

Op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel staat spanning

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Wat betekent het nieuwe pensioenstelsel voor het huidige beleggingsbeleid? Sorteert je wel of niet voor met je rente-afdekking? Die twee vragen stonden centraal tijdens de paneldiscussie waarmee het seminar ‘Beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel’ voor 150 pensioenfondsbestuurders onlangs werd afgesloten.

Voorzitter Randy Caenen ziet dat pensioenfondsen tijdens de transitie van het nFTK naar de Wtp ook besluiten moeten nemen over de impact op het huidige beleggingsbeleid. Hoe sorteert je voor? Wordt de transitie een geleidelijk proces? Zijn er ankerpunten te plaatsen?

Jitzes Noorman geeft aan dat het alweer tweeënhalve jaar geleden is dat de hoofdlijnennotitie werd uitgebracht. ‘Een van de vragen was toen: Waar sorteert je met betrekking tot het nieuwe pensioenstelsel op voor? Op je eigen beleid, dat bij veel pensioenfondsen nog steeds niet duidelijk is, of op de marktomstandigheden? Dan komt het aan op de investment beliefs.’ Omdat het niveau van de dekkingsgraad op het transitiemoment zeer bepalend is voor het succes van de transitie en voor de doelstellingen en de inrichting van het beleid in het nieuwe stelsel, denkt Noorman dat hét vraagstuk nu de transitiefase en het beschermen van je dekkingsgraad is, zodat je daarmee op een voldoende hoog niveau zit.

Loranne van Lieshout maakt met betrekking tot het voorsorteren de volgende vergelijking: ‘Je gaat toch niet nu al links rijden als over een jaar de verkeersregels

‘Het is interessanter om niet-lineaire instrumenten in te zetten dan lineair je hele exposure van tafel te halen.’

wijzigen? We zitten nu gewoon in het huidige stelsel en zijn aan de huidige regels gebonden. Dus ik begrijp dat men niet gaat voorsorteren. Maar wat gebeurt er twee maanden voordat de pensioenfondsen overgaan naar het nieuwe stelsel? Ga je als fonds dan wel voorsorteren, omdat je waarschijnlijk wel met de juiste beleggingsmix het nieuwe stelsel wilt ingaan?’

Voorsorteren gaat volgens Noorman inderdaad wél spelen als je dichter bij het moment van de overgang naar het nieuwe stelsel zit en ook precies weet wat het piketpaaltje is, namelijk je eigen portefeuille waar je voor gekozen hebt. Hij citeert een pensioenfondsbestuurder die eenzelfde vergelijking als Van Lieshout maakte, toen hij zei: ‘Als je weet dat je volgende week op vakantie naar Engeland gaat, ga je niet nu al links rijden’. En de metafoor gaat volgens Noorman nog verder: ‘Want we weten nog niet eens dat we naar Engeland gaan, en we weten eigenlijk ook niet of ze daar links of rechts rijden. Dus je weet nog niet wat het beleid is dat je onder het nieuwe stelsel gaat voeren.’

Jessica Matelski is het hiermee eens en ziet dat er weliswaar niet wordt voorgesorteerd, maar dat er wel al wordt gekeken naar het verwachte nieuwe beleggingsbeleid wanneer nu portefeuillewijzigingen worden overwogen. In dit verband heeft zij het over de renteafdekking, en dan met name de curvepositionering, en illiquide beleggingen. ‘Er zijn fondsen die nu overwegen om de allocatie naar illiquide, bijvoorbeeld naar vastgoed, uit te breiden. Dan wordt wél getoetst wat zo’n fonds straks in het nieuwe stelsel verwacht te gaan doen en toetst men of die uitbreiding naar vastgoed dan niet zou moeten worden teruggedraaid.’

Caenen vraagt wat je met de renteafdekking doet als je, zoals heel veel pensioenfondsen in Nederland pretenderen, geen rentevisie hebt. Volgens Van Lieshout geven fondsen dat vaak net wat genuanceerder aan. Ze zeggen: ‘We hebben geen rentevisie, maar geloven wél dat als de rente heel laag is, er meer kans is dat de rente gaat stijgen dan dat die nog verder daalt. Dan zeggen de meeste fondsen dat ze daarom een dynamische rentestafel hebben. Het afgelopen jaar hebben veel fondsen hun rentehedge verhoogd. Nu gaan ze nadenken over de vraag of ze in >



VOORZITTER

Randy Caenen

Executive Board Member, CFRO, Nedlloyd Pensioenfondsen



Loranne van Lieshout

Senior Consultant & Partner, Ortec Finance



Jessica Matelski

Bestuurder, Lid Raad van Toezicht, diverse pensioenfondsen



Jitzes Noorman

Senior Delegated CIO & Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments

‘Als je ooit een niet-lineaire bescherming van de dekkingsgraad zou willen aanbrengen, dan is het nu het meest logische moment.’

de toekomst de dynamische rentehedge blijven volgen of dat ze de rentehedge vastzetten op dat hogere niveau. Want stel dat de rente nu gaat dalen – wat je je vanwege de huidige bankencrisis best kunt voorstellen – dan zou je de rentehedge dus weer moeten verlagen, waardoor je meer risico gaat lopen met je dekkingsgraad. Normaal gesproken zeg je: ik heb als pensioenfonds een lange beleggingshorizon, dus ik zit het wel uit tot de rente weer gaat normaliseren. Maar nu hebben we even te maken met een korte horizon, dus vraag ik me af of de rentehedge wat meer vastgeklit moet worden op dat al genoemde hogere niveau.’

Matelski denkt daarnaast aan het beschermen van de invaardekkingsgraad. ‘Als je uitgaat van een bepaald niveau van de dekkingsgraad bij het invaren en je gaat daarmee rekenen, zou het wel heel onwenselijk zijn als daar weer een grote hap uitkomt. Het is nu eenmaal erger om weer op een dekkingsgraad van 90% terecht te komen als je alles hebt ingericht op het invaren met een dekkingsgraad van 115%, het inrichten van de solidariteitsreserve et cetera.’ Dat raakt volgens Noorman de investment beliefs. ‘Het tactisch beleid wordt bepaald door je geloof in het wel of

niet kunnen voorspellen van de renteontwikkeling, dus heb je wel of geen staffel. Een belangrijk belief daarvoor over het renterisico is of het beloofd wordt of niet. Dat bepaalt je strategisch beleid, namelijk of een hoge of lage afdekking een natuurlijk vertrekpunt is. Daaromheen heb je een tactisch beleid.’

Het nieuwe stelsel zorgt ervoor dat als het economisch goed gaat, de pensioenen sneller verhoogd kunnen worden. Pensioenen kunnen ook omlaaggaan als het economisch tegenzit. Caenen zegt dat hij het gevoel heeft dat we aan de vooravond van de invoering van het nieuwe pensioenstelsel toch willen voorkomen dat de pensioenen omlaaggaan. ‘Staat dat eigenlijk niet haaks op de hele Wtp-gedachte?’ Van Lieshout beaamt dit: ‘Ik dacht in eerste instantie ook: dat is raar, we gaan toch naar een systeem waarin uitkeringen gaan fluctueren? Waarom willen we dat nu voorkomen? Uit veel deelnemersonderzoek is echter gebleken dat gepensioneerden het wel heel vervelend vinden als hun uitkering wordt verlaagd. In het nieuwe stelsel zijn dan ook meerdere mechanismes ingebouwd om dat zoveel mogelijk te voorkomen, bijvoorbeeld via de solidariteitsreserve. Als je als fonds kiest voor zo’n invulling van het nieuwe stelsel met een solidariteitsreserve en die inzet om te voorkomen dat uitkeringen worden gekort, vind ik de dekkingsgraadbescherming wel weer wat logischer.’

Matelski denkt dat veel pensioenfondsbesturen zich zullen afvragen of er straks nog gekort moet worden voor het invaren en of er bijvoorbeeld voldoende middelen overblijven om de solidariteitsreserve te vullen. Van Lieshout gelooft dat besturen het ook belangrijk vinden om te voorkomen dat de suggestie wordt gewekt dat door de overgang naar het nieuwe stelsel gekort moet worden. ‘Als je in het huidige stelsel blijft, zul je in de volgende jaren ook vroeg of laat moeten korten bij een lage dekkingsgraad. Maar als de indruk bestaat dat het nieuwe stelsel de reden is om te moeten korten, dan is dat niet zo’n prettige start.’

Volgens Noorman blijft er sprake van een vraagstuk waar spanning op staat. ‘Nu al beleid wijzigen of misschien rendement van tafel halen raakt het evenwichtigheidsvraagstuk, aangezien de wetgever voorschrijft dat de transitie als geheel



evenwichtig moet zijn.’ Matelski: ‘Ik denk dat het interessanter is om niet-lineaire instrumenten in te zetten dan lineair je hele exposure van tafel te halen, met name met aandelen waar je een langetermijn rendementsvisie op hebt. Maar dit is geen gemakkelijk (uitvoerbaar) besluit. Daarbij rijzen vragen als: Wat kost het? Wie gaat de betreffende opties in de boeken nemen? Waar ga je het laten uitvoeren? Kan het bestuur de werking van deze constructies voldoende doorgronden? Dat zijn zaken waar ik besturen mee zie worstelen. Dit heeft ertoe geleid dat een non-lineaire structuur nog niet daadwerkelijk geïmplementeerd is.’ Van Lieshout geeft aan dat het inderdaad complex is en dat je het als pensioenfondsbestuur allemaal moet snappen en kunnen managen. ‘Een van de grootste risico’s in de optiestructuren is het basisrisico. Want wij kunnen wel goed een straight forward aandelenportefeuille beschermen, maar een pensioenfonds heeft natuurlijk een breed gespreide portefeuille met ook vastgoed en private equity. We kunnen dus nooit een perfecte bescherming bieden. Maar als je ooit een niet-lineaire bescherming van de dekkinggraad zou willen aanbrengen, dan is het nu het meest logische moment.’

‘Je kunt wel al gaan nadenken over structuur en educatie, maar er zijn weinig partijen die dat hebben gedaan’, zegt Noorman. ‘Vanwege de praktijk bij pensioenfonds van vergaderen met een ALM-consultant en een fiduciair, ben je al gauw een jaar bezig voordat er eenmaal een besluit is genomen. Dan is de markt veranderd, is er misschien een stagflatieschok overheen gegaan, moeten modellen opnieuw gedraaid worden en liggen puntenwolken weer anders. Ik zou adviseren: bedenk wat een goede struc-

‘Pensioenfonds moeten tijdens de transitie van het nFTK naar de Wtp ook besluiten nemen over de impact op het huidige beleggingsbeleid.’

‘Zonder dat je als pensioenfonds nu al hebt besloten of je er al dan niet mee aan de slag gaat, kun je wel op een gegeven moment bepalen of je opties interessant vindt.’

tuur is, welke opties acceptabel zijn en welke niet en ga die volgen door de tijd. Zonder dat je als pensioenfonds nu al hebt besloten of je er al dan niet mee aan de slag gaat, kun je wel op een gegeven moment bepalen of je opties interessant vindt.’ Van Lieshout is het hiermee eens. ‘Er zijn nog een heleboel dingen onduidelijk. Je moet zeker weten wanneer je precies overgaat naar het nieuwe stelsel, als dat wettelijk gezien al allemaal door gaat. Je moet ook reeds allerlei keuzes hebben gemaakt over hoe je beleid er in het nieuwe stelsel uitziet. En je moet hebben berekend bij welke dekkinggraad je je uitkeringen moet korten. Als je op al die beslismomenten gaat wachten voordat je de optiestrategie gaat uitwerken, ben je waarschijnlijk te laat en kun je die strategie niet meer implementeren.’

Matelski vindt de analyse van welke niveaus je wilt beschermen heel nuttig. ‘Je moet je afvragen wat je wilt en wat dat kost. Je kunt je afvragen of het nog veel nut heeft om een dekkinggraad vanaf niveaus onder de 90% te beschermen. Maar wat wil je dan wel? Het huidige dekkinggraadniveau vasthouden zonder opwaarts potentieel weg te geven, lijkt onbetaalbaar. Wellicht wil je dan misschien het liefst het niveau beschermen dat je nodig hebt om in te varen, wat natuurlijk ideaal zou zijn. Ook dit blijkt echter erg kostbaar, waarmee de beste keuze niet evident is.’

Caenen stelt de vraag aan wie de kosten moeten of mogen worden toegerekend. Volgens Matelski worden de kosten idealiter toegerekend aan degenen die er profijt van hebben. ‘Dat moet je in beeld zien te krijgen.’ Van Lieshout denkt dat dekkinggraadbescherming voornamelijk voor de ouderen wordt aangebracht. ‘Dat zijn natuurlijk tevens de mensen met het meeste vermogen in het fonds. Dus als je de kosten uit de dekkinggraad haalt, is dat misschien wel relatief eerlijk.’ ■

IN HET KORT

Er wordt nu nog niet voorgesorteerd, maar er wordt wel al gekeken naar het verwachte nieuwe beleggingsbeleid wanneer nu portefeuillewijzigingen worden overwogen.

In het nieuwe stelsel zijn meerdere mechanismes ingebouwd om zoveel mogelijk te voorkomen dat de pensioenuitkeringen worden verlaagd.

De analyse van rond welke dekkinggraadniveaus bescherming wenselijk is en de daarbij behorende kosten, is nuttig.