

De rol van de solidariteitsreserve in de Wet Toekomst Pensioenen (deel 1)

1/10

Met de invoering van de Wet Toekomst Pensioenen is een nieuw collectief element geïntroduceerd: de solidariteitsreserve binnen de solidaire premieregeling (SPR) en de risicodelingsreserve binnen de flexibele premieregeling (FPR). In dit artikel zullen we de solidariteitsreserve verder uitdiepen. Deze solidariteitsreserve kan gevuld worden met een deel van de premie of het overrendement en is bedoeld om risico's tussen generaties te delen. Denk hierbij aan beleggingsrisico, onverwachte inflatie en het risico dat de levensverwachting hoger uitvalt dan eerder werd ingeschat (macrolanglevensrisico).

De solidariteitsreserve heeft primair tot doel om meerdere generaties te beschermen tegen deze risico's, door nominale of in sommige gevallen reële bescherming te bieden van pensioenuitkeringen. Dit kan bijvoorbeeld het voorkomen of beperken van nominale kortingen op lopende uitkeringen zijn, of – in specifieke varianten – het compenseren van onverwachte inflatie.

Naast een initiële inleg kan de solidariteitsreserve worden aangevuld via premie-inleg en/of een deel van het overrendement. De omvang van de reserve groeit of krimpt bovendien door het behaalde beleggingsrendement. Hoe groter de solidariteitsreserve, hoe kleiner de kans dat zij onvoldoende bescherming kan bieden. Een grotere buffer creëert tevens meer ruimte om risico te nemen in het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve, wat op de lange termijn naar verwachting extra rendement oplevert.

Bij het bepalen van de risicoruimte van de solidariteitsreserve speelt ook de populatiesamenstelling van het fonds een belangrijke rol. Een relatief oud fonds kent immers meer lopende uitkeringen, waardoor nominale of reële bescherming een grotere kostenpost vormt, en omgekeerd. Ter illustratie een extreem (fictief) voorbeeld: als een fonds uitsluitend actieve deelnemers en slapers heeft, zonder gepensioneerden, hoeft de solidariteitsreserve op korte termijn geen uitkeringen te doen voor nominale of reële bescherming. Hierdoor ligt de nadruk minder op korte termijn risico en kan er meer risicovol worden belegd. Hoewel de solidariteitsreserve primair bedoeld is om nominale of reële bescherming te bieden, kan een hoge omvang van deze reserve ook leiden tot een grotere kans op een additionele toeslag voor deelnemers. Dit komt doordat een overschot in de buffer terugvloeit naar de deelnemers. Wettelijk mag de omvang van de solidariteitsreserve namelijk niet groter zijn dan 15% van het totale vermogen.

In dit artikel wordt nader ingegaan op het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve. De belangrijkste aannames zijn als volgt:

- **Instroom:** 1% van het overrendement (indien positief)
- **Uitstroom:** ter voorkoming van daling lopende nominale uitkeringen (de zogenoemde "Ortec-methode"), waarbij jaarlijks maximaal 25% van de solidariteitsreserve wordt aangewend
- **Spreadingsperiode:** Benodigde aanpassingen in de uitkeringen (positief dan wel negatief) worden uitgesmeerd over een periode van 10 jaar. Bij de bepaling van de benodigde aanpassingen wordt rekening gehouden met achterstanden of overschotten uit het verleden (met geheugen)
- **Maximale omvang:** 15% van het totale vermogen; een eventueel overschot wordt uniform % verdeeld over de deelnemers

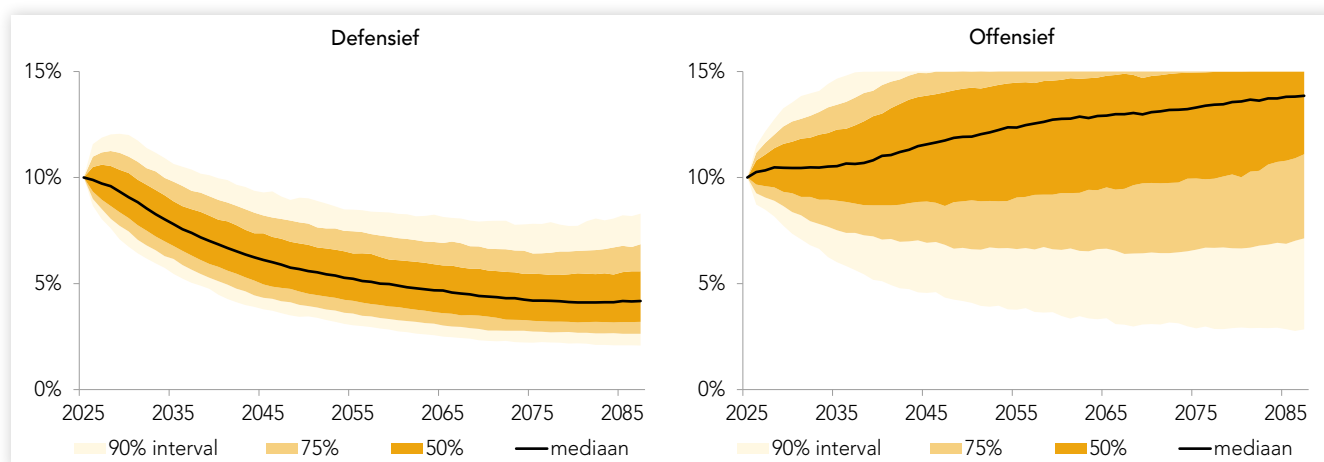
We analyseren verschillende beleggingsstrategieën bij uiteenlopende groottes van de solidariteitsreserve, uitgaande van de solidaire premieregeling met indirect rendement. De focus ligt in eerste instantie op de nominale risico's op korte termijn, aangezien dit het primaire doel van de solidariteitsreserve is zoals in dit artikel gehanteerd. In een vervolgartikel richten we ons meer op de lange termijn en gaan we dieper in op de interactie tussen de solidariteitsreserve, de pensioenkapitalen en het beschikbare budget vanuit de solidariteitsreserve.

Hoger verwacht rendement bij offensief beleid

Voordat we ons verdiepen in de korte termijn nominale risico's, beginnen we met een beknopte introductie. Wanneer de solidariteitsreserve een omvang heeft van bijvoorbeeld 10% ten opzichte van het totale pensioenkapitaal, is er mogelijk voldoende ruimte om de solidariteitsreserve risicovol te beleggen. Dit kan op de lange termijn naar verwachting een positief effect hebben op het rendement.

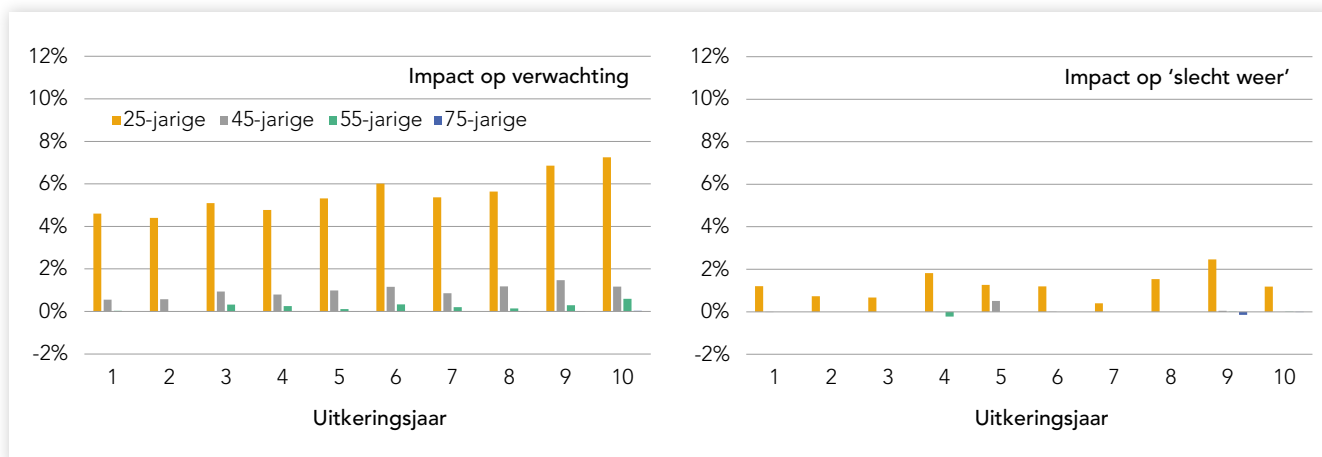
Dit wordt geïllustreerd in onderstaande figuur, waarin de scenario-uitkomsten worden weergegeven bij een defensief beleggingsbeleid (links) en een offensief beleid (rechts). De scenario's zijn afkomstig uit het Ortec Finance GLASS-model, waarbij de economische aannames van a.s.r. zijn gebruikt. Bij de doorrekening is uitgegaan van de solidaire premie-regeling met indirect rendement (SPR indirect). Bij het defensieve beleid wordt de solidariteitsreserve volledig belegd in euro-staatsobligaties met een AAA-AA rating. In het offensieve scenario wordt daarentegen volledig belegd in beurs-genoteerde (vastgoed)aandelen, high yield en emerging market debt (EMD).

Het offensieve beleid leidt tot een hoger verwacht rendement, maar gaat gepaard met hogere volatiliteit. Deze verhoogde volatiliteit komt duidelijk naar voren in Figuur 1, waar de uitkomsten een bredere spreiding vertonen.



Figuur 1: ontwikkeling solidariteitsreserve (bron: a.s.r. berekeningen)

Een interessante invalshoek is de impact op de verwachte (mediaan) reële pensioenuitkering en de uitkering onder ongunstige omstandigheden (5e percentiel) gedurende de uitkeringsfase. Onder reële uitkeringen verstaan we pensioenuitkeringen gecorrigeerd voor prijsinflatie. Figuur 2 toont daarom de procentuele impact op het reële pensioen, waarbij het offensieve beleggingsbeleid wordt afgezet tegen het defensieve beleid. Een positieve balk geeft aan dat de verwachte uitkering stijgt wanneer de solidariteitsreserve offensief in plaats van defensief wordt belegd; een negatieve balk duidt op een daling. Op de lange termijn (25-jarige) verbeteren de verwachte reële pensioenen aanzienlijk indien de solidariteitsreserve offensief is belegd. Dit is het gevolg van het bereiken van de maximumgrens van 15% ten opzichte van het totale vermogen, waardoor geld terugvloeit naar de deelnemers. Voor een 75-jarige nemen de korte termijn risico's niet toe, aangezien er voldoende buffer aanwezig is om tegenvallende jaren op te vangen.



Figuur 2: impact reële pensioenuitkering variant offensief t.o.v. defensief (bron: a.s.r. berekeningen)

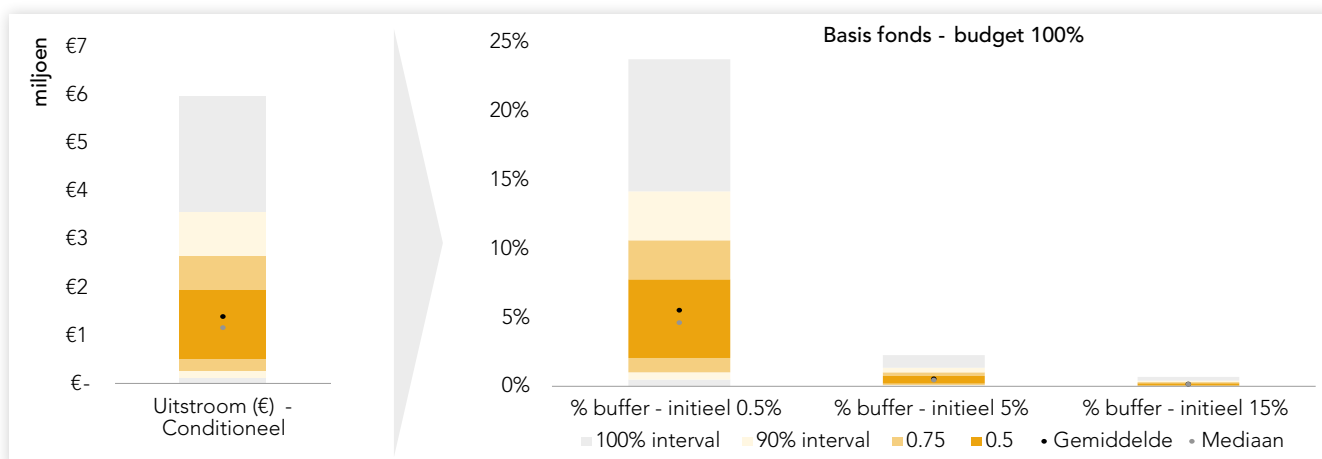
Inzicht in korte termijn risico's

De mate waarin de solidariteitsreserve als 'goed gevuld' wordt beschouwd, is een subjectief begrip en afhankelijk van diverse factoren. Denk bij deze factoren aan het doel van de solidariteitsreserve – bijvoorbeeld nominale bescherming of ook bescherming tegen onverwachte inflatie – en de samenstelling van de deelnemerspopulatie binnen het fonds. Het is van belang om deze aspecten zorgvuldig mee te nemen bij het bepalen van het beleggingsrisico binnen de solidariteitsreserve. Daarbij dient zowel naar de korte als ook de lange termijn te worden gekeken om een gebalanceerde afweging te maken. In het volgende onderdeel ligt de focus op de korte termijn risico's.

Korte termijn uitstroom solidariteitsreserve

Om beter inzicht te krijgen in de vraag of de solidariteitsreserve voldoende is gevuld, is in onderstaande figuur eerst gekeken naar de scenario's waarin een bijdrage vanuit de solidariteitsreserve noodzakelijk is om een nominale korting op een horizon van één jaar te voorkomen middels de "Ortec-methode". Daarbij speelt ook de mate van spreiding dus ook een rol. Bij deze "Ortec-methode" wordt de solidariteitsreserve ingezet om een daling van de lopende uitkeringen in een betreffend jaar te voorkomen. De persoonlijke pensioenkapitalen worden bij deze methode niet aangevuld.

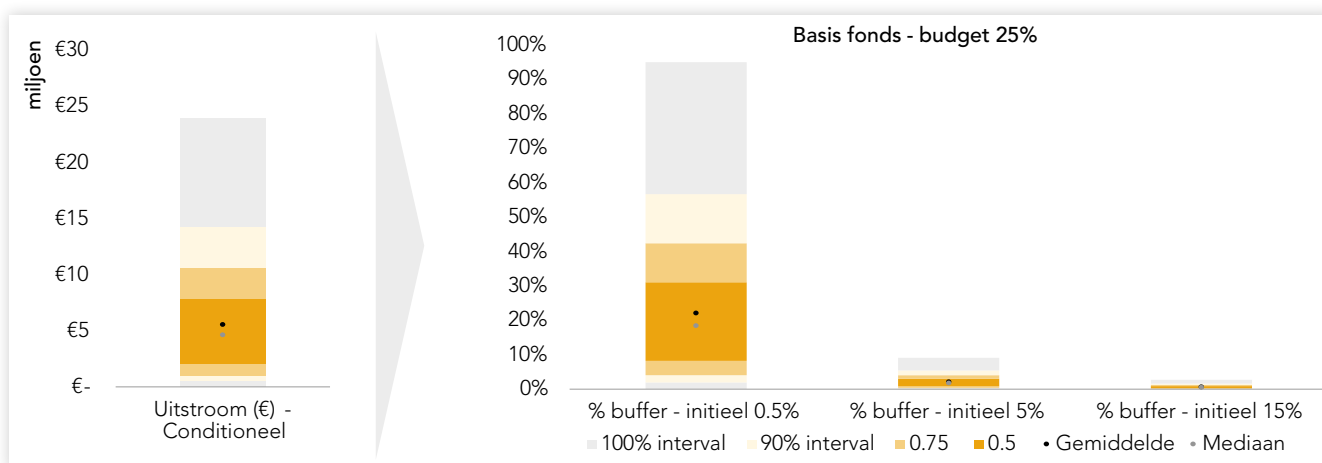
In bijna 37% van de scenario's is na afloop van het eerste jaar een bijdrage uit de solidariteitsreserve noodzakelijk om een nominale korting te voorkomen. Figuur 3 toont voor deze scenario's de verdeling van de benodigde uitstroom. Aan de linkerkant wordt het vereiste bedrag weergegeven in euro's, terwijl aan de rechterkant dezelfde bedragen zijn uitgedrukt als percentage van de waarde van de solidariteitsreserve. Hierbij is uitgegaan van drie verschillende startniveaus van de solidariteitsreserve: 0,5%, 5% en 15% van het totale vermogen. Het totale vermogen wordt gedefinieerd als de som van de solidariteitsreserve en de pensioenkapitalen.



Figuur 3: benodigde uitstroom solidariteitsreserve in euro's en % - budget 100% (bron: a.s.r. berekeningen)

Uit de analyse blijkt dat bij een buffer van 5% ten opzichte van het totale vermogen slechts 2% van de solidariteitsreserve hoeft te worden aangewend om het 1-jaars nominale kortingsrisico volledig af te dekken. Wanneer de reserve slechts 0,5% bedraagt, is gemiddeld circa 5% van de reserve nodig om een nominale korting te voorkomen. Voor volledige afdekking van het nominale kortingsrisico is een buffer van bijna 25% vereist.

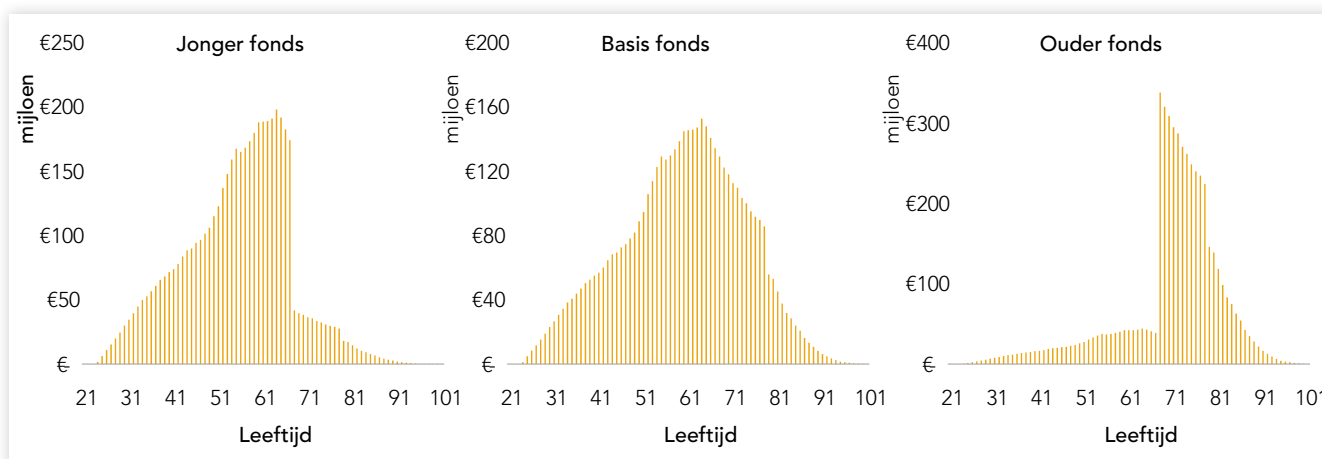
Om te voorkomen dat de solidariteitsreserve in één keer volledig wordt uitgeput, kan het fonds ervoor kiezen jaarlijks slechts een deel van de reserve in te zetten. Een dergelijk gelimiteerd jaarbudget draagt bij aan een evenwichtige verdeling tussen leeftijdscohorten. In dit artikel wordt uitgegaan van een jaarlijks budget van 25% van de solidariteitsreserve. Hoewel de keuze voor het jaarlijkse budget (uitgedrukt als percentage van de solidariteitsreserve) op zichzelf een uitgebreid onderzoek vergt, wordt dit hier niet verder behandeld. Met een gelimiteerd budget van 25% is logischerwijs een vier keer zo grote buffer nodig om een nominale korting te voorkomen, zoals weergegeven in Figuur 4. Figuur 4 toont dan ook dat bij een solidariteitsreserve van een 0,5% t.o.v. het totale vermogen, ruim 90% van de reserve moet worden gereserveerd om een nominale korting te voorkomen op een 1-jaars horizon.



Figuur 4: benodigde uitstroom solidariteitsreserve in euro's en % - budget 25% (bron: a.s.r. berekeningen)

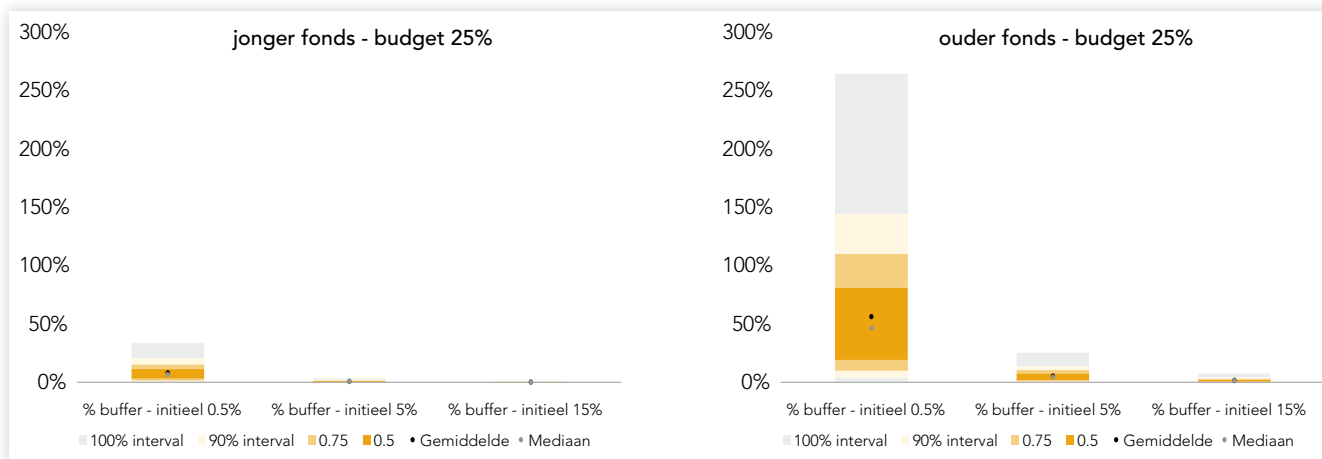
Gevoeligheid populatie op uitstroom

Zoals eerder aangegeven wordt de uitstroom uit de solidariteitsreserve mede beïnvloed door de samenstelling van het fonds, oftewel of het fonds relatief jong of oud is. Ter illustratie is het fictieve "basis"-deelnemersbestand dat in de berekeningen wordt gebruikt aangepast, zodat er initieel relatief meer ouderen ("ouder fonds") of jongeren ("jonger fonds") vertegenwoordigd zijn. De samenstelling van deze drie fondsen wordt in Figuur 5 weergegeven aan de hand van de kapitalen per leeftijd.



Figuur 5: samenstelling kapitalen fictieve fondsen (jonger, basis, ouder) (bron: a.s.r. berekeningen)

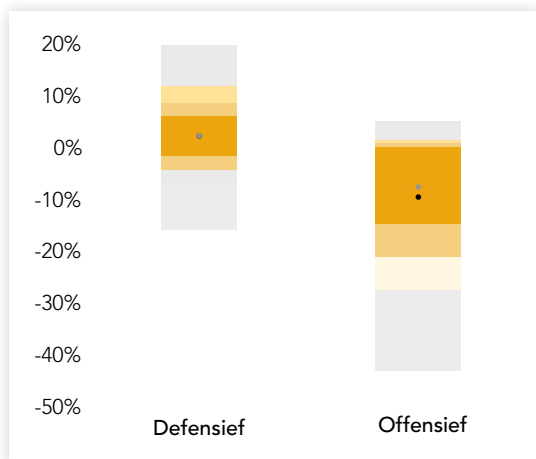
De invloed van de populatiesamenstelling op de uitstroom op een horizon van één jaar wordt weergegeven in Figuur 6. Hoe ouder de populatie van het fonds, des te groter de aanspraak op de solidariteitsreserve om de gewenste bescherming op korte termijn te realiseren.



Figuur 6: impact benodigde uitstroom fictieve fondsen (jonger en ouder) (bron: a.s.r. berekeningen)

Korte termijn beleggingsrisico van de solidariteitsreserve

De voorgaande figuren geven slechts een deel van het beeld. Het vermogen in de solidariteitsreserve wordt immers ook belegd, wat zowel een positieve als negatieve invloed kan hebben op de waarde van de reserve. In onderstaand voorbeeld wordt geïllustreerd hoe de defensieve en offensieve beleggingsstrategieën presteren in het eerste simulatiejaar, waarbij alleen gekeken is naar de scenario's waarin een bijdrage vanuit de solidariteitsreserve noodzakelijk is om een nominale korting op een 1-jaars horizon te voorkomen.

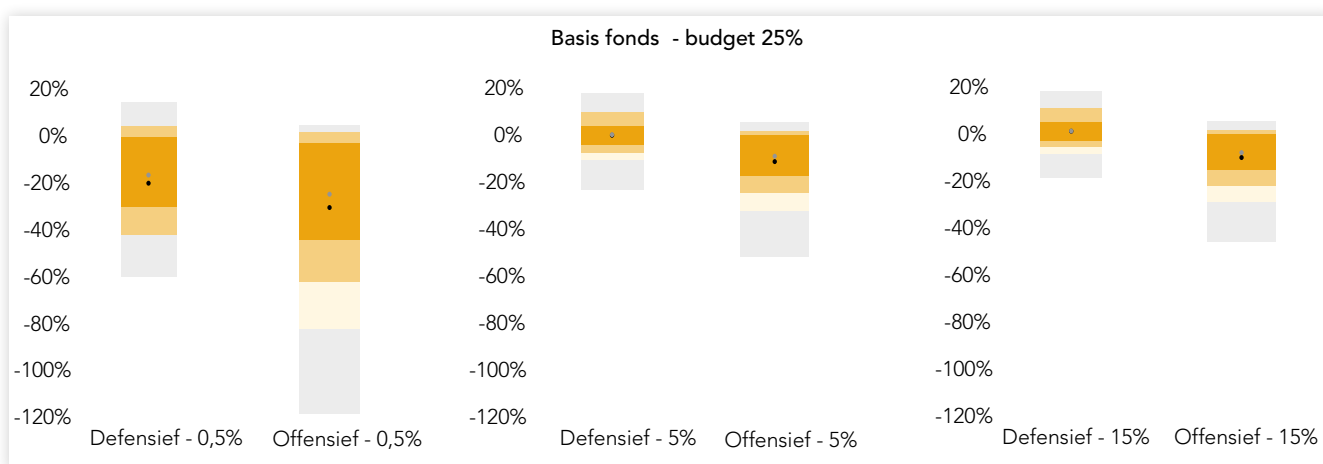


Figuur 7: 1-jaars beleggingsrendement bij scenario's nominale risico's (bron: a.s.r. berekeningen)

Figuur 7 laat zien dat, wanneer middelen moeten worden onttrokken uit de solidariteitsreserve om een nominale korting te voorkomen of te dempen, een defensieve beleggingsstrategie naar verwachting een positief rendement oplevert en daarmee diversificatie biedt. Omdat het nominale kortingsrisico onder de huidige aannames primair wordt gedreven door risico's op zakelijke waarden, vergroot een offensief beleid in deze omstandigheden de nominale risico's op korte termijn.

Korte termijn nominale kortingskansen

Het totaalrisico dat voortvloeit uit beleggingen en verplichtingen is niet de eenvoudige optelsom van beide; de onderlinge samenhang is immers niet altijd 1 op 1 en kan variëren over de tijd. Om het diversificatie-effect tussen beleggingsrisico en verplichtingenrisico verder te kwantificeren, zijn de uitgaande kasstromen van de solidariteitsreserve uit Figuur 4 getransformeerd tot een negatief rendement. De resulterende gecombineerde schok – die dus het diversificatie-effect meeneemt – is weergegeven voor zowel de defensieve als ook de offensieve strategie.

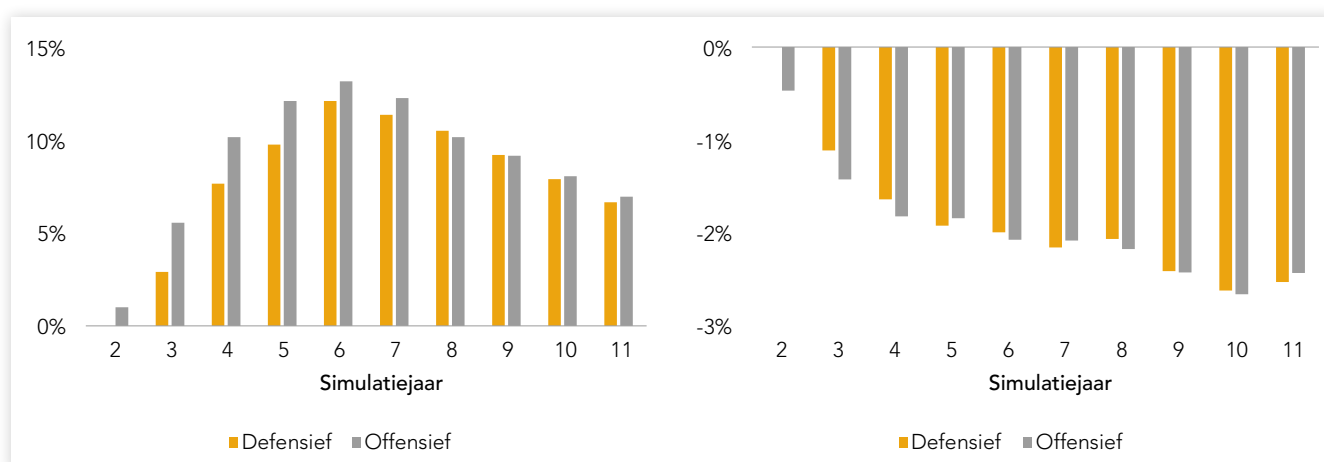


Figuur 8: gecombineerde schokken bij scenario's nominale risico's (bron: a.s.r. berekeningen)

Wat direct opvalt, is dat de gecombineerde schok bij de offensieve strategie sterker uitvalt dan de afzonderlijke verplichtingschok. Met andere woorden: de schokken bewegen vaak in dezelfde richting. Dit blijkt uit de hoge correlatie van 0,99. Deze nauwe samenhang komt doordat de negatieve correcties (bij een 100% afdekking van het renterisico) worden gedreven door een negatief overrendement. Te zien is dat in extreme scenario's de beschikbare middelen onvoldoende zijn om een nominale korting op een 1-jaars horizon te voorkomen wanneer de initiële buffer 0,5% bedraagt.

Bij de defensieve strategie wordt de negatieve schok aan de verplichtingenkant juist gedempt door het genomen beleggingsrisico. Bij een defensief beleid zal er gemiddeld genomen in dat scenario een positief rendement worden behaald in de scenario's waar een uitkeringstekort moet worden opgevangen. Dit diversificatie-effect komt ook terug in een beduidend lagere correlatie van circa 0,23. Zelfs in een extreem scenario zijn dan voldoende middelen beschikbaar om een nominale korting te voorkomen op een 1-jaars horizon. Doordat de nominale korting over een periode van 10 jaar wordt gespreid, zijn positieve resultaten op de financiële markten wel nodig om de nominale kortingen op langere termijn ook te voorkomen.

In Figuur 9 is terug te zien dat bij een defensief beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve op de korte termijn inderdaad de nominale risico's verkleind. Op de langere termijn zijn de kortingsrisico's echter vergelijkbaar met een offensief belegde solidariteitsreserve.



Figuur 9: Nominale kortingsrisico's 75 jarige bij solidariteitsreserve 0,5% (bron: a.s.r. berekeningen)

Een fonds kan uiteindelijk het korte en lange termijn risico voor deelnemers inzichtelijk maken middels de kans als ook de mate van een eventuele nominale korting op de korte als ook de lange termijn. Zo worden de risico's in één oogopslag duidelijk. Tabel 1 illustreert dit voor het cohort van 75-jarigen over 1, 21 en 51 jaar, waarbij is gevarieerd in de initiële vulling van de solidariteitsreserve en de samenstelling van het deelnemersbestand. De impact op de mate van korting tussen de variaties is beperkt en is daarom buiten beschouwing gelaten.

Offensief - nominale kortingskansen - jaar 1				Defensief - nominale kortingskansen - jaar 1			
%sol / populatie	jonger	basis	ouder	%sol / populatie	jonger	basis	ouder
0.5%	0.0%	1.0%	8.0%	0.5%	0.0%	0.0%	5.6%
5%	0.0%	0.0%	0.0%	5%	0.0%	0.0%	0.0%
10%	0.0%	0.0%	0.0%	10%	0.0%	0.0%	0.0%

Offensief - nominale kortingskansen - jaar 21				Defensief - nominale kortingskansen - jaar 21			
%sol / populatie	jonger	basis	ouder	%sol / populatie	jonger	basis	ouder
0.5%	4.5%	4.2%	4.0%	0.5%	4.0%	4.1%	3.4%
5%	1.1%	1.0%	0.6%	5%	0.4%	0.3%	0.4%
10%	0.2%	0.3%	0.4%	10%	0.0%	0.0%	0.2%

Offensief - nominale kortingskansen - jaar 51				Defensief - nominale kortingskansen - jaar 51			
%sol / populatie	jonger	basis	ouder	%sol / populatie	jonger	basis	ouder
0.5%	2.4%	2.3%	1.4%	0.5%	2.8%	2.6%	2.1%
5%	0.7%	0.6%	0.4%	5%	1.1%	0.8%	0.2%
10%	0.5%	0.5%	0.3%	10%	0.3%	0.3%	0.0%

Tabel 1: Nominale kortingskansen cohort 75 jarigen (jaar 1, 21, en 51) (bron: a.s.r. berekeningen)

De nominale kortingskansen op een horizon van één jaar bevestigen de eerder geschetste inzichten: de kans op korting neemt toe naarmate de buffer kleiner is, het fonds een oudere populatie kent en er offensief wordt belegd. Belangrijk om te benadrukken is dat ook andere onderliggende aannames een aanzienlijke invloed hebben. Denk bijvoorbeeld aan de spreidingsperiode voor mee- en tegenvallers. In de huidige berekeningen is uitgegaan van een periode van 10 jaar, maar een kortere spreidingsperiode (bijvoorbeeld 3 jaar) zou de nominale kortingskansen verder doen toenemen. Daarnaast spelen meerdere factoren een rol, met name op de middellange en lange termijn. Deze worden in het volgende deel nader toegelicht.

Op de langere termijn blijkt dat de nominale risico's niet altijd hoger liggen bij een offensieve strategie. Dit onderstreept de afweging tussen korte en lange termijn: 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. Dit komt doordat een offensief beleid op de lange termijn naar verwachting extra rendement oplevert. Bovendien is zichtbaar dat op de lange termijn de kortingskansen juist afnemen bij een ouder fonds. Deze aspecten worden in het volgende onderdeel verder uitgewerkt.

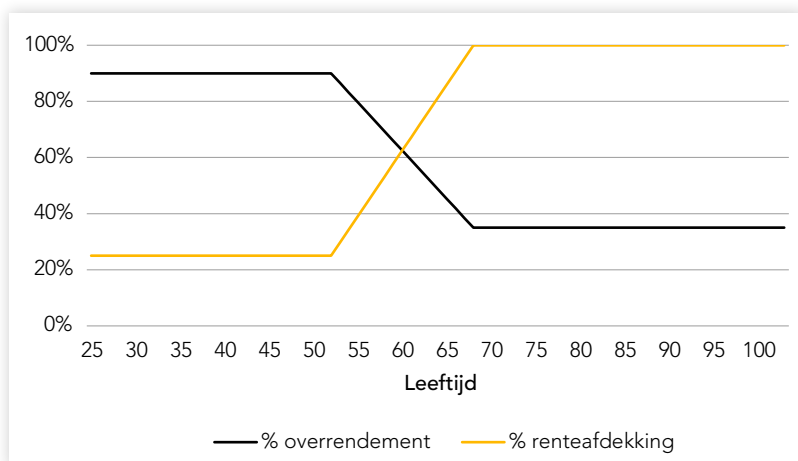
Tot slot

Het inzichtelijk maken van de nominale risico's op zowel korte als lange termijn helpt beleidsbepalers te bepalen in hoeverre de buffer toereikend is om een offensievere beleggingsstrategie te rechtvaardigen. Op de lange termijn levert een offensiever beleid naar verwachting immers meer rendement op. In het volgende deel richten we daarom de blik nadrukkelijker op de lange termijn en zoomen we verder uit om het totale beeld scherper in kaart te brengen. Daarbij besteden we ook aandacht aan de dynamiek tussen de solidariteitsreserve en het totale belegde vermogen, een factor die op de lange termijn een steeds dominantere rol zal spelen.

Appendix

Algemeen	
Startdatum simulatie	dec-24
ALM software	GLASS Ortec Finance
Scenarioset	a.s.r. Neutraal
Deelnemersbestand	
Leeftijdsamenstelling	Bevolkingspiramide Nederland per 2024
Verhouding actieven/slapers	50/50
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - initieel	1.40%
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - jaar 20	2.90%
Solidariteitsreserve	
Maximaal	15%
Instroom	Max(0, 1% overrendement)
Uitstroom	Voorkomen daling nominale uitkering De solidariteitsreserve wordt alleen ingezet om daling van lopende uitkeringen in een betreffend jaar te voorkomen. De persoonlijke pensioenkapitalen worden niet aangevuld
Spreiding	
	Benodigde aanpassingen in de uitkeringen (positief danwel negatief) worden uitgesmeerd over 10 jaar Met geheugen
Premie	
	Vast 20%
Beschermingsportefeuille	
	Staatsobl euro AAA-AA (50%) / Bedrijfsobl IG euro (30%) / Hyp NL (20%) Nominale rente overlay
Rendementsportefeuille	
	Aandelen ontwikkelde markten (80%), Aandelen opkomende markten (5%), High Yield (5%) EMD HC (5%), Beursgenoteerd vastgoed (5%)

Tabel 2: uitgangspunten berekeningen



Figuur 10: % overrendement en % renteaafdekking

