

Veranderingen op komst in de verdeling van rendementen en risico's

Door Jan Jaap Omvlee Fotografie Cor Salverius



We gaan van het vertrouwde nFTK naar een nieuw pensioenstelsel. Hoe ziet beleggen onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC) eruit? Negen experts buigen zich tijdens een Ronde Tafel over zaken als beschermingsrendement versus overrendement, illiquide beleggingen en een mogelijke tweedeling tussen pensioenfondsen die het zich kunnen veroorloven om meer risicovol te beleggen en pensioenfondsen die kiezen voor een defensievere koers.

In hoeverre verwachten jullie dat er (significante) verschillen zullen zijn tussen de beleggingsportefeuilles bij pensioenfondsen onder het huidige nFTK en onder het nieuwe pensioenstelsel?

Anton Wouters: 'Ik zeg niet dat de verschillen groot worden, maar er zal wel een aantal zaken veranderen die de portefeuilles nu gedeeltelijk risicomijdend houden. Het Vereist Eigen Vermogen (VEV) gaat vervallen en er komt een solidariteitsreserve die de mogelijkheid biedt om de slechte jaren op te vangen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat je iets agressiever gaat beleggen. Sommige partijen zullen daar wel gebruik van maken, al hangt dat ook af van zaken als risicohouding enzovoorts. Het is nog niet gezegd dat dat gebeurt. Als je kijkt naar een DC-lifecycle en je past die toe op het gemiddelde pensioenfonds, zien we dat de nadruk iets meer verschuift naar de rendementsportefeuille. Dit kan anders liggen voor een specifiek jong of oud pensioenfonds. Met name jongere pensioenfondsen zullen de kans krijgen om dat wel te gaan doen, de oudere fondsen zullen misschien niet zo heel veel hoeven te veranderen, met name als deze in het NPC blijven. Eerlijk gezegd verwacht ik wel dat er wat verschillen gaan ontstaan binnen het nieuwe stelsel, maar met name ook tussen de twee varianten.'

Wilse Graveland: 'Ik denk dat het nog te vroeg is om nu conclusies te trekken, omdat datgene wat door de sociale part-

ners wordt bepaald uiteindelijk leidend is voor de toekomst. De inrichting van beleggingen hangt samen met risicopreferentie, projectierendement en premie. De samenhang is dus belangrijk. Het positieve aan het NPC is dat de premie, risicopreferenties en verwachte rendementen samen het geheel vormen en dat je een optimale balans moet zoeken voor duurzaam pensioenresultaat.'

Marcel Kruse: 'De risicohouding is leidend. Ook zie ik geen reden om aan te nemen dat deze wezenlijk anders wordt. Vanuit dat oogpunt zou je kunnen stellen dat er vanuit de basis geen reden is om significante wijzigingen in de beleggingsportefeuille door te voeren. Ik constateer echter ook dat het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte biedt om het beleggingsbeleid te wijzigen en dat er vanuit daar wel veranderingen gaan plaatsvinden. Een voorbeeld hiervan is dat er in het nieuwe pensioenstelsel niet de stringente kapitaaleisen van het nFTK zijn. Dit biedt pensioenfondsen die nu door hun lage dekkingsgraad in het nFTK worden beperkt, de mogelijkheid om meer beleggingsrisico te nemen.'

Martin Sanders: 'Nu de buffereisen vervallen, biedt het nieuwe pensioenstelsel meer ruimte om te bewegen van een regelgevingsgedreven portefeuille naar een economisch geoptimaliseerde portefeuille. In dat kader verwacht ik dat een verschuiving zal plaatsvinden naar meer return seeking-beleggingen in de matchingportefeuille, zoals SSA- en bedrijfsobligaties en meer illiquide beleggingen in de returnportefeuille. Aangezien pensioenfondsen steeds grotere pensioenuitkeringen moeten doen, zal de aandacht voor cashflow-gedreven beleggingen (CDI) in de portefeuille toenemen.'

Jeroen Roskam: 'In geval van invaren kan veel hetzelfde blijven, ervan uitgaand dat de collectieve risicohouding in redelijke mate overeenkomt met de geaggregeerde risicohouding. De verwachting is echter dat macro-allocaties naar vastrentend/matching zullen afnemen en dat vice versa allocaties naar rendementsbeleggingen naar verwachting toenemen. En daarbij denk ik dat de term renterisico opnieuw tegen het licht moet worden gehouden. Renterisico is niet het juiste woord voor

Voorzitter:

Tim Barlage, Director KPMG Advisory – Asset Management

Deelnemers:

Gosse Alserda, Aegon Asset Management

Henk Bets, Confident
Wilse Graveland, Kempen Capital Management

Marcel Kruse, Milliman Financial Strategies

Gerard van de Kuilen, Bestuurder, (Intern) Toezichthouder, Docent en Adviseur

Jeroen Roskam, Achmea Investment Management

Martin Sanders, AXA Investment Managers

Stef Vermeulen, PGGM

Anton Wouters, BNP Paribas Asset Management



VOORZITTER

Tim Barlage

Tim Barlage is verantwoordelijk voor de adviesdienstverlening vanuit KPMG richting asset owners. Hij houdt zich bezig met trajecten op het gebied van fiduciair en integraal vermogensbeheer, strategische verandertrajecten en ontwikkelingen omtrent risicomanagement. Binnen KPMG maakt Barlage deel uit van het management van het vermogensbeheer- en het pensioenteam. Daarnaast behoort hij tot het kernteam inzake het Pensioenakkoord en verzorgt hij met grote regelmaat diverse trainingen voor klanten van KPMG.



Gosse
Alserda

Gosse Alserda begon in 2017 bij Aegon Asset Management als Investment Strategist en is sinds 2018 teamlid van het overkoepelende Client Investment Solutions Team. Hij adviseert fiduciaire klanten omtrent de strategische asset allocatie. Alserda studeerde Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, waar hij ook promoveerde in Finance. Alserda is verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA en CAIA charterholder.



Henk
Bets

Henk Bets heeft na het afronden van zijn studie Actuariële Wetenschappen in diverse functies bij levensverzekeraars gewerkt. Vanaf 1996 is hij werkzaam in de pensioensector. Eerst als Hoofd Actuariële Zaken bij PVF Pensioenen en daarna als Directeur en Eigenaar van Actuariële Adviesbureau Confident. Bets adviseert pensioenfondsen, werkgevers, ondernemingsraden, vakbonden, pensioenuitvoerders en steeds vaker deelnemers.



Wilse
Graveland

Wilse Graveland is Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen. Hij is verantwoordelijk voor alle institutionele oplossingen binnen Van Lanschot Kempen en is sinds 2004 werkzaam bij de vermogensbeheerder. Daarnaast is hij Account CIO voor een aantal fiduciaire relaties en verantwoordelijk voor de fiduciaire dienstverlening in Nederland, Engeland en Zwitserland.



Marcel
Kruse

Marcel Kruse is Director of Portfolio Solutions en verantwoordelijk voor Milliman Financial Strategies, de hedging en overlay solutions-entiteit van Milliman. Ook adviseert hij Nederlandse pensioenfondsen over het beheer van financiële balansrisico's. Kruse is afgestudeerd aan de Vrije Universiteit in Bedrijfskunde van de Financiële Sector en hier heeft hij daarna ook zijn post-doctoraal Investment Management behaald.



Gerard
van de Kuilen

Gerard van de Kuilen heeft in 2005 Cavani Analyse & Advies opgericht, een adviesbureau dat gespecialiseerd is in beleggingsbeleid, balansbeheer en ALM. Daarnaast bekleedt hij verschillende nevenfuncties bij onder meer Bedrijfstakpensioenfondsen voor het Kappersbedrijf, NV Schade en Pensioenfondsen Eriks. Van de Kuilen is afgestudeerd als Bedrijfseconometrist (Erasmus Universiteit).



Jeroen
Roskam

Jeroen Roskam is 19 jaar werkzaam in de financiële sector en werkt sinds maart 2017 als Fiduciair Adviseur bij Achmea Investment Management. In deze functie adviseert hij pensioenfondsen en is hij nauw betrokken bij vraagstukken op het gebied van beleggingsbeleid, risicobeheer en portefeuilleconstructie. Daarvoor werkte hij als Client Advisor bij J.P. Morgan Asset Management en als Portfolio Manager bij Schretlen & Co. Roskam is CFA charterholder.



Martin
Sanders

Martin Sanders is sinds 2020 werkzaam bij AXA Investment Managers als Head of Pension Investments. Hiervoor was hij Managing Director bij Altis Investment Management. Sanders werkt sinds 1991 in de Nederlandse en Europese pensioenwereld. Gedurende 11 jaar was hij CIO bij Univest Company. Zijn expertise strekt zich uit van LDI-beheer en strategische en dynamische assetallocatie tot managerselectie en -monitoring.



Stef
Vermeulen

Stef Vermeulen is als Master Actuaris voor Pensioenfondsen Zorg & Welzijn (PFZW) werkzaam bij PGGM. Hij geeft het bestuur van PFZW onafhankelijk advies over de pensioenregeling en de financiële opzet, waaronder het beleggingsbeleid. Ook vervult Vermeulen de rol van Actuariële Sleutelfunctiehouder van PFZW. Sinds 2006 is hij werkzaam bij PGGM als ALM-adviseur voor meerdere pensioenfondsen. Hij gaf ook leiding aan het ALM-team.



Anton
Wouters

Anton Wouters is sinds 2017 verantwoordelijk voor maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. In 1984 startte hij bij Amro Bank en in 2004 werd hij verantwoordelijk voor LDI en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNPP AM. In deze rol heeft Wouters het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet. Hij is afgestudeerd in de Wiskunde aan de TU Delft.

een jonge deelnemer. Het opgebouwde kapitaal is relatief klein, de uitkeringsfase nog ver weg, de eindsom onzeker en we moeten gaan accepteren dat de nieuwe regeling onzekerheid mag hebben. Anders blijven we het oude doen in een nieuw jasje.'

Gerard van de Kuilen: 'Het wordt dynamischer. We zitten nu klem in tijden van extreem lage rente binnen dat FTK, waardoor we eigenlijk nog steeds langlopend vastrentend moeten beleggen. We krijgen wat meer ruimte om portefeuilles bij te sturen afhankelijk van het niveau van de rente. Tegelijkertijd is deze opmerking levensgevaarlijk, want als we dit al vijf of zes jaar geleden hadden toegepast, hadden we misschien vanwege de extreem lage rente het lange eind van de portefeuille verkocht, met het idee dat het bijna niet mis zou kunnen gaan.'

Wouters: 'We hebben 15 jaar lang gedacht dat de rente vooral omhoog kon gaan. Daardoor zijn pensioenfondsen niet alles gaan afdekken, terwijl de rente alleen maar omlaag is gegaan sinds de introductie van het FTK. Ik denk dat die dynamiek ertoe leidt dat je de kans krijgt te profiteren van dingen waarvan je nu geen gebruik mag maken omdat je bijvoorbeeld niet meer risico mag nemen.'

Van de Kuilen: 'Ik hoop dat pensioenfondsbesteders niet op basis van een kortetermijnvisie zulke bewegingen zullen maken. Dat is wel het risico dat er in zit. Ik heb discussies meegemaakt bij pensioenfondsen in 2007, toen de eerste pensioenwet kwam en het renterisico ineens een rol begon te spelen. Daar hebben we eerst vijf jaar over gediscussieerd en toen werd er geconstateerd dat we misschien vijf jaar geleden iets minder renterisico hadden moeten nemen. Ik mag hopen dat we vooral uitgaan van wat we willen bereiken. De kracht van wat we nu doen, is de toegezegde uitkeringen centraal stellen. Over hoe we dat precies doen, kunnen we een hele discussie voeren, maar we blijven ons met beleggingen steeds richten op de doelstelling om te zijner tijd uit te keren. Als je meer naar een asset-only benadering gaat, dan zul je zien dat er dingen misgaan. Rendementen vanuit beleggingsperspectief zullen weliswaar prima passen, maar in

combinatie met wat je probeert te bereiken, kan het misgaan.'

Wat gebeurt er als je een lifecyclebenadering toepast, waarbij per generatie of per leeftijdscohort meer of minder risico zal worden genomen?

Stef Vermeulen: 'Als je de standaard lifecyclebenadering pakt en toepast op een gemiddeld pensioenfonds kom je ongeveer op het huidige beleggingsbeleid uit. De vraag is echter of dat, gegeven de risicohouding, doelstellingen en de manier waarop je schokken gaat spreiden, diezelfde standaard lifecycle gaat opleveren. De mogelijkheid om leeftijdschorten passende risico's toe te delen, kan bijvoorbeeld tot afwijkingen van die standaard lifecycle leiden. Als je in het algemeen kijkt naar de pensioenen die worden ingevaren, dan zijn dat vrij hoge, goede pensioenen. In het deelnemersonderzoek zijn er deelnemers die daardoor zeggen: wij hebben wel behoefte aan een defensiever beleid. Of dat verstandig is, is een andere vraag, maar het zijn wel hele cruciale keuzes voor de hoeveelheid zakelijke waarden die uiteindelijk in een portefeuille terecht komt.'

Sanders: 'Met de introductie van een lifecyclebenadering per leeftijdscohort introduceer je rendementsverschillen per deelnemer uit verschillende cohorten. Ieder jaar zullen er deelnemers zijn wier behaalde rendement tegenvalt en verschilt van de deelnemers uit cohorten waar het rendement meevalt. Ik verwacht dat dit voor veel vragen en verwarring gaat zorgen. Nu heeft het pensioenfonds het 'goed' of 'slecht' gedaan, straks is dit niet meer zo eenduidig. Van ontevreden deelnemers van wie het rendement tegenvalt, kunnen meer vragen worden verwacht.'

Wouters: 'Voor jongere pensioenfondsen, waar het vermogen veel meer richting jongere deelnemers gaat, zul je een verandering zien, maar voor het gemiddelde pensioenfonds niet. Voor pensioenfondsen met veel oudere deelnemers moet je je afvragen of je niet zelfs al defensiever moet gaan beleggen.'

Vermeulen: 'Stel dat de lifecycle wordt ingericht op basis van de optimale verde- >

'Het positieve aan het NPC is dat de premie, risico-preferenties en verwachte rendementen samen het geheel vormen en dat je een optimale balans moet zoeken voor duurzaam pensioenresultaat.'



ling van risico over de levensloop van een gemiddelde deelnemer die zijn leven lang bij het fonds deelneemt. Dit is een dilemma waar ook de vraag onder valt of je de leenrestrictie gaat opheffen. Voor hetzelfde voorbeeldpensioenfonds betekent dit dat de beleggingsrisico's meer aan het begin van de levensloop van deelnemers worden gelopen. Omdat dit voor bestaande 55-jarige deelnemers tot een defensievere lifecycle leidt, wordt het collectieve beleggingsbeleid een stuk defensiever.'

Graveland: 'Vanuit het oogpunt risicomanagement op maat (lifecycle) is het de vraag of het huidige toezichthouderskader beklemmend is geweest. Het startpunt is in elk geval een nominaal kader, omdat deelnemers een bepaalde mate van zekerheid willen. Ik denk dat er in de toekomst veel meer discussie komt over wat je voor jongeren en wat je voor ouderen/gepensioneerden wilt bereiken. Wil je een nominale doelstelling of een reële doelstelling voor opbouw en/of uitkeringen en hoe breng je dat samen in één regeling? Dit is in lijn met de risicomanagement-opmaat-gedachte. Afhankelijk van de populatie en de uitgangspunten van sociale partners kan daar een totale beleggingsmix uitkomen die per pensioenfonds sterk kan verschillen. Ik denk dat het heel lastig is om te generaliseren wat de implicaties

voor de beleggingen zijn en dat de uitkomst heel afhankelijk is van de risicopreferentie en populatie.'

Van de Kuilen: 'Wat wordt ons doel überhaupt als we met z'n allen bedenken dat een reëel pensioen het enige is wat telt met de lange looptijden die we hebben? Ik hoop dat dit echt in de regelgeving eromheen komt en zo niet, dan denk ik dat je iets mist. De vraag is wat defensief beleggen nu eigenlijk is. Ik ben voorzitter bij het Pensioenfonds Kappers en we hebben netjes de helft van het renterisico afgedekt. We komen vervolgens over de afgelopen zes jaar – dit jaar niet overigens – in de staatjes van het FD als best presterende bedrijfstakpensioenfonds naar boven. Beleggen we nu zo offensief? Welnee, we hebben hele jonge deelnemers waardoor we dus een deel van de renteafdekking moeten zoeken in langlopende swaps en obligaties. Die hebben het door de gedaalde rente heel goed gedaan. Dat is geen offensief beleggen, maar het gevolg van de langlopende verplichtingen. Tegelijkertijd is dat nu net het effect waarvan ik bang ben dat we dat kwijtraken als we ons niet richten op de vraag wat we per se aan de deelnemers willen uitkeren.'

Roskam: 'Ik denk dat we voorzichtig moeten zijn met de wens voor regelgeving

rondom het vraagstuk van inflatiebescherming c.q. reëel pensioen. Als je dat als norm gaat invoeren, dan zoeken pensioenfondsen ook instrumenten die daarbij passen: inflation-linked bonds en inflatiewaps. En we moeten onderkennen dat die markten te klein zijn om aan de potentiële vraag van pensioenfondsen tegemoet te komen. Een reële doelstelling is mijns inziens goed in te vullen door het streven naar een robuust overrendement en/of het inrekenen van een marge voor inflatie in het projectierendement.

Gosse Alserda: 'Ik zie zelf de beweging naar asset-only waarover gesproken wordt niet. Deelnemers blijven sterk afhankelijk van de rente en daarom blijft het vanuit risicoperspectief belangrijk om de rente af te dekken. Afhankelijk van je rentevisie kan de renteafdekking – bijvoorbeeld via oprenting – ook een bijdrage leveren aan het verwacht rendement, waardoor voor jongeren de renteafdekking extra waarde kan toevoegen. Kortom, wellicht wordt er zelfs meer afgedekt dan nu het geval is.'

Van de Kuilen: 'Ik zie het niet als risico, omdat ik de regelgeving eromheen nog niet heb gezien. Dus als je in beeld houdt wat we te zijner tijd nu echt uitkeren en als dat goed handen en voeten krijgt, zodat het begrepen wordt door mensen, dan ben ik het helemaal met je eens en gaan we een mooi stelsel tegemoet. Als dat op iets onbegrijpelijks uitdraait, waarbij eindeloos wordt gediscussieerd door actuarissen en technuten en iedereen die dat rekenwerk interessant vindt, dan ben ik bang dat we naar asset-only gaan, want dat begrijpen die bestuurders beter.'

Graveland: 'Het is altijd heel mooi om te zeggen: we willen reëel pensioen. Maar het wordt ook heel snel een valse belofte, doordat een nominale en reële doelstelling door elkaar heen lopen en het voldoen aan beide lastig valt te combineren.'

Van de Kuilen: 'Belangrijk is dus vooral dat je inderdaad eenduidig bent. Pas sinds de introductie van de haalbaarheidstoets in 2015 wordt naar de vraag gekeken wat eigenlijk de waardevastheid van een pensioen is. Daarom juich ik om die haalbaarheidstoets, ondanks alle beperkingen die deze heeft. Het is het enige

punt in de regelgeving waar daadwerkelijk naar koopkracht wordt gekeken.'

Hoe positioneren pensioenfondsen zich in de periode vóór de invoering van het NPC, gedurende het 'interim-FTK'?

Sanders: 'Ik denk dat er een tweedeling zal ontstaan. Pensioenfondsen die het zich kunnen veroorloven om risicovol te beleggen, ook binnen het huidige FTK, gaan opschuiven naar een optimale portefeuille onder het NPC. Elke stap die ze gaan zetten in de komende jaren, zal in die richting gaan. Ik denk dat er daarnaast een groep pensioenfondsen is die zich dat helemaal niet kan veroorloven en die vreest de grens van het invaren niet te zullen halen en wellicht moet gaan korten. Die fondsen kunnen wel eens reageren door defensiever te gaan beleggen om er zeker van te zijn dat zij de minimale grens van 95% zullen halen.'

Roskam: 'Er ontstaat mogelijk een spagaat: minder risico nemen op korte termijn om grote kortingen te vermijden bij invaren versus risicobudget inzetten om aan de langetermijnambitie te voldoen. Er kan zich een status quo bias ontwikkelen. Het transitie-FTK kent nog steeds een dekingsgraad, waardoor pensioenfondsen – net als nu – primair kijken naar dekingsgraadrisico's.'

Henk Bets: 'Naast het afdekken van beleggingsrisico's zijn er nog twee manieren waarop de gevolgen van negatieve beleggingsresultaten vlak voor invaren kunnen worden beperkt. De eerste is door bij invaren gebruik te maken van Value Based ALM en de tweede is door het projectierendement aan te passen. Het nadeel van Value Based ALM is dat het minder transparant is en bepaalde groepen zich makkelijk benadeeld kunnen voelen. Dit laatste geldt ook voor de keuze voor het aanpassen van het projectierendement.'

'Er ontstaat mogelijk een spagaat: minder risico nemen op korte termijn om grote kortingen te vermijden bij invaren versus risicobudget inzetten om aan de langetermijnambitie te voldoen.'

‘We krijgen wat meer ruimte om portefeuilles bij te sturen afhankelijk van het niveau van de rente.’

Kruse: ‘Ik zie eigenlijk een aantal elementen in deze discussie. Als je deze discussie met pensioenfondsen voert, dan voer je die eigenlijk vanuit de huidige situatie, de huidige portefeuille et cetera. Ook gaat het over waar ze heen willen: een stip op de horizon. Verder zitten daar lijntjes omheen waar ze binnen moeten blijven. Die lijntjes worden steeds krasser, want naarmate je dichterbij dat doel komt, wil je de risico's van de transitie als het ware wel goed managen. Je wilt niet dat het ‘pensioenschip’ met de haven in zicht zinkt doordat er moet worden gekort. Dat wordt een heel belangrijk element.’

Graveland: ‘Het is procesmatig lastig om je vooraf te positioneren. Dat kan een pensioenfonds zich niet zomaar veroorloven. Bij elke beslissing moet worden afgewogen of de implicaties van het nieuwe Pensioenakkoord zijn meegenomen. Op de korte termijn zie ik wel dat bij beslissingen die worden genomen de eventuele impact inzichtelijk wordt gemaakt om keuzes te voorkomen die niet passen in beide nieuwe contracten. Als je naar de inhoud gaat, zijn er wel al pensioenfondsen bezig met gesprekken met sociale partners, maar het maakt wel uit welke keuze wordt gemaakt. Op het moment dat je weet dat het WVP wordt, zullen er andere keuzes mogelijk zijn dan dat het NPC wordt, waar de discussie over bestaande en nieuwe rechten dwars doorheen loopt. Probeer in elk geval bij elke stap die je de komende tijd neemt wel te toetsen, want dat hoort bij de bestuurlijke verantwoordelijkheid.’

Vermeulen: ‘Dat is uiteraard afhankelijk van de verschillen tussen het huidige en het toekomstige beleggingsbeleid. Weinig verschil betekent weinig noodzaak om voor te sorteren. Maar ook de financiële positie is hierbij belangrijk. Pensioenfondsen zitten nog in het huidige FTK met dekkingsgraden en dreiging van nominale verlagingen. Dat is een moeilijke afweging

tussen risico toevoegen in FTK-context ten opzichte van het vooruitlopen op nieuw beleid in een nieuw contract.’

Gaat er een (significant) verschil ontstaan in de beleggingsportefeuilles onder het NPC en de WVP?

Roskam: ‘Ik zie in beginsel twee verschillen: ten eerste de inrichting van de renteafdekking en ten tweede de allocatie naar illiquide beleggingen. In het NPC kan ervoor worden gekozen om ook de jongere deelnemers een deel van het beschermingsrendement toe te rekenen. Binnen de WVP zal dat binnen de lifecycle moeten worden ingeregeld en gaat dit mogelijk ten koste van de allocatie naar zakelijke waarden. En ten aanzien van illiquide beleggingen geldt dat meer keuzevrijheid binnen de WVP ten koste gaat van de ruimte voor illiquiditeit binnen de portefeuille.’

Sanders: ‘Onder het NPC wordt er nog steeds voor de deelnemers gekozen welke risicohouding en beleggingsmix het beste bij hen past. Maar niet iedere jongere heeft dezelfde hoge risicovoorkeur en menig oudere kan een hoger risicoprofiel dragen vanwege gunstige persoonlijke financiële omstandigheden. In de WVP kunnen zij beter tot hun recht komen door andere keuzes die gemaakt kunnen worden. Dit gaat wel hogere eisen stellen aan de begeleiding van deelnemers door pensioenfondsen in de keuzes die deelnemers moeten maken.’

Alserda: ‘Tijdens het invaren moeten eventuele kortingen ineens worden genomen. Risico's kunnen zich eerder manifesteren. Met een gelijke risicohouding pleit dit wellicht voor minder beleggingsrisico's. Er is echter sprake van tegenovergestelde belangen voor jong en oud. Voor ouderen is het gewenst om minder risico te nemen, omdat die de risico's bij het invaren direct in hun portemonnee zien, terwijl jongeren een lange horizon hebben waardoor het invaren niet direct relevant is. Die zien het effect pas over dertig tot veertig jaar. Het is belangrijk dat het bestuur die belangen goed en evenwichtig afweegt.’

Bets: ‘Als we kijken naar het nieuwe stelsel, dan is dat voor gepensioneerden bijna uitsluitend nominaal. Alle uitwerkingen



zijn gericht op nominale zekerheid. De solidariteitsreserve is gericht op behoud van de nominale uitkering. Er wordt een risico gemeten ten opzichte van de nominale uitkering. Spreiden van resultaten over de tijd is puur gericht op het stabiliseren van de nominale uitkering. De hele gedachtegang voor gepensioneerden is dus nominaal, terwijl de belofte van het Pensioenakkoord was dat er eerder wordt geïndexeerd. Als je nominaal gaat sturen, ben je van een ding zeker: dan ga je ook een nominaal pensioen krijgen en geen reëel pensioen. Als dat je bedoeling is, dan is dat prima. Maar het zal bij veel deelnemers en gepensioneerden tot teleurstelling leiden.’

Wouters: ‘Ik heb wel één vraag: als we met z’n allen verwachten dat we toch een beetje in een nominaal kader blijven, dat er dan ook niet zo veel verandert aan het beleggingsbeleid, kortom, dat alles blijft bij het oude, waarom doen we dit dan eigenlijk?’

Kruse: ‘De verschillen tussen beide contracten zijn vrij beperkt en er is ook geen reden om ervan uit te gaan dat de risicohouding, de pensioenambitie of de pensioenpremie significant anders worden in het nieuwe pensioenstelsel. Daarnaast ben ik van mening dat het concept van renterisico in beide stelsels niet veel verschilt. Dus hierdoor is significant minder renterisico

afdekken of andere beleggingsinstrumenten gebruiken in de WVP+ ten opzichte van het NPC geen fundamentele drijver om de portefeuille anders in te richten. Daarnaast ben ik van mening dat de structuur van de huidige DC-portefeuilles die worden gemanaged door PPI’s (vaak gericht op eenvoud en lage kosten) niet het voorbeeld hoeven te zijn voor de toekomstige inrichting. Pensioenfondsbestuurders kunnen net zoals in het NPC binnen de WVP+ een complexe portefeuille inrichten. Als de intentie van de pensioenbestuurders gelijk is, dan zou de invulling van de beleggingsportefeuille niet significant anders moeten zijn binnen het NPC of de WVP+.’

Van de Kuilen: ‘Ik mag bijna hopen dat de lijn niet verandert in aanloop naar het transitie-FTK, want dan zou er iets mis zijn met het huidige beleggingsbeleid. We zijn nog steeds bezig met langetermijnbeleggen. Ik hoop dat we in beeld houden dat we die uitkeringen willen doen aan de >

‘Als je nominaal gaat sturen, ben je van een ding zeker: dan ga je ook een nominaal pensioen krijgen en geen reëel pensioen.’

deelnemers. Die transitie is niet zo heel bepalend voor de beeldvorming. Wel wat er te zijner tijd uitkomt. Dus als we ons beleid gaan aanpassen omdat we onze dekkingsgraad op het transitiemoment willen beschermen, dan zijn we met raar beleid bezig. Geprobeerd is om dat met het nFTK juist te voorkomen. Het zou heel raar zijn als je het beleid drastisch omzet alleen vanwege het moment van invaren.'

Wouters: 'Ik ben het wel met je eens dat als je rond de 100 zit, je wel zal proberen dit vast te houden, maar niet al te veel te veranderen. Ik zit misschien iets dichter tegen mijn pensioen aan, maar als ik een pensioenfonds heb met een dekkingsgraad van 125/130 en dat pensioenfonds besluit om op, zeg, 1 januari 2026 in te varen en er vindt toevallig op 30 juni 2025 een enorme aandelencrash plaats en de dekkingsgraad gaat 30-40 procentpunten naar beneden – zoals we dat natuurlijk in 2008 gezien hebben – dan zou ik me als pensioenfondsbestuurder toch even ongemakkelijk voelen. Het vasthouden van een bepaalde dekkingsgraad is van belang voor de overstap naar het nieuwe stelsel en je hebt er dan niets aan gedaan.'

Van de Kuilen: 'Volgens mij is er iets anders aan de hand op dit moment. De grens voor indexatie wordt verlaagd en dat betekent dat er een grotere groep pensioenfonds is die weer kan indexeren. Ik denk dat die indexatieruimte benut zal worden en dat fondsen op een dekkingsgraad van vlak boven 105% invaren. Als er vlak voor het transitiemoment toch een crash komt, moet er helaas worden gekort, maar wel op door die indexatie verhoogde rechten. Ik verwacht niet dat er grote buffers worden aangehouden alleen om het risico van korten op het transitiemoment te verkleinen.'

Graveland: 'In deze discussie komt de kern van het huidige pensioencontractissue op tafel te liggen: de one size fits all-benadering van het huidige pensioencontract. Eigenlijk zie je dat de belangen tussen leeftijdscohorten verschillen en de wijze waarop we nu een risicohouding definiëren een grote tekortkoming is, omdat belangen botsen. Dat wordt door dit ene invaarmoment uitvergroot, waarbij gedeeld rente- en beleggingsrisico in een keer

volgens risicomanagement op maat (lifecycle) gaat worden toegewezen. Wat mij verder opvalt in de hele discussie: we praten heel graag over de impact van de dekkingsgraad bij invaren of omzetten. Als we het terugbrengen naar de impact voor de deelnemer, dan is het gerealiseerde opbouwpercentage ook relevant, evenals afspraken over premies in het verleden. Dat mis ik eigenlijk nog in deze discussie.'

Van de Kuilen: 'Als er gekort zou moeten worden op het moment van invaren, dan staat er nergens dat dat tekort over alle deelnemers gelijkmatig moet worden verdeeld. Het besluit moet evenwichtig zijn. Als je zegt dat we de risico's blijven lopen omdat dit beter is voor de jongere deelnemers, betekent het dat als we straks korten, we ook verschil moeten maken tussen verschillende leeftijdscohorten.'

In het NPC wordt het individuele pensioenkapitaal gecombineerd met een collectief belegd vermogen. Welke uitdagingen brengt de herverdeling van het rendement van het collectief belegd vermogen naar de individuele deelnemers met zich mee? Is er een geprefereerde methodiek om de rendementen te verdelen? Welke operationele uitdagingen zijn er en hoe kunnen deze worden opgelost?

Kruse: 'Er is volgens mij al wel redelijk wat gezegd over de rendementsverdeling. Als je in het NPC zit, met individuele pensioenpotjes en één grote collectieve beleggingspot, dan zie ik daar zelf een uitdaging in. Die rendementen moeten immers op de een of andere manier weer terugkomen in de individuele pensioenpotjes en worden herverdeeld richting de deelnemers. Dat is echt een tegenstelling ten opzichte van wat we nu hebben. Administratiesystemen gaan daar een hele grote rol bij spelen. Individuele beleggingspotjes en beleggingsrisico's worden allemaal in stukjes gehakt. Iedereen zet een stukje hier en een stukje daar. En daarna moet het vermogen terugkomen naar de deelnemer met het behaalde rendement. Ik denk dat IT daarin een hele belangrijke rol gaat spelen. Daarnaast wordt de uitvoering van de beleggingen complexer, omdat er intensieve communicatie moet plaatsvinden tussen de uitvoerder van

de beleggingen en de pensioenadministratie. Deze laatste heeft immers inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen.’

Roskam: ‘Het rendement kan op twee manieren worden verdeeld. Enerzijds kun je hele zuivere rendementen gaan verdelen, zodat alles optelt tot 100%. Het gevolg is dat je dan heel erg richting de WVP-systeem gaat bewegen en dan kun je jezelf de vraag stellen of je niet gewoon volledig de kant van de WVP op moet. Anderzijds kun je zeggen: we gaan gewoon papieren rendementen verdelen en we accepteren de verschillen die daaruit ontstaan. Dat heeft minimale effecten op de beleggingsportefeuille, maar heeft potentieel veel impact op het overrendement. Dit lijkt wel het meest op de eerste beschrijvingen van het systeem, zoals we hebben gezien. Mogelijk zeggen werkgevers dat we die effecten altijd al hadden. Dus maken we ons er niet zo heel druk om en bestempelen we het als solidariteit.’

Bets: ‘Als een gewezen deelnemer een waardeoverdracht wil doen, dan moet dit binnen een redelijke termijn kunnen worden uitgevoerd. Die mensen kan je niet allemaal tot ergens in het volgende jaar laten wachten. Ook als het pensioenfonds fouten maakt, moeten die worden hersteld. Toerekenen van resultaten eens per jaar past daar niet bij. Pensioenfonds zijn nu gewend om indexaties of kortingen eens per jaar toe te kennen. In DC-regelingen worden beleggingsresultaten per dag of maand bepaald. Pensioenfonds komen terecht ‘in een wereld die ze niet gewend zijn’. Daar gaat straks best wel een flinke uitdaging in zitten.’

Alserda: ‘Hoewel het vaststellen van de juiste toedelingsfactoren voor alle leeftijdscohorten een complexe exercitie is, is het eenmaal toedelen van de rendementen minder complex. Dit komt in feite neer op het toepassen van de verdeelregels zoals die van tevoren zijn vastgesteld. Het is echter wel belangrijk dat de collectieve portefeuille in grote lijnen overeenkomt met de optelling van toedelingen aan overrendement en beschermingsrendement van alle deelnemers.’

Roskam: ‘Dat ben ik met Alserda eens. Het systeem wordt lastig uitlegbaar als de

beleggingsportefeuille niet voldoende aansluit op de theoretische rekenregels.’

Is er een wezenlijk verschil tussen de constructie van de ‘matching- en returnportefeuilles’ waar veel pensioenfonds nu mee werken? En straks met het ‘beschermingsrendement en overrendement’?

Sanders: ‘Dat hangt mijns inziens af van de keuze of je de beschermingsportefeuille daadwerkelijk belegt in een matchingachtige structuur. In dat geval zal het verschil relatief klein zijn vergeleken met de huidige situatie. Maar als het beschermingsrendement alleen wordt toegerekend op basis van een formule die weer als basis de RTS heeft, dan zou het concept van matching en return anders ingevuld kunnen worden. Renteaftdekking blijft van groot belang voor deelnemers. Uiteindelijk is de ambitie van een deelnemer om een geïndexeerd waardevast pensioen te ontvangen. In die ambitie passen ook Inflation Linked Bonds.’

Roskam: ‘Als een pensioenfonds nu een optimale rendementsportefeuille heeft bepaald met de beste risico/rendementsafweging, waarom zou je dat dan ineens anders bezien onder het nieuwe contract? Een optimale rendements- of matchingportefeuille zou dus ook optimaal moeten zijn onder het NPC. Maar er kunnen andere redenen zijn om toch andere doelstellingen na te streven. Bijvoorbeeld een focus op het beperken van neerwaarts risico omdat individuele deelnemers doorgaans een aversie tegen verlies hebben. Qua matching zal het wel veranderen (minder exposure naar 40-50 jaar). Afdekprincipes blijven grotendeels hetzelfde, maar de verdeling over de curve zal ongetwijfeld veranderen.’

Alserda: ‘De theoretische methode – methode 1 – van het beschermingsrendement >

‘Ik denk dat er een tweedeling zal ontstaan. Pensioenfonds die het zich kunnen veroorloven om risicovol te beleggen gaan opschuiven naar een optimale portefeuille onder het NPC. Pensioenfonds die zich dat niet kunnen veroorloven kunnen weleens reageren door defensiever te gaan beleggen.’



heeft als voordeel dat er geen schot zit tussen de matching- en de returnportefeuille. Hierdoor kun je de gehele beleggingsportefeuille efficiënter inrichten. Zo kun je bij hypotheeken de rentegevoeligheid toedelen aan het beschermingsrendement en het spreadgedeelte aan het overrendement, waardoor je meer diversificatie krijgt binnen het overrendement. Van 'ex ante'-herverdeling is ook bij deze methode geen sprake, want jongeren krijgen via het overrendement zowel het risico als de risico-opslag. Oftewel, ze worden er eerlijk voor gecompenseerd. Tegelijkertijd profiteren ouderen van een perfecte renteafdekking. Het nadeel is dat inflatie-afdekking binnen deze verdeling niet mogelijk is via het beschermingsrendement. Dat zou een reden kunnen zijn om voor de methode op basis van feitelijke rendementen te kiezen.'

Kruse: 'De doelstelling van de matchingportefeuille in het huidige stelsel is niet anders dan de doelstelling van het beschermingsrendement in het nieuwe stelsel. Het moet de deelnemers beschermen tegen een verandering van de rente op het toekomstige pensioen. In het huidige stelsel wordt de rentegevoeligheid van de pensioenverplichting afgedekt. In het nieuwe stelsel is er geen pensioenverplichting/aanspraak, maar een pensioenambitie, deze is afhankelijk van de stand van de rente. Effectief

verandert hierdoor het renterisico van het pensioenfonds niet of nauwelijks (verdisconteren pensioenverplichting versus oprenting pensioenpremie). Wel verwacht ik dat pensioenfondsen meer van het renterisico gaan afdekken, omdat oudere deelnemers waarschijnlijk meer zekerheid willen dan ze nu hebben. Ouderen bezitten gezamenlijk het overgrote deel van het belegd vermogen en hierdoor stijgt het percentage van de renteafdekking. De renteafdekking zal hierdoor wel verschuiven van de langere looptijden naar de kortere looptijden.'

Zal er in het nieuwe pensioenstelsel meer worden belegd in illiquide asset classes? En hoe gebeurt dat onder de WVP? Wat gebeurt er met de waardering als deelnemers uit het contract stappen?

Vermeulen: 'De huidige groei in illiquide beleggingen zal zich voortzetten. Het nieuwe stelsel an sich heeft daar niet heel veel impact op. Om adequate pensioenen te bieden, zal er veel zakelijke waardenrisico nodig zijn, waar illiquide beleggingen een waardevol onderdeel van zijn. De contractkeuze is minder bepalend voor de omvang van illiquide beleggingen dan de karakteristieken en voorkeuren van het pensioenfonds zelf. Uiteindelijk zal in de WVP waarschijnlijk minder in illiquide

worden belegd, maar dat ligt vooral aan het type fondsen dat daarvoor zal kiezen.’

Roskam: ‘Niet per se meer. Illiquide beleggingscategorieën zijn en blijven belangrijk om een robuuste beleggingsportefeuille mee te bouwen. Dat ben ik met Vermeulen eens. Beleggingscategorieën zoals infrastructuur werken diversifiërend en verlagen zo het overall risico van een portefeuille. Het ontbreken van een dagelijkse waardering heeft twee kanten: het zorgt voor minder schommelingen in de portefeuille. Dit is weliswaar een kunstmatig effect, maar het geeft enige rust bij de communicatie over persoonlijke pensioenkapitalen. Daar tegenover staat dat de waardering een punt van aandacht is bij overdrachtsmomenten. Dit vereist goede communicatie en aandacht van het bestuur. Die waarderingsissues spelen nu ook al binnen DB als een deelnemer overstapt naar een andere uitvoerder of met pensioen gaat. En alhoewel illiquiditeit eenvoudiger is binnen het NPC, zien wij daarvoor ook voldoende mogelijkheden binnen de WVP. Maar zoals eerder gezegd, meer keuzevrijheid heeft een beperkende werking voor de maximale allocatie naar illiquide beleggingen.’

Sanders: ‘Het zal in de nieuwe situatie niet zo zijn dat fondsen heel veel meer in illiquide beleggingen kunnen en mogen gaan beleggen. De risicohouding van deelnemers en de zorgplicht vanuit het pensioenfonds, ook qua begrijpelijkheid en uitlegbaarheid, zal grenzen stellen aan deze categorieën. Ik verwacht dat de toezichthouder hiervoor nieuwe kaders zal ontwikkelen.’

Wouters: ‘Het zal heel moeilijk worden om een juiste waardering per potje te creëren, zeker als mensen van het ene pensioenfonds naar het andere pensioenfonds willen overstappen. Dat is wel een uitdaging. Hoe gaan wij als pensioensector dit probleem oplossen? Want uiteindelijk maakt het beleggen in illiquide beleggingen portefeuilles stabiel en efficiënter, zeker nu die VEV-verplichting gaat vervallen. Ik denk zelf dat het heel goed is om illiquide beleggingen in de beleggingsmix te stoppen. Alleen voor de waardering moeten we echt een oplossing zien te vinden.’

‘Meer keuzevrijheid heeft een beperkende werking voor de maximale allocatie naar illiquide beleggingen.’

Graveland: ‘Ik vind dat die discussie overtrokken wordt, aangezien waardering lastig is. Het hebben van een groot collectief binnen een pensioenfonds, waarbij je de transacties binnen het collectief doet en niet buiten het collectief, maakt de discussie over illiquiditeit wel een heel stuk makkelijker. Dit is lastig bij een individueel en/of vrijwillig pensioencontract, maar het NPC en de WVP (met beperkte keuzevrijheid) zijn beide collectieve contracten. De collectiviteit binnen het pensioenfonds (ook WVP) is een groot goed. Dat is in mijn ogen de kern van de illiquiditeitsdiscussie, omdat je gewoon relatief kleine transacties tussen deelnemers faciliteert. Niet in de marktomgeving, maar in een groep die voor een lange termijn (en met enige solidariteit) aan elkaar verbonden is en waarbij een waardering van één dag niet alles uitmaakt. Voor fondsen met veel mobiliteit en waardeoverdrachten ligt dit iets genuanceerder, omdat er minder zicht is op de ontwikkeling van het collectieve vermogen. Met een breed gespreide illiquide portefeuille is er echter ook sprake van spreiding en balans bij het doorgeven van vertraagde waarderungen, die overigens ook nu al bestaan onder het huidige pensioencontract.’

Wouters: ‘In de huidige DC-regelingen zitten ook illiquide assets, maar dat zijn vaak Nederlandse hypotheeklen. We hebben al situaties gezien dat pensioenfondsen bij wijze van spreken de jaarverslagen moeten aanpassen omdat er nog een herwaardering komt van een private equity-portefeuille. Ja, dat is nu ook al het geval, maar dat is toch een probleem?’

Kruse: ‘Perfectie bestaat niet. Wat ik mijzelf afvraag is: zou het niet mogelijk zijn om een methodologie neer te leggen, een standaardisatie met parameters, en ons daar vervolgens als pensioenfondssector aan te conformeren? Zo’n methodologie moet toch op tafel te leggen zijn?’ ■

IN HET KORT

De vraag of beleggen onder het NPC grote verschillen oplevert, vergeleken met het huidige nFTK, is bron van veel discussie.

Uiteindelijk is de stem van de sociale partners leidend en moet er in samenhang worden gekeken naar premieafspraken, verwacht rendement en verwacht pensioenresultaat. In deze Ronde Tafel werd ook de one size fits all-benadering van het huidige pensioencontract blootgelegd. Dit kan leiden tot een botsing van belangen.

De dekkinggraad is een belangrijk onderwerp in het debat over het nieuwe pensioenstelsel, maar het is zaak om de discussie steeds terug te brengen naar de deelnemer en daarin ook aspecten als opbouwpercentages en premieafspraken mee te nemen.