

Pensioenfondsen op Crashdieet

We zitten midden in de grootste pensioenhervorming ooit. Maar terwijl de sector vooral spreekt over deelnemercommunicatie, DNB-invaarbeschikkingen en de vraag of administraties de overgang beheerst aankunnen, blijft één risico opvallend onderbelicht: de sluipende trend van versimpeling in beleggingsportefeuilles, een soort beleggingsdieet dat ongemerkt steeds meer voedingsstoffen schrapt. Toch is dat juist niet het goede antwoord op een omgeving met hoge inflatie. Juist daar bieden private markten een waardevolle rol om portefeuilles robuuster en pensioen koopkrachtig te laten zijn.

Bij de grootste bedrijfstakfondsen, blijft de illiquide kern overeind. Bij de rest zie je wel de neiging, in meer of mindere mate, om complexere of illiquide bouwstenen te schrappen – mede door een toezichthouder die begrijpelijkheid en beheersbaarheid zwaar laat wegen. Alles wat moeilijk uitlegbaar, minder frequent te waarderen of governance-intensief is komt onder druk te staan.

Wie naar het buitenland kijkt, ziet waarom het versimpelingsscenario een serieuze waarschuwing verdient. Veel DC-stelsels beleggen vanaf het begin zeer eenvoudig: liquide markten, een vleugje vastgoed, en weinig daarbuiten. Litigation risk, dagelijkse waardering en fee caps blokkeren er

de opbouw van illiquide lagen. Dat oogt overzichtelijk en is goed uitlegbaar, maar biedt niet altijd de robuustheid die een lange beleggingshorizon vraagt. Het is een eindbeeld dat ook in Nederland kan ontstaan als de druk richting standaardisering te groot wordt.

Dat maakt deze fase kwetsbaar. Nederland komt uit een pensioenwereld waarin complexiteit waarde toevoegde, maar stapt in een stelsel waarin eenvoud een sterke institutionele aantrekkingskracht heeft. Combineer dat met uitvoerbaarheid onder de Wtp, schaalverschillen tussen fondsen en een steeds hogere norm van begrijpelijkheid, en de kans op structurele verschrapping is reëel. Dan dringt zich wel de vraag op: wat blijft er over van een pensioenfonds dat gaat beleggen als een buitenlandse DC-app?

Versimpeling in een steeds complexere wereld

Een bepaalde mate van eenvoud is in een transitiefase logisch. Stabiliteit, liquiditeit en uitvoerbaarheid verdienen nu terecht prioriteit. Maar tijdelijke eenvoud kan ongemerkt ontaarden in structureel beleid – juist terwijl de omgeving ingewikkelder wordt.

Een handvol Amerikaanse megacaps bepaalt een groot deel van het beursrendement op publieke aandelen. Markten reageren vaker op kapitaalstromen dan op fundamentals. Inflatie blijft hardnekkig, en de financieringsvraag van energie, infrastructuur en

digitalisering overstijgt wat publieke markten kunnen dragen. In hoeverre is een portefeuille die zwaar leunt op publieke aandelen geschikt voor zo'n omgeving?

Een complexere portefeuille is wellicht waardevol in de huidige omgeving maar de drempels liggen ook steeds hoger. Toezichthouders dringen aan op begrijpelijkheid en beheersbaarheid. Daarmee is complexiteit nuttig voor de portefeuille, maar het maakt illiquide strategieën governance-intensiever. Vooral kleinere fondsen ervaren die druk: elke extra bouwsteen vraagt capaciteit in een periode waarin migratie, datakwaliteit en communicatie al veel aandacht opeisen.

Tijdens de transitie naar de Wtp biedt eenvoud wel rust, maar beperkt het ook de weerbaarheid. Een portefeuille die vooral op liquide markten leunt, lijkt overzichtelijk, maar kent meer concentratie, minder diversificatie en minder bronnen van reële cashflows. Het is beleid dat bij mooi weer soepel loopt, maar weinig buffer heeft voor langdurige tegenwind.

Private markets: functie, geen franje

Private markets bieden juist wél de elementen die publieke markten minder leveren: stabielere cashflows, bredere spreiding en minder afhankelijkheid van megacaps. Ook voor fondsen zonder grote schaalvoordelen is dat geen luxe maar een noodzakelijke bouwsteen.

Toch onderstreept de internationale vergelijking het beeld dat sommige pensioenstelsel private markten ontbreken. In de Verenigde Staten blijven private assets nagenoeg afwezig in 401(k)-regelingen, omdat litigation risk en dagelijkse waardering weinig ruimte laten voor illiquiditeit. Het Verenigd Koninkrijk kent vergelijkbare beperkingen door fee caps en gestandaardiseerde default-fondsen. Australië vormt de uitzondering: daar konden default-fondsen juist wél breed in private markets beleggen, maar vooral dankzij enorme schaal en een governanceketen die daarop toegerust is. Het laat zien dat complexiteit



geen vanzelfsprekendheid is, maar condities vraagt.

Juist vanwege de toegevoegde waarde is het opmerkelijk dat private markten bij sommige Nederlandse fondsen als eerste onder druk komen. Niet vanwege tegenvallende resultaten, maar omdat ze minder goed passen in een meer gestandaardiseerd en individueel systeem. Het maakt de portefeuille misschien begrijpelijker maar ook fragieler. Professioneel beleggen betekent risico's organiseren, niet reduceren tot uitsluitend het eenvoudig uitlegbare.

Daarmee komt een legitimiteitsprobleem in beeld. De verplichtstelling bestaat niet omdat pensioenfondsen liquide markten efficiënt kunnen invullen, dat kan iedere deelnemer zelf. Ze bestaat omdat fondsen iets kunnen wat individuele beleggers en veel buitenlandse DC-regelingen niet kunnen: waarde ontsluiten in illiquide markten, schaal creëren, risico's spreiden over generaties en kapitaal naar de reële economie bewegen.

Een pensioenfonds dat zich gedraagt als een DC-app, verliest uiteindelijk het recht om geen DC-app te zijn

Verdwijnt dat onderscheid, dan blijft er weinig over dat collectiviteit rechtvaardigt. Dan resteert een lifecycle die wel persoonlijker is, maar niet sterker. De opgave is daarom niet om portefeuilles simpeler te maken, maar om ze toekomstbestendig te houden. Niet om risico's te vermijden, maar om ze te structureren. Niet om dashboards te optimaliseren, maar om koopkracht te beschermen.

Eenvoud is een begrijpelijke reflex in een intensieve transitie. Maar een stelsel dat uitsluitend lichte kost toestaat, bouwt geen uithoudingsvermogen op. Op de lange afstand wint niet de portefeuille die het makkelijkst uitlegbaar is, maar die het beste overeind blijft in een tijd van hoge inflatie en geopolitieke onrust. Dat is hoe pensioenfondsen hun legitimiteit behouden en ook in de toekomst waarde ontsluiten voor hun deelnemers.

Thomas van Galen,
hoofdstrateeg Achmea Investment
Management

Lifelong learning for continuing relevance

MiFID II Stay Compliant Program

New program 2026
for institutional **investment advisors**
and institutional **information providers**



We proudly present **our modules and valued contributors**

Sustainability and Responsible Investing

- **Martine Kruitbos** – Advisor Responsible Investment – MN
- **Martine Koridon-Rommen, CFA** – Advisor Responsible Investments – MN

Macroeconomics

- **Thomas van Galen** – Chief Strategist – Achmea Investment Management

Private Markets

- **Arjen Monster, CFA** – Executive Director – Multi Asset Solutions – Goldman Sachs Asset & Wealth Management

Pensions and Investment Process

- **Cees Harm van den Berg, CFA** – Expert Strategist – APG Asset Management
- **dr. Rogier Swierstra** – Total Portfolio Manager – PGGM

Artificial Intelligence

- **Tjeerd van Cappelle** – Founder & Managing Director – aiLiftoff

Supervisory Themes

- Reading materials only

If you would like to receive more information, please contact:

Andrej Antonijevic, CFA • Education Coordinator • CFA Society Netherlands
andrej.antonijevic@cfasociety.nl • +31 20 299 6590

