

Voorsorteren op nieuwe pensioenstelsel niet zonder risico

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Het nieuwe pensioenstelsel gaat uiterlijk op 1 januari 2027 in. Pensioenfondsen dienen hun pensioenregelingen en administratie aan te passen in lijn met de nieuwe pensioenwet, die naar verwachting per 1 januari 2023 van kracht wordt. Hoe zal een en ander zich ontwikkelen? En welke effecten heeft de nieuwe regeling op de toedeling van rendementen?

Tijdens de paneldiscussie ter afsluiting van het door Financial Investigator georganiseerde seminar 'Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel' gingen drie experts onder leiding van Roland van den Brink in op de uitdagingen waar pensioenfondsen voor staan, met name op het onderdeel van de Matching & Return-portefeuille.

In hoeverre moeten pensioenfondsen nu al hun beleggingsbeleid aanpassen?

Justus van Halewijn: 'In de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel gaat zeker veel gebeuren en er zullen tussentijds nog wel aanpassingen plaatsvinden. Er is natuurlijk ook sprake van een grote overgang in regelgeving. Vanaf het moment dat je overstapt naar het nieuwe contract, ga je werken met beleggingen per leeftijdscohort. Er zullen verschillende leeftijdscohorten komen met een eigen renteafdeckingsbeleid. Dat speelt natuurlijk pas vanaf de datum dat het nieuwe contract ingaat. Daarvoor is er nog steeds één grote beleggingspot. Als de hele beleggingsportefeuille bijvoorbeeld 6% rendement maakt, geldt dat in de huidige situatie voor iedereen. In de nieuwe situatie ga je dat rendement toedelen aan leeftijdsgroepen en krijgt de oudere deelnemer misschien een veel hoger rendement dan de jongere. Daarom verwacht ik geen grote tussentijdse aanpassingen in het beleggingsbeleid voordat het nieuwe contract ingaat.'

Henk Bets: 'Een tijd geleden leek het heel spannend, want veel pensioenfondsen hadden een zeer lage dekkingsgraad. Inmiddels is er wat meer lucht gekomen. Verder is de wetgeving nog niet geheel duidelijk. Omdat de nieuwe pensioenwet ingewikkeld is, heeft de minister aangegeven dat er meer tijd nodig is voor de uitwerking. Dat is ook de reden dat de wet een jaar later ingaat dan oorspronkelijk gedacht. Misschien is er

straks veel, of wat meer, ruimte voor het projectierendement. Dat soort zaken zijn bepalend voor wat pensioenfondsen kunnen doen. Hoe meer vrijheid ze hebben, hoe meer ze die zullen gebruiken om geleidelijk over te gaan naar het nieuwe pensioenstelsel. De ontwikkeling van de dekkingsgraad kunnen we natuurlijk niet voorzien, maar de relevante wetgeving gaat de komende tijd wel duidelijk worden.'

Ridzert van der Zee: 'Afhankelijk van de regeling die je kiest, moeten er natuurlijk berekeningen worden gemaakt waaruit blijkt of veranderingen in het beleggingsbeleid passend zouden zijn. Stel dat je je afdekking zou willen afbouwen omdat je in de nieuwe regeling minder afdekking nodig hebt. Dan is het nog maar de vraag of je daarop kunt voorsorteren, want de dekkingsgraad moet minimaal voldoen aan de richtdekkingsgraad, die nodig is om evenwichtig te kunnen invaren. Voorsorteren is dus niet zonder risico. Als we in de nieuwe regeling later misschien meer inflatie-afdekking willen hebben, kunnen we daar nu eigenlijk ook nog niet op voorsorteren, want we zitten vooralsnog in een nominaal kader.'

Moeten pensioenfondsen alert zijn op de mogelijke verruiming door de Europese Centrale Bank?

Van Halewijn: 'Ja, natuurlijk. Het maakt heel wat uit welke variant je gaat kiezen. De solidaire premiereregeling met theoretische beschermingsrendementen wordt berekend op basis van de nominale swapcurve en zorgt dus voor volledig nominaal beschermingsrendementen. De variant met gerealiseerde beschermingsrendementen biedt ruimte om bijvoorbeeld inflation bonds in de matchingportefeuille op te nemen en zorgt dan voor een gedeeltelijke reële afdekking.'

Zijn de verschillen tussen de contracten groot of liggen ze vrij dicht bij elkaar?

Van der Zee: 'Ze kunnen redelijk dicht bij elkaar komen te liggen. Ik wil nog even terugkomen op het mogelijke voornemen van de ECB. Ik denk dat het nu gevaarlijk is om een sterke rentevisie te hebben. Je mag best een visie hebben, maar daarop handelen, bijvoorbeeld door de afdekking te verlagen, is niet zonder gevaar. Naast je rentebeleid is ook het renteniveau op het moment van invaren van invloed op de hoogte van de dekkingsgraad. Als je beleidsaanpassingen zou gaan doen, moet je sowieso opnieuw berekeningen gaan maken en checken of een en ander evenwichtig is.' >



VOORZITTER

Roland van den Brink

Oprichter, TrigNum



Henk Bets

Directeur, Actuariel Adviesbureau Confident



Justus van Halewijn

Senior Delegated Chief Investment Officer, BMO Global Asset Management



Ridzert van der Zee

Partner, Triple A – Risk Finance

‘Het nieuwe kader kent nog een groot aantal nominale aspecten. Dat is jammer en een beetje een gemiste kans.’

Bets: ‘De afscherming van het rendement is een lastig verhaal. Inflatie speelt een heel belangrijke rol in pensioenregelingen, of zou dat in ieder geval moeten doen. In de uitwerking van de Wet Toekomst Pensioenen heeft inflatie niet de rol gekregen die haar toekomt. Inflatie zou veel meer in het contract verwerkt moeten worden.’

Van Halewijn: ‘Het nieuwe kader kent nog een groot aantal nominale aspecten. Dat is jammer en een beetje een gemiste kans. Tegelijkertijd wordt er meer beleggingsruimte geboden om ook reëel te blijven beleggen. Dat is een belangrijke component in onze advisering, want uiteindelijk ga je daarmee inflatie terugverdienen. Aandelen of vastgoed blijven in die zin belangrijk in een beleggingsportefeuille.’

Van der Zee: ‘Je zou in theorie best zogenoemde inflatieproducten kunnen introduceren. Alleen komen de plussen in de variant van de solidaire premiereregeling met theoretisch beschermingsrendement in het overrendement terecht en waarschijnlijk dus niet bij de oudere deelnemer die meer aangewezen is op het beschermingsrendement.’

In hoeverre kunnen complexe leningen van verschillende aard meegenomen worden?

Bets: ‘Complexe leningen vormen een nogal lastig probleem bij een solidair contract. Je wilt natuurlijk niet elke maand, of in ieder geval niet al te vaak, gaan zitten corrigeren.’

Als alle Nederlandse pensioenfondsen hun oog zouden laten vallen op inflatiegedekte obligaties, dan zijn er daarvan niet genoeg voorhanden. Zijn er überhaupt genoeg mogelijkheden in de wereld om meer in alternatieve, complexe of illiquide leningen te beleggen?

Van Halewijn: ‘Je hebt het over een beleggingscategorie die in Nederland niet supergroot is. Maar van hypotheek is er bijvoorbeeld een aardig aanbod. Internationaal zijn er zeker meer dan voldoende mogelijkheden om in alternatieve leningen te beleggen.’

Van der Zee: ‘Vaak is het aanbod van specifieke inflatieleningen beperkter dan de vraag. Daarnaast speelt in de prijsvorming nog het feit mee dat er een inflatie-risicopremie in zit. Door in inflatieleningen te gaan beleggen, heb je op korte termijn wel de inflatiebescherming, maar op de lange termijn mis je in de verwachting een klein stukje rendement ter grootte van de inflatierisicopremie, in vergelijking met de nominale obligatie. Dit effect is wel degelijk relevant om mee te nemen in de berekening van verwachte pensioenuitkomsten.’

Het wordt almaar complexer. Kan het niet een beetje eenvoudiger?

Bets: ‘Ja, het kan veel eenvoudiger. Een van de ingewikkelde dingen nu is dat we al werken met een risicohouding. We werken eigenlijk met een concept dat wetenschappelijk nog niet helemaal is uitgekristalliseerd. Beleggingstechnisch wordt de rendementstoedeling een heel moeilijk verhaal. Een pensioenfonds moet uitleggen dat sommige deelnemers erop vooruitgaan en anderen erop achteruit. Niet alleen absoluut, maar ook ten opzichte van de verwachting. Kan het bestuur dat goed verantwoorden? Ik weet het niet. Wat we zouden kunnen doen, is verschillende potjes maken. Het pensioenfonds moet dan drie beleggingspotten hebben. Eén gericht op nominaal pensioen, één op geïndexeerd pensioen en één op hoog rendement. Dan mogen de deelnemers zelf kiezen in welke potjes zij hun geld stoppen, of liever gezegd; hoe zij hun geld over die potjes willen verdelen.’

Als dat gebeurt, ligt de belangrijke beslissing over hoe er belegd moet worden niet meer bij het bestuur van het pensioenfonds, maar bij de deelnemers, uiteraard wel binnen verantwoorde marges. Natuurlijk moet je dan nog wel kijken naar het risico, maar nu als randvoorwaarde in het geheel. Het risico blijft dus een rol spelen, maar secundair,



terwijl de doelstelling primair is. Voor het bestuur wordt het zo gemakkelijker om op een goede manier verantwoording af te leggen over de resultaten van de drie beleggingspotten. Die zijn als het ware eenvoudig af te lezen. Je kunt dan ook beter pensioenfondsen met elkaar vergelijken. En ten slotte wordt de communicatie met de deelnemers gemakkelijker. Per potje kan je aangeven of het fonds haar doelstelling heeft gehaald. Een ander voordeel is dat het invaren beter te verdedigen is. Het pensioenfonds kan immers zeggen: hoe we straks verder gaan, is gedeeltelijk je eigen keuze. Zo krijg je een eenvoudiger pensioenstelsel dat beter uit te leggen en te verantwoorden is en dat beter past bij de behoeftes van de verschillende deelnemers.’

We krijgen te maken met toekomstige rendementsverwachtingen. Is daar als vermogensbeheerder wat over te zeggen?

Van Halewijn: ‘Dat fondsen nadenken over het verwachte rendement en zich daarover laten adviseren, zal zo blijven. Er zal wel meer focus komen op de returnportefeuille. Je gaat aparte beschermingsrendementen krijgen, afhankelijk van bijvoorbeeld het leeftijdsprofiel van de deelnemers, en rendementen op de returnportefeuille. Die rendementen op de returnportefeuille zijn voor de verschillende fondsen prima vergelijkbaar.’

Zal er een trend ontstaan om fondsen te vergelijken?

Bets: ‘In het door mij voorgestelde model krijg je een instrument in handen om een verantwoorde, of in ieder geval onderbouwde, keuze te maken. Op dit moment zijn fondsen nog heel erg moeilijk met elkaar te vergelijken.’

Pensioenfondsen hebben nog ongeveer vier jaar de tijd om zich klaar te stomen voor de nieuwe regels. Maar als fondsen daar al eerder klaar voor zijn, kunnen zij ook eerder overstappen. Wat denken jullie dat er gaat gebeuren en wat is verstandig?

Van der Zee: ‘Ik denk dat het sowieso verstandig is om niet al te lang te wachten. Het is niet nodig te wachten tot alle details van de nieuwe regels bekend zijn, want in hoofdlijnen kan de nieuwe regeling nu al uitgetekend worden. Je hebt tijd nodig om de relevante berekeningen te maken en te beoordelen, dus wacht niet te lang.’

We hebben het over een bedrag van zo’n tweeduizend miljard euro dat in beweging komt. Is dat, bijvoorbeeld voor sommige marktpartijen, een signaal om te zeggen: ‘laten we proberen daarvan te profiteren’? Hoe zouden aangestelde vermogensbeheerders moeten omgaan met de communicatie richting de markt, als je niet al je kaarten op tafel wilt leggen?

Van Halewijn: ‘Ik zou er zeker voorzichtig mee omgaan en niet alles uitgebreid kenbaar maken. Natuurlijk ontkomt je er niet aan een indicatie te geven van welke kant het opgaat. Je ziet ook nu al dat de markt verwacht dat vooral langlopende swaps zullen worden afgebouwd en dat met name de ouderen waarschijnlijk een hogere renteafdekking gaan krijgen, dat er meer belegd zal worden in kortlopend schuld papier. Voor een deel zul je voor jezelf moeten houden welk moment je kiest om te gaan herbalanceren. Er worden natuurlijk wel data genoemd in de pensioenwetgeving, maar dat zijn steeds uiterste, finale data. Een fonds kan er natuurlijk altijd voor kiezen om wat eerder over te stappen en daarvoor een eigen moment kiezen. Ik zie dat veel fondsen daarover nadenken, dat gaat zeker om een belangrijke afweging.’

Welke problemen kan het transitietraject nog geven. We hebben bijvoorbeeld gehoord dat het vroegtijdig afdekken van risico’s niet altijd even gunstig is?

Bets: ‘Het is natuurlijk wel handig als de dekkingsgraad relatief hoog blijft, want ‘invaren’ met een veel te lage dekkingsgraad wordt problematisch. Er bestaan wel instrumenten die kunnen worden ingezet om dergelijke problemen aan te pakken, maar in hoeverre dat acceptabel is, zal ervan afhangen hoe de grote pensioenfondsen ervoor staan. Die zetten toch altijd een soort standaard neer voor wat er kan en mag.’

Pensioenfondsen zijn bij uitstek langetermijnbeleggers. Beleggen op de korte termijn strookt daar niet mee. Dat is ook een dilemma.

Van der Zee: ‘Ik zou willen proberen de langetermijnfocus te behouden. Ik zou alleen aanpassingen op de korte termijn overwegen als die op de lange termijn ook verstandig zijn. Als je al wilt verschuiven, zit je nog met de impact daarvan op de richtdekkingsgraad waar je rekening mee moet houden.’ ■

IN HET KORT

Het nieuwe kader kent nog een groot aantal nominale aspecten. Dat is een gemiste kans.

Beleggingstechnisch wordt de rendementstoedeling een ingewikkeld verhaal.

Er zullen aparte beschermingsrendementen komen die afhankelijk zijn van bijvoorbeeld het leeftijdsprofiel van de deelnemers, en rendementen op de returnportefeuille.

Inflatie heeft niet de rol gekregen die haar toekomt. Het zou veel meer in het nieuwe contract verwerkt moeten worden.