenvermogens

De ontwikkeling van de solidariteitsreserve ten opzichte van het totale kapitaal wordt niet alleen bepaald door de beleggingsresultaten en de uitstroom (zoals in het eerste onderdeel besproken). Het beschikbare budget van de solidariteitsreserve is namelijk uitgedrukt als een percentage van de solidariteitsreserve ten opzichte van het totale vermogen.

Budget solidariteitsreserve in % = solidariteitsreserve in % * x%

$$\text{solidariteitsreserve in \%} = \frac{(\text{solidariteitsreserve (€)})}{(\text{solidariteitsreserve (€)} + \text{som persoonlijke pensioenvermogens (€)})}$$

Bij de ontwikkeling van het budget uit de solidariteitsreserve, moet dus ook rekening worden gehouden met de ontwikkeling van de persoonlijke pensioenvermogens. De volgende effecten spelen hier (onder andere) een rol:

- **Uitkeringseffect:** door het doen van uitkeringen neemt de som van de pensioenkapitalen af, waardoor de solidariteitsreserve als percentage van het totale vermogen stijgt.
 - Dit opwaartse effect wordt sterker naarmate het fonds een oudere populatie heeft, omdat er dan relatief meer uitkeringen plaatsvinden.
- **Premie-effect:** door de inleg van premies nemen de persoonlijke pensioenvermogens toe, waardoor de solidariteitsreserve als percentage van het totale vermogen afneemt.
 - Dit neerwaartse effect is vooral zichtbaar bij een jonger fonds, omdat daar relatief meer premie-inleg plaatsvindt.
 - Dit effect wordt gedempt indien een deel van de premie naar de solidariteitsreserve vloeit.

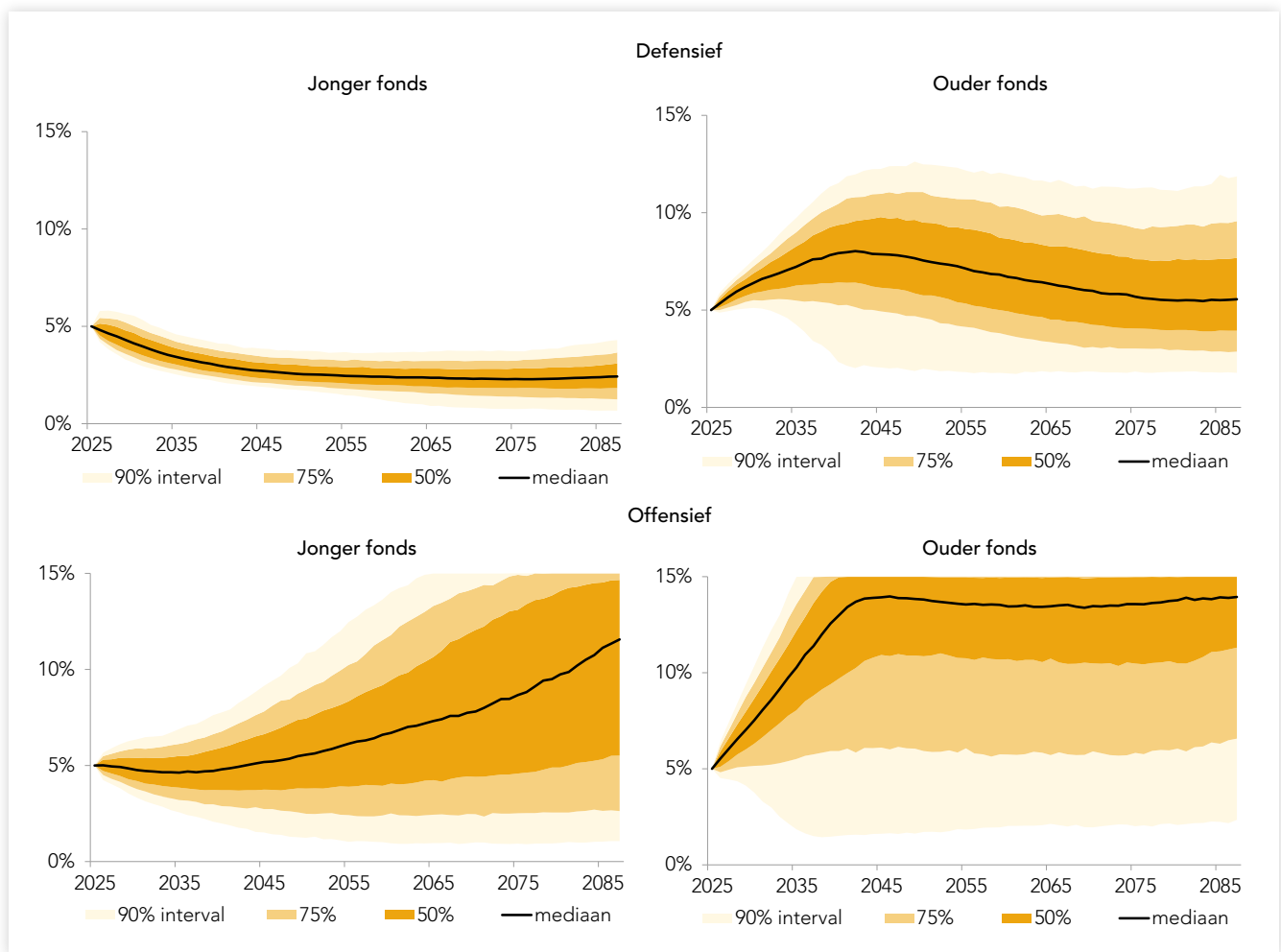
- **Afwijkend rendement ten opzichte van het collectief:** wanneer het rendement van de solidariteitsreserve lager (hoger) is dan dat van het collectieve vermogen, daalt (stijgt) de solidariteitsreserve als percentage van het totale vermogen.
 - Indien de solidariteitsreserve defensiever wordt belegd dan het collectief, is op de lange termijn een negatieve invloed te verwachten.
 - Als de solidariteitsreserve offensiever wordt belegd, is op de lange termijn een positieve invloed te verwachten.
 - Wanneer de solidariteitsreserve volgens dezelfde strategie als het collectief wordt belegd, valt dit effect weg.
- **Actuariel resultaat:** afwijkingen tussen verwachte en gerealiseerde sterfte, arbeidsongeschiktheid en andere biometrische risico's beïnvloeden indirect de solidariteitsreserve.
 - Actuariële meevallers (bijvoorbeeld hogere gerealiseerde sterfte) leiden tot een hoger pensioenvermogen via het overrendement, wat een neerwaarts effect heeft op de solidariteitsreserve als percentage van het totale vermogen.
 - Wanneer de solidariteitsreserve wordt gevuld met positief overrendement, hebben meevallers echter ook een positief effect op de omvang van de solidariteitsreserve in procenten.
 - Voor actuariële tegenvallers geldt het tegenovergestelde effect.
- **Ontwikkeling van het deelnemersbestand:** het deelnemersbestand verandert continu door instroom en uitstroom. Deze dynamiek beïnvloedt de eerder genoemde effecten in de tijd.
- **Interactie tussen de verschillende effecten:** denk bijvoorbeeld aan een situatie waarin het behaalde rendement van de solidariteitsreserve lager is dan dat van het collectief, gecombineerd met instroom van premie. Het gecombineerde effect is in dat geval negatiever dan het geïsoleerde effect, omdat de ingelegde premie ook een hoger rendement realiseert dan de solidariteitsreserve.

Ontwikkeling solidariteitsreserve op langere termijn

Om de genoemde effecten te illustreren, toont Figuur 1 de ontwikkeling van de solidariteitsreserve, uitgaand van een initiële vulling van 5% van het totale vermogen. We beschouwen zowel een defensief als een offensief beleggingsbeleid, voor zowel een jonger als een ouder fonds.

Door een jonger en een ouder fonds met elkaar te vergelijken, gegeven eenzelfde beleggingsbeleid, wordt de impact van pensioenuitkeringen en premie-inleg inzichtelijk. Te zien is dat het oudere fonds profiteert van een positief uitkeringseffect, terwijl het jongere fonds juist een negatief premie-effect ondervindt. Hoewel het oudere fonds in absolute euro's meer nodig heeft uit de solidariteitsreserve (zoals eerder toegelicht) dan het jongere fonds, groeit de vulling van de reserve als percentage van het totale vermogen dus juist sneller bij het oudere fonds.

Door een vergelijking te maken tussen het beleggingsbeleid gegeven een deelnemersbestand, wordt inzichtelijk wat de impact is van het behaalde rendement. Te zien is dat een defensief beleggingsbeleid op de lange termijn de solidariteitsreserve als percentage van het totale vermogen uitholt, doordat de behaalde rendementen achterblijven bij die van de persoonlijke pensioenvermogens. Een offensief beleid daarentegen biedt op termijn meer perspectief, maar gaat wel gepaard met grotere onzekerheid. Dit wordt duidelijk zichtbaar wanneer we kijken naar de bredere spreiding van mogelijke uitkomsten over de tijd.



Figuur 1: ontwikkeling solidariteitsreserve (jonger en ouder fonds, defensief en offensief beleggingsbeleid) (bron: a.s.r. berekeningen)

Een belangrijk inzicht uit Figuur 1 is tevens dat de solidariteitsreserve op de lange termijn in veel gevallen op een hoger niveau blijft wanneer er offensief wordt belegd in plaats van defensief. Dit komt toekomstige generaties ten goede, doordat er meer middelen beschikbaar blijven om financiële schokken op te vangen of aanvullende doelen te realiseren.

Het totale plaatje

In de voorgaande delen is inzichtelijk gemaakt welke factoren een rol spelen op zowel de korte als de lange termijn. Daarbij is eerst ingezoomd op het nominale kortingsrisico op een horizon van één jaar, waarbij verschillende groottes van de solidariteitsreserve en de impact van het initiële deelnemersbestand zijn geanalyseerd. Uit deze analyse kwam naar voren dat een defensief beleggingsbeleid kan bijdragen aan het verlagen van nominale risico's op korte termijn.

Op langere termijn blijken de nominale risico's echter steeds meer naar elkaar toe te groeien wanneer het defensieve beleid wordt voortgezet. In dat licht laat de analyse zien dat een offensief beleid op termijn naar verwachting meer oplevert, terwijl een defensief beleid het risico met zich meebrengt dat de solidariteitsreserve wordt uitgehold. Immers, het rendement van een defensieve strategie blijft op de lange termijn naar verwachting achter bij het rendement van de pensioenkapitalen.

Om te laten zien wat verschillende keuzes in het beleid betekenen, kijken we naar situaties waarin bijvoorbeeld de hoogte van de solidariteitsreserve of de samenstelling van de deelnemers verschilt. Hiervoor gebruiken we een maatstaf die zekerheidsequivalent heet. Dit is een manier om te berekenen hoeveel waarde iemand hecht aan zijn verwachte pensioen, rekening houdend met hoe risicomijdend die persoon is. Hoe meer risicomijdend (uitgedrukt in gamma), hoe belangrijker zekerheid wordt gevonden. Zie voor een uitgebreide uitleg over zekerheidsequivalenten ook het eerder verschenen artikel [Prijkaartje van uitlegbaar mismatchrendement wel uitlegbaar?](#).

We hebben twee varianten vergeleken:

- Offensief beleggen met de solidariteitsreserve (meer risico, kans op hogere opbrengst),
- Defensief beleggen met de solidariteitsreserve (minder risico, stabiel),

Wat blijkt?

- Bij een kleine reserve (0,5%) maakt het weinig uit welke strategie je kiest. Dat geeft ruimte om tijdelijk defensiever te beleggen.
- Bij een grotere reserve (bijvoorbeeld 5%) worden de verschillen groter.
 - Voor jongere deelnemers kan een defensieve strategie tot bijna 9% minder zekerheid opleveren dan een offensieve strategie (gamma = 2).
 - Voor oudere deelnemers kan een defensieve strategie juist 1,6% meer zekerheid geven (gamma = 5).

Kortom: hoe groter de buffer, hoe belangrijker de keuze voor het beleggingsbeleid. Jongeren profiteren meer van offensief beleggen, ouderen vaak van defensief.

Solidariteitsreserve 0.5% - Offensief i.p.v. defensief belegde SR			
Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen	Jonger	Basis	Ouder
25 jarige			
$\gamma = 2$	0.1%	0.1%	0.5%
$\gamma = 5$	-0.1%	-0.1%	0.0%
75 jarige			
$\gamma = 2$	-0.2%	-0.1%	-0.1%
$\gamma = 5$	-0.6%	-0.4%	-0.2%

Solidariteitsreserve 5% Offensief i.p.v. defensief belegde SR			
Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen	Jonger	Basis	Ouder
25 jarige			
$\gamma = 2$	1.3%	1.9%	8.8%
$\gamma = 5$	0.1%	0.0%	2.2%
75 jarige			
$\gamma = 2$	-0.1%	-0.2%	-0.1%
$\gamma = 5$	-1.7%	-2.1%	-1.6%

Solidariteitsreserve 10% Offensief i.p.v. defensief belegde SR			
Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen	Jonger	Basis	Ouder
25 jarige			
$\gamma = 2$	4.0%	5.6%	11.0%
$\gamma = 5$	-0.4%	0.5%	0.9%
75 jarige			
$\gamma = 2$	0.0%	0.0%	1.6%
$\gamma = 5$	-0.6%	-1.1%	-0.7%

Tabel 1: Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen t.o.v. defensief belegde solidariteitsreserve (bron: a.s.r. berekeningen)

Evenwichtigheid over generaties

In dit en het voorgaande artikel is het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve geanalyseerd. Zoals vaker bij dergelijke vraagstukken, bestaat er niet één juist antwoord. Het bepalen van het beleggingsbeleid vraagt vooral om een zorgvuldige afweging van verschillende factoren, waarbij zowel de korte- als lange termijn vooruitzichten in ogenschouw moeten worden genomen.

De inzichten die in beide artikelen zijn geboden kunnen helpen om deze afwegingen scherper te maken. In algemene zin geldt: hoe beter de buffer is gevuld, hoe meer risico de solidariteitsreserve kan dragen in de beleggingen. Wat echter als 'goed gevuld' wordt beschouwd, is subjectief en afhankelijk van de specifieke situatie. De benodigde financiële ruimte op korte termijn is immers groter bij een oudere populatie met een spreidingstermijn van drie jaar en een budget van 10%, dan bij een jongere populatie met een spreiding van tien jaar en een budget van 25% van de solidariteitsreserve. Indien de solidariteitsreserve ook (gedeeltelijk) onverwachte inflatie wil compenseren, zijn er nog meer middelen nodig om dat doel te realiseren. Daarnaast is het subjectief wat als een voldoende gevulde reserve wordt gezien: het ene fonds accepteert mogelijk een risico op een nominale korting van x%, terwijl een ander fonds datzelfde percentage als te hoog beschouwt.

Wanneer nominale kortingen dreigen, kan het op korte termijn aantrekkelijk zijn om defensiever te beleggen, omdat dit diversificatie biedt ten opzichte van het overrendement. Tegelijkertijd is het van belang om ook de lange termijn risico's op nominale kortingen mee te wegen, zodat er geen onevenredige focus ontstaat op één generatie. Een te sterke focus op één generatie vergroot immers het risico dat toekomstige generaties minder kunnen profiteren van de solidariteitsreserve, wat ten koste gaat van de intergenerationele solidariteit.

Op de langere termijn speelt de ontwikkeling van het pensioenkapitaal een steeds belangrijkere rol in de uiteindelijke uitkomsten. Een ouder fonds profiteert bijvoorbeeld van het uitkeringseffect, wat een positieve invloed heeft op het beschikbare budget. Daarentegen ondervindt een jonger fonds juist neerwaartse druk door de instroom van nieuwe premie.

Een beleggingsbeleid dat defensiever is dan dat van het collectief zal op termijn naar verwachting het budget uithollen door achterblijvende rendementen. Dit risico kan worden beperkt door een risicoprofiel te hanteren dat aansluit bij dat van het collectief. Een bijkomend voordeel hiervan is dat de solidariteitsreserve – als collectieve buffer – dan een risicohouding heeft die in lijn is met het collectieve profiel. Ook bij deze benadering blijft het van belang om helder te hebben wat de implicaties zijn voor risico en rendement, zowel op korte als op lange termijn, en hoe deze uitwerking verschilt per generatie.

SPR (in)direct (alternatief), FPR(+) of een buy-out? Waar de keuze door WTP ook op valt, a.s.r. helpt u met al zijn ervaring en expertise binnen het pensioendomein graag verder op weg.