

Zes uitdagingen bij beleggen onder de Wtp

De meeste pensioenfondsen zullen de komende jaren invaren in het nieuwe pensioenstelsel. Bij de overgang naar het nieuwe stelsel en bij de inrichting van de toekomstige beleggingsportefeuilles lopen zij tegen zes grote uitdagingen aan. Welke zijn dat?

Door Mark Bakker en Fokko Covers

Per 1 juli 2023 is de Wet toekomst pensioenen (Wtp) van kracht geworden. Inmiddels zijn de meeste pensioenfondsen aan de slag gegaan met als doel de komende jaren in te varen in het nieuwe stelsel.

Een van de grote uitdagingen onder de Wtp is de invulling van het beleggingsbeleid. Vanuit onze rol als duovoorzitter van de KPS Werkgroep Beleggingen gaan wij in op zes grote uitdagingen waar pensioenfondsen tegenaan lopen bij de overgang naar het nieuwe stelsel en bij de inrichting van de toekomstige beleggingsportefeuilles.

Bij de invulling van het beleggingsbeleid onder de Wtp wordt meer dan ooit ingespeeld op de risicohouding van de deelnemer. Per leeftijdscohort dient te worden vastgesteld hoeveel risico kan worden genomen en hoeveel bescherming gewenst is tegen het renterisico. Uiteindelijk vertaalt dit zich in een lifecycle, waarbij per leeftijdscohort wordt vastgesteld in welke mate beleggingsrisico wordt gelopen (door exposure naar een rendementsportefeuille) en in welke mate renterisico (door exposure naar een beschermingsportefeuille). Deze vertaalslag gaat gepaard met een aantal uitdagingen.

‘Naar verwachting zal de overgang naar de Wtp hogere eisen stellen aan het liquiditeitsmanagement.’

Uitdaging 1: Het vaststellen van de risicohouding

Het vaststellen van de risicohouding van de deelnemer is niet eenvoudig. Over het algemeen gebeurt dit aan de hand van een risicopreferentieonderzoek (RPO), waarin de voorkeuren van deelnemers worden opgevraagd en geanalyseerd. Daarnaast moet een pensioenfonds een afweging maken tussen de resultaten van het RPO, de risicocapaciteit, en wetenschappelijke inzichten. De risicohouding van een deelnemer laat zich gemakkelijk beïnvloeden. Denk aan factoren als de formulering van een vraag of de perceptie van de economische risico's. In tijden van geopolitieke onrust zal de risicoaversie toenemen en in tijden van economische voorspoed zal de deelnemer bereid zijn meer risico te nemen.

De resultaten van het RPO moeten vervolgens vertaald worden in beleggingsbeleid, waar het gevaar van reverse engineering op de loer ligt. Wat te doen als jongere deelnemers heel weinig risico willen nemen of als de uitkomsten per cohort zeer sterk uiteenlopen? Wat als de risicopreferentie te laag is om de ambitie van de sociale partners te realiseren?

Uitdaging 2: Het bieden van voldoende inflatiebescherming

Bij de oudere cohorten zal in het algemeen sprake zijn van een grotere exposure naar de beschermingsportefeuille en een beperkt profijt van het overrendement. Dit komt voort uit de gedachte dat het

‘nominale’ pensioen van oudere deelnemers beter beschermd moet worden tegen renteschokken. Deze nominale insteek leidt er echter ook toe dat het pensioen beperkt beschermd is tegen inflatieschokken. De oplossing kan zijn het toevoegen van inflatiegerelateerde instrumenten in de beschermingsportefeuille, bijvoorbeeld inflation linked bonds of nog beter inflation linked swaps, en bij de berekening van het beschermingsrendement uitgaan van het feitelijk behaalde rendement. Dit behelst dan een keuze voor het zogenoemde directe beschermingsrendement.

Het alternatief is een grotere exposure naar de rendementsportefeuille. Dat biedt niet de zekerheid van een echte inflatiehedge, maar kan zeker op termijn de uitholling van koopkracht door geldontwaarding beperken.

De meeste pensioenfondsen lijken te kiezen voor nominale sturing met een significante exposure naar risicovolle assets en een solidaire premiereregeling (SPR) met een collectieve uitkeringsfase. Er is nog discussie of je in deze collectieve uitkeringsfase, in verband met herverdeling, een afslag voor inflatie op de rentetermijnstructuur mag nemen.

Uitdaging 3: Het managen van de risico's rondom het transitiemoment

Sinds 2022 zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen fors verbeterd. Hierdoor staan veel pensioenfondsen ruim boven de gewenste dekkingsgraad en kunnen kortingen worden

‘Verreweg de grootste uitdaging van de Wtp: hoe leggen we het uit aan de deelnemers?’

voorkomen. In veel gevallen is er ook ruimte om de solidariteitsreserve geheel of gedeeltelijk te vullen. In de transitieplannen worden de afspraken over het vullen van de buffers vastgelegd. Als de dekingsgraad onder het gewenste niveau dreigt te zakken, is de afspraak vaak om vast te leggen hoe kortingen voorkomen kunnen worden. Het is evident dat mogelijke kortingen een zeer slechte start zouden zijn voor een stelsel dat vooral het vertrouwen beoogt te herstellen. Vandaar dat veel fondsen ook nadenken over manieren om dit transitierisico te managen, bijvoorbeeld door de allocatie naar risicovolle instrumenten terug te brengen (‘de-risking’) of tijdelijk het renterisico verder te beperken. Bijsturing van het risico-profiel kan desgewenst met opties of swaptions.

Uitdaging 4: Het liquiditeitsmanagement

Naar verwachting zal de overgang naar de Wtp hogere eisen stellen aan het liquiditeitsmanagement. Dit komt doordat de portefeuilles op cohortniveau vaker aangepast moeten worden om de afgesproken allocatie naar ‘bescherming’ en ‘return’ te realiseren. Het gebruik van leverage – met name ten behoeve van jongere cohorten – maakt een actievorm van cash

management nodig vanwege margeverplichtingen. Een bijzondere uitdaging vormt het collateral management, waarbij de vastrentende portefeuille als onderpand kan fungeren. De kosten van het cash management zullen normaal gesproken ten laste van het overrendement worden gebracht en daarom met name bij de jongeren terecht komen. Een alternatief is specifiek hiervoor de beschermingsportefeuille te belasten.

Uitdaging 5: De waardering van illiquide instrumenten

De waardering van illiquide assets, zoals private equity of vastgoed, vormt een bijzondere uitdaging. Deze waardering vindt niet op dagbasis plaats, maar veelal op kwartaalbasis. Dat is met name een probleem bij het invaren naar de Wtp, waarbij het vermogen wordt gealloceerd naar de individuele pensioenpotjes. Deze methodiek biedt geen of weinig ruimte om achteraf nog correcties aan te brengen op de opgegeven waarden.

Op kleinere schaal doen deze problemen zich ook voor bij de periodieke herbalancering van de beleggingsportefeuille of de aankoop van pensioen (in de collectieve variant). Het doorvoeren van mutaties met terugwerkende kracht levert allerlei administratieve problemen op. Het is beter om dit

vooraf te onderkennen en goede afspraken te maken binnen het fonds over de waardering van illiquide assets.

Uitdaging 6: Communicatie richting de deelnemers

Naar ons idee is dit verreweg de grootste uitdaging van de Wtp: hoe leggen we het uit aan de deelnemers? Hoewel het nieuwe stelsel bedoeld is om meer vertrouwen en transparantie te bieden aan de deelnemers, is de communicatie hierover een grote uitdaging.

Dat geldt in het bijzonder als er onder volatiele marktomstandigheden grote rendementsverschillen ontstaan tussen cohorten. Bij stijgende rentes en stijgende aandelenbeurzen zullen jongeren profiteren van een positief aandelenrendement, terwijl ouderen vooral last zullen hebben van het negatieve effect van de rente-hedge. Dat is lastig uit te leggen aan gepensioneerden, vooral als tegelijkertijd de inflatie op een hoog peil blijft. Het blijft daarom verstandig om ook voor oudere cohorten een deel naar de rendementsportefeuille te alloceren.

Staan deze zes uitdagingen al op uw agenda? In de werkgroep Beleggingen van KPS, de Kring van Pensioenspecialisten, kijken wij vanuit verschillende disciplines naar beleggingsthema's rond de Wtp en hopen in de komende tijd een kleurrijk palet aan oplossingsrichtingen met elkaar te bespreken. ■

Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel.



Mark Bakker

Business Development Director, Achmea Investment Management



Fokko Covers

Bestuurslid, Pensioenfonds SPT

IN HET KORT

Beleggen onder Wtp kent zes relevante uitdagingen:

- Het vaststellen van de risicohouding en de vertaling daarvan in het beleggingsbeleid.
- Het bieden van voldoende inflatiebescherming, met name voor de oudere deelnemers.
- Het managen van de risico's rondom het transitie-moment.
- Het liquiditeitsmanagement.
- De waardering van illiquide instrumenten en de problemen met correcties.
- Communicatie richting de deelnemers over het beleggingsbeleid en het behaalde rendement.