

Denk nu al na over je beleggingen

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Met het gestaag naderen van het nieuwe pensioenstelsel, komt ook het moment voor pensioenfondsen dichterbij om verstrekken beslissingen te nemen. Waar kun je nu al over nadenken?

Dagvoorzitter Roland van den Brink opent de paneldiscussie tijdens de door Financial Investigator georganiseerde bijeenkomst over 'Beleggen onder het Nieuwe Pensioenstelsel' met de praktische vraag naar de do's en don'ts in de aanloop naar het nieuwe stelsel. Volgens Ruben van der Aa van Pensioenfonds PME is het zaak snel vast te stellen wat je op korte termijn al kunt doen ter voorbereiding op latere keuzes. Hij adviseert om dit als bestuur in samenspraak met sociale partners te doen en in elk geval al globaal na te denken over een beslissingsrichting en de belangrijke vraag hoe je daar je deelnemers in meeneemt.

Rekenmachine kan in de la blijven

Karin Roeloffs van Aegon Asset Management kan zich vinden in Van der Aa's advies om tijdig in actie te komen. Zij merkt daarnaast in de discussies die ze met klanten voert dat het pensioenfondsen ook helpt om een richtdatum te bepalen. Zo is het voor besturen, maar ook voor uitvoeringspartners en andere stakeholders bij de overgang naar het nieuwe stelsel, duidelijk waar gezamenlijk naartoe wordt gewerkt. Er is wat Roeloffs betreft overigens ook een duidelijke don't. 'Ga in het begin vooral niet te veel varianten en afwegingen doorrekenen, want dat zullen er uiteindelijk zoveel zijn, dat je daar nooit mee klaar bent.' Hamadi Zaghdoudi van Willis Towers Watson noemt het een paradox, maar zegt als actuaris toch om weg te blijven bij de cijfers. Want dat is, aansluitend bij Roeloffs' don't, vooralsnog zijn advies. 'Als je conceptueel iets nog niet voor je ziet, dan moet je nog niet gaan rekenen. Ik heb overigens gemerkt in trajecten die ik momenteel begeleid, dat het niet zozeer gaat om het maken van keuzes, maar om het wegstrepen van opties die niet je voorkeur genieten. Als je dat doet, kom je al snel bij twee mogelijke opties uit en is het vervolgens makkelijker kiezen.'

Een van de eerste keuzevragen voor pensioenfondsen is volgens Van den Brink of

het verstandig is nu al je beleggingen aan te passen, of dat pas te doen nadat bepaalde keuzes gemaakt zijn. Zaghdoudi merkt op dat hij geen beleggingsstrategie is en dat hij het principe 'schoenmaker blijf bij je leest' huldigt. Toch staat dat de beantwoording van de vraag niet in de weg, vindt hij, omdat je ook met je boerenverstand een heel eind komt. 'Het is weinig zinvol om, vóórdat je keuzes hebt gemaakt, al blind te gaan voorsorteren op iets onbepaalds wat nog gaat komen. Dat doe je pas als je een bepaalde beslissingsrichting voor ogen hebt. Het is bovendien naïef om te denken dat je op één moment als het ware met een 'big bang' iets kunt veranderen en daar direct alle beleggingen op aan kunt passen. Als iedereen dat doet, geeft dat disruptie in de markt.'

Dekkingsgraad straks bepalend

Roeloffs constateert dat er tot de overgang nog aardig wat tijd is, maar dat daarin wel heel veel moet gebeuren. Ze vindt daarom dat je in deze aanloopfase zeker al over bepaalde zaken in de beleggingsportefeuille moet gaan nadenken, zoals over de dekkingsgraad bij invaren. 'Die gaat cruciaal zijn, want die bepaalt straks hoeveel je te verdelen hebt. Dat zal met een hoge dekkingsgraad veel gemakkelijker zijn dan met een lage.' Heb je een hele goede dekkingsgraad, dan zou je kunnen overwegen om je rentehedge te verhogen, stelt ze. 'Maar dat is één kant van het verhaal. De andere kant is dat elke aanpassing die je doet, iets betekent voor de verschillende leeftijdscohorten. Nu neem je alle beslissingen voor het totaal van het pensioenfonds, maar straks doe je dat voor leeftijdscohorten. Van de effecten van eventuele acties nu op de verschillende cohorten moeten bestuurders zich goed bewust zijn.' Ook kunnen er volgens Roeloffs vragen ontstaan over bijvoorbeeld illiquide beleggingen. Kies je namelijk een flexibel contract en heeft het fonds nu heel veel illiquide beleggingen, dan zul je moeten onderzoeken hoe je daarmee omgaat.

Dergelijke issues staan volgens Roeloffs los van het overgangsmoment, maar hebben alles te maken met hoe je portefeuille er straks, onder het nieuwe pensioenstelsel, uitziet. 'Hetzelfde geldt voor hoe je de rentehedge hebt ingeregeld. Dus je kunt om verschillende redenen eventuele aanpassingen in de portefeuille doen. Buiten kijf staat in elk geval dat je nu al moet nadenken over wat je met je portefeuille doet. Dat kun je niet meer parke- ➤



VOORZITTER

Roland van den Brink

Oprichter, TrigNum



Ruben van der Aa

Extern Adviseur van de Commissie Balans- en Vermogensbeheer, Pensioenfonds PME



Karin Roeloffs

Hoofd Fiduciair Management, Aegon Asset Management



Hamadi Zaghdoudi

Head of Retirement Benelux, Willis Towers Watson

‘Het is belangrijk dat pensioenfondsbesturen zich realiseren dat er meer dan twee smaken zijn wanneer ze samen met hun achterban en sociale partners de keuze gaan maken.’

ren.’ Op Van den Brinks vraag naar concrete veranderingsacties in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel, geeft Van der Aa het volgende voorbeeld: ‘In het licht van de renteafdekking, die gaat veranderen ten aanzien van hoe die nu is, zijn wij al begonnen met de afbouw van de lange-termijnswaps. We zien dat die in het nieuwe stelsel minder nodig zijn. Dat is een concrete maatregel die we ongeacht onze keuze voor een solidair of flexibel contract al konden uitvoeren.’

Gedachtenexperimenten

Illiquide beleggingen vindt ook Van der Aa heel interessant. PME investeert hierin, wat consequenties heeft voor het alloceren van rendement in het nieuwe stelsel. ‘Als je naar het solidaire contract kijkt, kun je nu al kaders gaan neerzetten en als bestuur of beleggingscommissie gaan nadenken over hoe je daarmee wilt omgaan. Bijvoorbeeld omtrent het toerekenen van rendementen en het verdelen daarvan. Ook de opbouw van de matchingportefeuille, de afdekking van renterisico's met swaps en de hoeveelheid obligaties die je in je matchingportefeuille houdt, zijn belangrijke vraagstukken. Die

hoeveelheid zou bijvoorbeeld kunnen veranderen door een verschuiving naar credits. Dus er zijn bij ons wel gedachten-experimenten gaande over hoe we zo goed mogelijk kunnen voorsorteren.’

Vervolgens verschuift de gespreksfocus naar de twee verschillende contracten en de impactvolle keuze die pensioenfondsbesturen op dit punt moeten maken. Hoe verschillend zijn het solidaire en het flexibele contract eigenlijk, wil Van den Brink weten. Duidelijk verschillend, reageert Zaghdoudi, en daarbij springen de solidaire elementen uiteraard in het oog. Toch past hier enige nuancering, want ook flexibele contracten bevatten solidaire elementen, vervolgt hij. Maar tegelijkertijd zijn er significante verschillen. Denk alleen al aan technische zaken zoals leenrestricties. Maar al te technisch wil Zaghdoudi niet worden. Hij gaat liever door naar een vraag die qua praktische impact relevant is voor pensioenfondsbesturen: welk contract kies je? ‘Onderdeel van die vraag is het moment waarop je over wilt naar dat nieuwe contract. Gevoelsmatig is dat lastig te bepalen voor mensen, want het is nu eenmaal moeilijk om vooraf te zeggen wanneer je daar precies klaar voor wilt zijn. Dat is achteruitwerken.’

Deze roze olifant verdient aandacht

Toch is het belangrijk dat je dit moment bepaalt en uitspreekt, zegt Zaghdoudi, want je hebt te maken met een heleboel stakeholders die je in de transitie wilt meenemen. Een stip op de horizon is daarbij onmisbaar, ervan uitgaande dat het transitie-FTK vanaf 1 januari 2023 gaat gelden, waarvoor de lichten inmiddels op groen lijken te staan, aldus Zaghdoudi. Hij noemt de keuze voor een contractsvorm de roze olifant in de kamer. En juist omdat mensen geneigd zijn dergelijke olifanten zo lang mogelijk te negeren, is het voor pensioenfondsbesturen cruciaal hierover een besluit te nemen. ‘Zonder dat je daar een rekensom op loslaat, kun je je beperken tot de vraag of je solidaire elementen in je contract wilt hebben of niet. Natuurlijk spelen vele facetten een rol, maar als je die knoop eenmaal hebt doorgehakt, gaat het vervolgens snel.’

Roeloffs ziet in haar omgeving nog niet veel pensioenfondsen die al weten voor welke contractsvorm ze zullen kiezen. Er wordt nog veel gerekend en overlegd, zegt



ze. 'Ik denk dat we logischerwijs als sector nog in die fase zitten. We hebben het tenslotte over een heel groot besluit en hebben nu een lange beleggingshorizon. Door het moment van invaren te bepalen, creëer je een soort afkapping van die horizon, want dat is het moment dat er toegerekend gaat worden. Zeker voor oudere deelnemers kan dat ingrijpend zijn. In tegenstelling tot jongere deelnemers hebben zij veel minder tijd om van een tegenvallende uitkomst te herstellen. Het invaarmoment is dus beduidend meer dan alleen het even toerekenen van beleggingspotjes. We moeten dat echt niet onderschatten.'

Is een scherpe keuze wel nodig?

Van der Aa geeft aan dat ook PME nog geen keuze heeft gemaakt. Maar, voegt hij daaraan toe, het is goed je te realiseren dat je niet per se voor het ene of het andere contract hoeft te kiezen. 'Er zijn ook andere vormen van regelingen mogelijk waarbij je bijvoorbeeld kunt kiezen voor een solidaire basisregeling met daarbovenop een flexibele regeling. Het is belangrijk dat pensioenfondsbesturen zich realiseren dat er meer dan twee smaken zijn wanneer ze samen met hun achterban en sociale partners de keuze gaan maken.'

Misschien kunnen er ook meer smaken zijn als het om cohorten gaat, reageert Van den Brink. Soms lijkt het alsof de indeling naar leeftijdscohorten de enige bestaande is. Maar hoe zit het met draagkrachthorizonten, wil hij weten. PME heeft inderdaad niet alleen een risicobereidheidsuitvraag gedaan, maar tevens een uitvraag naar risicodraagkracht, reageert Van der Aa. Weliswaar is leeftijd een concreet criterium dat houvast biedt, maar je kunt ook verder kijken. Bijvoorbeeld naar hoe je achterban eruit ziet en naar hoe het zit met de werkgevers en de inkomenseffecten van mensen. Hierbij mag je ook wetenschappelijke inzichten meenemen in je beslissingen, aldus Van der Aa.

Het klinkt logisch de voorliggende keuzes op gedegen onderzoek naar risicobereidheid en risicodraagkracht te baseren. Maar maken pensioenfondsen ook gebruik van deugdelijke cijfers? En hebben ze wel alle relevante data in beeld, zoals de inkomenspositie van de partners van deelnemers, vraagt Van den Brink zich af. De data zijn soms beperkt, weet Zaghdoudi als actuaar. Gegevens over de

sterftekansen van de partners van gepensioneerden zijn bijvoorbeeld bij fondsen niet bekend. Je zult het toch gewoon moeten doen met de data die je hebt, concludeert Zaghdoudi. Dan knoopt hij nog even aan bij wat eerder gezegd is over risicodraagkracht. Bij het bepalen daarvan realiseert men zich volgens hem lang niet altijd dat je óók te maken hebt met hoe het inkomen van mensen op de AOW-leeftijd procentueel is verdeeld tussen AOW en pensioen. 'Maakt je pensioen procentueel een groot deel van je inkomen uit, dan kun je soms een slecht beleggingsjaar lijden. Maar beslaat je pensioen procentueel een veel kleiner deel van je totale inkomen, dan maakt het voor mensen ineens wél veel uit als daar op enig moment op wordt gekort.'

Vrijwaren van invaren?

Überhaupt zul je, ook als je alle data hebt, voorzichtig moeten zijn met het interpreteren van onderzoeksuitkomsten. Vaak stuurt de vraag namelijk het antwoord, waarschuwt Zaghdoudi. 'Ik ben daarom toch voorstander van wat paternalisme. Bescherm deelnemers door niet te veel beleggingsrisico te nemen met het pensioen waarvan zij denken en hopen dat het voor ze wordt verzorgd. Beleggingsrisico's zijn voor de meeste mensen nu eenmaal moeilijk te doorgronden, omdat ze financieel vaak ongeletterd zijn.' Roeloffs benadrukt dat voor pensioenfondsen en fiduciair managers de communicatie over de beleggingen veel belangrijker gaat worden, zeker in tijden dat de markten slechte resultaten laten zien.

De zaal laat zich ook niet onbetuigd en vraagt wat de redenen zouden kunnen zijn om reeds ingegane pensioenen niet in te varen. Zaghdoudi pakt hierop de handdoek op en vertelt dat hij enige tijd geleden als gespreksleider met een aantal pensioenprominenten aan tafel zat toen hij zelf de mogelijkheid opperde om gepensioneerden middels een zogenaamde carve out te vrijwaren van invaren. Daar schrok men van, vertelt hij. 'Dat was welbewust wat kort door de bocht van mij. Tegelijkertijd denk ik dat veel gepensioneerden zich niet realiseren dat na invaren hun uitkering variabel wordt. Valt het dan qua beleggingen tegen, dan is Leiden in last. Er valt dus wel wat voor te zeggen om op het moment van invaren naar je populatie gepensioneerden te kijken en je af te vragen of je hen een plezier doet met een variabele uitkering.' ■

IN HET KORT

Ga in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel geen berekeningen uitvoeren als je conceptueel nog niet voor je ziet waar je naartoe wilt.

Je kunt ook kiezen voor een combinatie van een solidaire en een flexibele regeling.

Bescherm deelnemers door niet te veel beleggingsrisico te nemen met het pensioen.

Het zou goed zijn op het moment van invaren naar je populatie gepensioneerden te kijken en je af te vragen of je hen een plezier doet met een variabele uitkering.