

Afdekken verplichtingen wordt leeftijdsafhankelijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Het matchen van liabilities zal waarschijnlijk na de invoering van de Wtp flink anders zijn dan nu, vooral in de uitkeringsfase. Het doel van de beschermingsportefeuille is dat het reële pensioen in de opbouwfase de loonontwikkeling en in de uitkeringsfase de koopkrachtontwikkeling bijhoudt.

Door de Wtp verandert er veel op het gebied van pensioentoezeggingen en de beleggingen die daaraan zijn verbonden. Wat gaat dit betekenen voor het beleggingsbeleid en met name voor de L in LDI?

Bertjan Kobus: 'De L blijft, maar in een enigszins andere vorm. Er zal korter worden afgedekt en per saldo ook minder, vooral in de pensioenopbouwfase.'

Rik Klerkx: 'We gaan van het afdekken van de verplichtingen iets meer naar een model toe waarbij het vermogen als basis voor de afdekking wordt genomen. Dat kan nu ook al, wat neerkomt op het beschermen van de dekkingsgraad. Er zal echter meer afstand van de verplichtingen worden genomen.'

Mark Rosenberg: 'Het grote verschil is natuurlijk dat we in cohorten gaan afdekken. Dus dat de mensen die de meeste afdekking nodig hebben, de ouderen, ook veel afdekking krijgen, en de jongeren minder. Vroeger moesten we het over de hele linie met één percentage doen, nu kan je veel gericht het renterisico afdekken.'

Karin Roeloffs: 'Dat is waar, maar het belang van afdekken is nog steeds heel groot. Als je dat niet doet, wordt er veel ruis veroorzaakt en die ruis komt terecht in het overrendement. Het afdekken wordt leeftijdsafhankelijk. Maar hoe je dat technisch goed doet, daar is eigenlijk niets aan veranderd. De techniek blijft grosso modo hetzelfde, evenals het belang om goed en nauwkeurig af te dekken.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'De nieuwe onderliggende LDI-doelstelling is

beweeglijker. Voorheen dekte LDI stabiele verplichtingen af, maar nu gaat LDI geprognoseerde kasstromen afdekken die afhankelijk zijn van het opgebouwde vermogen en verwachte rendement. Het opgebouwde vermogen is volatiel en daardoor bewegen gedurende het jaar ook de geprognoseerde kasstromen oftewel de onderliggende LDI-doelstelling. Dit kan je negeren door jaarlijks met een vaste set af te dekken kasstromen te werken, maar dan zal het onderliggende, feitelijke afdekkingspercentage dus volatiel zijn. LDI is hiermee complexer geworden en vraagt mogelijk om frequentere bijsturing.'

Kobus: 'De pensioenuitkeringen worden één keer per jaar vastgesteld. De opdracht aan de LDI-manager is het afdekken van kasstromen. Je moet vooraf afspreken hoeveel ruis je daarbij wilt hebben en vervolgens moet je erover nadenken wat je gaat doen als je ziet dat vermogens fluctueren. Ga je dan al bijsturen? Dat is best een lastig vraagstuk.'

Armijn Eikelboom: 'De omvang van de beschermingsportefeuille kan gezien worden als een resultante van de toedelingsregels voor het overrendement. Die beschermingsportefeuille moet samen met de rentederivaten de gewenste renteafdekking per deelnemer realiseren. Het opheffen van de leenrestrictie doet dan een beslag op de euro-omvang van de beschermingsportefeuille.'

Daniël Rijs: 'Ik zie een groot verschil met het matchen van de liabilities nu en na de Wtp, vooral in de uitkeringsfase. In de opbouwfase is vaak sprake van een laag toedelingspercentage van het beschermingsrendement en de obligaties zullen ook eerder een rol krijgen van diversifier in een asset-only context. De match zal meer en meer groeien naarmate de deelnemers ouder worden en dichtert tegen het uitkeringsmoment aankomen. De gemiddelde looptijd van een dergelijke match zal dan ook korter zijn dan nu.'

Is er ook een verschuiving in het productaanbod te verwachten?

Arthur Strojij: 'Het productaanbod zal qua instrumenten denk ik grosso modo hetzelfde blijven. We dekken nog steeds af en de zesmaands Euribor-swapcurve >

Voorzitter:

Henk Bets,
Actuariële Adviesbureau
Confident

Deelnemers:

Ralph van Daalen,
Goldman Sachs Asset
Management
Armijn Eikelboom,
Achmea Investment
Management
Rik Klerkx,
Cardano
Bertjan Kobus,
Sprenkels
Daniël Rijs,
DPS
Karin Roeloffs,
Aegon Asset Management
Mark Rosenberg,
Pensioenfondsbestuurder
Martin Sanders,
AXA Investment
Management
Arthur Strojij,
Columbia Threadneedle
Investments
**Jan Willem van
Stuijvenberg,**
Van Stuijvenberg Financial
Services



VOORZITTER

Henk Bets

Henk Bets heeft na het afronden van zijn studie Actuariële Wetenschappen in diverse functies bij levensverzekeraars gewerkt. Sinds 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 ook deelnemers.



Ralph van Daalen

Ralph van Daalen is Head Fiduciary Clients Netherlands bij Goldman Sachs Asset Management. Hij adviseert al 20 jaar institutionele beleggers en heeft ook ervaring als Bestuurder en Voorzitter van de commissie vermogensbeheer van een pensioenfonds. Eerder was Van Daalen werkzaam voor Robeco, BMO Global Asset Management en Willis Towers Watson.



Armijn Eikelboom

Armijn Eikelboom is sinds 2011 Account CIO binnen het team Strategisch Portefeuille Advies van Achmea Investment Management. Daar was hij onder andere Manager Investment Strategy. Eerder werkte hij bij Kempen Capital Management. Eikelboom startte zijn loopbaan bij het Economisch Bureau van ING en studeerde Macro en Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.



Rik Klerkx

Rik Klerkx is CIO LDI & Private Markets bij Cardano in Nederland, waar hij verantwoordelijk is voor de ontwikkeling en implementatie van beleggingsstrategieën voor institutionele klanten, vooral in obligaties, impact, private markets en derivaten. Eerder werkte Klerkx bij Nationale Nederlanden (Corporate Treasury), De Nederlandsche Bank (Reserves Manager) en bij J.P. Morgan in Londen (Vice President).



Bertjan Kobus

Bertjan Kobus is sinds 2016 Partner bij Sprekels, waar hij in 2009 begon en eerder al Investment Consultant was. Hij adviseert pensioenfondsen over onder meer de invulling van het strategisch beleggingsbeleid en risicomanagement en is ook actief in het selecteren en evalueren van vermogenbeheerders. Kobus heeft een Master in Applied Mathematics in Financial Engineering van de Universiteit van Twente.



Daniël Rijs

Daniël Rijs is Senior Investment Manager bij pensioenuitvoerder DPS. Hij is medeverantwoordelijk voor de strategische beleidsadviesing voor het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen die klant zijn bij DPS. Rijs is daar in 1997 begonnen als Portfoliomanager Vastrentende Waarden (en renteoverlay) en ALM-adviseur. Hij heeft Economie gestudeerd aan de Universiteit van Tilburg.



Karin Roeloffs

Karin Roeloffs is sinds 2020 Hoofd Fiduciair Management bij Aegon Asset Management. Zij heeft ruim 30 jaar ervaring met het beleggen voor en adviseren van institutionele partijen. Daarnaast werkte zij als directeur van een pensioenfonds en was zij bestuurder en toezichthouder bij onder andere pensioenfondsen. Roeloffs heeft Economie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam en aan het Europa College in Brugge.



Mark Rosenberg

Mark Rosenberg is onafhankelijk bestuurder met als specialisatie vermogensbeheer bij drie bedrijfstakpensioenfondsen: BPL Pensioen, Woningcorporaties (SPW) en BPF Schilders. Daarnaast is hij Docent bij SPO Nyenrode op het gebied van uitbestedingsmanagement. In de afgelopen 15 jaar heeft hij als expertlid deelgenomen aan beleggingsadvies- en risicocommissies bij verschillende pensioenfondsen. Rosenberg begon in het bankwezen.



Martin Sanders

Martin Sanders is sinds 2020 werkzaam bij AXA Investment Managers als Head of Pension Investments. Hiervoor was hij drie jaar Managing Director bij Altis Investment Management. Sanders werkt sinds 1991 in de Nederlandse en Europese pensioenwereld. Gedurende 11 jaar was hij CIO bij Uninvest Company. Zijn expertise omvat onder andere de ontwikkeling van matching solutions, strategische asset-allocatie, managerselectie en impactbeleggingen.



Arthur Stroj

Arthur Stroj is Client Portfolio Manager in het LDI-team bij Columbia Threadneedle Investments. Hij is verantwoordelijk voor strategisch advies en portefeuillebeheer van LDI-mandaten in Europa. Hij werkte eerder als Consultant bij Towers Watson en rechtsvoorgangers. Stroj heeft een Master in Quantitative Finance van de Universiteit van Tilburg en een Master in Actuarial Science van de TIAS School for Business and Society.



Jan Willem van Stuijvenberg

Jan Willem van Stuijvenberg studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg met als afstudeerrichting Geld, Krediet en Bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde hij een postdoctorale opleiding Econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfondsen. Hij is nu eigenaar van Van Stuijvenberg Financial Services dat zich voornamelijk richt op risicomanagement.

vormt daarbij de basis. Dan kom je automatisch terecht bij swaps en staatsleningen van hoge kwaliteit. Het is natuurlijk waar dat de afdekking korter wordt. Daardoor zal er wellicht wat meer nadruk komen te liggen op fixed income, ook omdat daar het aanbod wat groter is in de kortere looptijden. Je wilt tegelijkertijd het swaprendement maken, dus ik sluit niet uit dat je ook naar hypotheek en credits gaat kijken om toch die spread boven de swaprente te pakken en het swaprendement te maken met je beschermingsportefeuille.’

Van Stuijvenberg: ‘Het basisconcept zal niet veranderen. Binnen LDI-portefeuilles zal een allocatieshift plaatsvinden van lange looptijden (vijftig en veertig jaar) naar kortere looptijden. Daarnaast verwacht ik dat men een prikkel zal hebben om accurater dan nu af te dekken. Dit omdat men – in de veelal gekozen theoretische variant – oneffenheden in de renteafdekking bij voorkeur niet verrekent met de returnportefeuille.’

Klerkx: ‘Nu kan je binnen het FTK inflatiegerelateerde obligaties (ILBs) meenemen in de LDI-portefeuille en jongeren en ouderen laten profiteren van inflatiebescherming. Door de Wtp wordt dat lastiger. Als je naar de beschermingsportefeuille gaat, kan je dat wel toedelen aan ouderen, maar bij een theoretisch beschermingsrendement is dat moeilijker. Dan gaat het naar jongeren toe. Naast ILBs geloof ik in assets die op de lange termijn een extra rendement genereren versus inflatie. Volgens mij is dat een belangrijke bron om de uiteindelijke ambitie te kunnen realiseren.’

Stroij: ‘Ik ben het eens met inflatie-matching, dat je de inflatie wilt verslaan. Voor de contractvarianten FPR en SPR met gerealiseerd rendement is meer maatwerk mogelijk. Voor oudere cohorten kan je hierbij denken aan gerichte inflatieafdekking. Maar bijvoorbeeld ook aan cashflow matching-strategieën. Als je voor de eerste jaren netjes de cashflows matcht, met bijvoorbeeld een mooie spread erop, dan kan je toch wat rendement pakken en zekere kasstromen genereren voor ouderen.’

‘Ik zie binnen de FPR duidelijke modules voor rendement, rente en matching.’

Wat is het doel dat wordt nagestreefd met de beschermingsportefeuille?

Martin Sanders: ‘Het doel is dat het reële product pensioen in de opbouwfase de loonontwikkeling probeert bij te houden en in de uitkeringsfase de koopkrachtontwikkeling. Het is duidelijk dat jongeren een kapitaal kunnen opbouwen om later een stuk inflatie in te kopen, maar de oudere cohorten hebben dat tot op heden niet gekund en het is maar de vraag of dat überhaupt kan. Het gevaar bestaat dat gepensioneerden straks ingesloten raken in een nominaal kapitaal zonder behoud van koopkracht.’

Is een koopkrachtig pensioen ook haalbaar?

Sanders: ‘Voor deelnemers tot vijftig jaar zal dat zeker haalbaar zijn: hoe jonger hoe beter. Maar vanaf vijftig jaar, en zeker voor gepensioneerden, zal dat moeilijk zijn. Als je maar 20% tot 30% in een zakelijke waardeportefeuille kan beleggen, is het misschien mogelijk om 1% inflatie in te halen, maar 2% is waarschijnlijk onmogelijk.’

Roeloffs: ‘Collega’s van mij hebben daar onderzoek naar gedaan en daaruit bleek dat de nieuwe regelingen beter in staat zijn om inflatiecorrectie te geven dan het FTK. Of beter ook goed genoeg is, is natuurlijk afhankelijk van welke inflatieschokken we daadwerkelijk gaan zien.’

Ralph van Daalen: ‘Ik heb dat rapport gelezen en wat mij opviel, was dat de flexibele premiereregeling er nog beter uitkwam dan de solidaire regeling. Dus eigenlijk is de conclusie: geen buffers is beter dan wel buffers. De volatiliteit van geprognosticeerde uitkeringen zal vaker transacties en veranderingen en ook iets andere verwachtingen tot gevolg hebben.’

Sanders: ‘Tot op heden is er veel aandacht geweest voor het theoretische beschermingselement, waarschijnlijk vanuit de gedachte dat dat het meest lijkt op wat we tot nu toe hebben gedaan. Ik vind dat er nog te weinig onderzoek is >

‘Het gemiddelde pensioen van een Nederlander is nog niet eens de hoogte van de AOW.’

gedaan naar het werkelijke beschermings-element, omdat dat het voordeel heeft dat je overrendement kan geven aan degenen die het nodig hebben, namelijk aan degenen in de oudere cohorten.’

Kobus: ‘Als je verschillende cohorten hebt, moet je onder de motorkap verschillende LDI-portefeuilles inrichten, want je kunt niet met één LDI-portefeuille ieders renteprofiel matchen. Die portefeuilles moeten self-sustaining zijn. Het is operationeel ingewikkeld.’

Klerkx: ‘Er zijn, denk ik, nog steeds veel pensioenfondsen die een voldoende grote LDI-portefeuille hebben om daarmee ook maatwerk en flexibiliteit te leveren. Om nog even terug te komen op de inflatie: waar het mij om gaat, zijn de inflatieschokken versus meer structurele inflatie. Met bepaalde zakelijke waarden kan je heel goed de structurele inflatie bijhouden. Maar het zijn juist de inflatieschokken die, als je net bent gepensioneerd en vastgezet in een nominaal pensioen, problemen veroorzaken.’

Stroij: ‘Als de inflatie langdurig aanhoudt, biedt ook de solidariteitsreserve uiteindelijk niet voldoende bescherming voor oude cohorten.’

Eikelboom: ‘Veel pensioenfondsen zijn voor het nieuwe contract bezig met het opnieuw formuleren van de ambitie rond inflatie. Een 100% indexering lijkt erg ambitieus en is bij veel fondsen afgelopen jaren feitelijk ook niet gehaald. Het vaststellen van die ambitie in de toekomstige regeling heeft flink invloed op de te bepalen toedelingsregels.’

Rosenberg: ‘Uiteindelijk zijn het de sociale partners die dit bepalen en daarbij spelen zaken als premiehoogte ook een rol.’

Sanders: ‘De ambitie moet zijn 100% indexatie. Voor jonge cohorten maak ik me daar geen zorgen over. Voor de oudste cohorten is in het FTK gewoon niet voldoende kapitaal opgebouwd. Het is

logisch dat we nu voor de ouderen niet volledig kunnen indexeren, maar ik hoop dat dit in de toekomst wel mogelijk zal zijn.’

Van Daalen: ‘De nieuwe regeling is ontworpen voor die deelnemer die aan de vooravond van zijn pensioenopbouw staat. Wat er in het verleden is gebeurd, is voor een pensioenfonds met net een nieuwe regeling niet bij te sturen. Overigens laten de eerste ALM-studies zien dat de nieuwe regeling voor de oudere cohorten uiteindelijk een verbetering zal opleveren ten opzichte van het oude stelsel.’

Na invaren dekt LDI niet langer verplichtingen, maar geprognosticeerde kasstromen af. Geeft dit additionele complexiteit? En zo ja, zijn daar oplossingen voor?

Van Stuijvenberg: ‘Ik stel voor om gebruik te gaan maken van een jaarlijks prognosebestand waarin vooraf per maand de af te dekken kasstromen worden vastgesteld. Dit voorkomt onnodig, frequent bijsturen door de LDI-manager. Dit prognosebestand wordt intra-jaar enkel bijgesteld wanneer er significante wijzigingen zijn in de geprognosticeerde kasstromen. Op deze manier heeft de LDI-manager een duidelijke doelstelling, wordt frequente bijsturing voorkomen, en zal de afdekking ook niet te ver uit de pas kunnen gaan lopen met de onderliggende doelstelling.’

Stroij: ‘Door de volatiliteit zal het voor de LDI-manager belangrijker worden om niet alleen naar de beschermingsportefeuille te kijken, maar ook naar de returnportefeuille om te weten te komen wat daarin gebeurt, zodat er eventueel geanticipeerd kan worden op veranderingen in de returnportefeuille die invloed hebben op de afdekking.’

Wat zijn de optimale vormen van beheer van de beschermingsportefeuille: bijvoorbeeld integraal of samengesteld?

Eikelboom: ‘Beide kunnen. In het beheer van de beschermingsportefeuille zit zoveel dynamiek, dat je soms ruimte wilt om te kunnen schakelen tussen bijvoorbeeld swaps en bonds. Het doel van de beschermingsportefeuille, namelijk het effectief afdekken van het renterisico, blijft daarin centraal staan.’

‘De L blijft, maar in enigszins andere vorm.’

Rijs: 'Integraal of samengesteld hangt voor een deel af van de investment beliefs van het fonds met betrekking tot het realiseren van risicopremies en spreads binnen een beschermingsportefeuille. Ik ben van mening dat je bij integraal beheer in ieder geval enige flexibiliteit hebt, met name ook in het licht van het beheer van onderpand.'

Stroij: 'Ik denk dat integraal heel goed past bij een collectieve portefeuille. Je kunt ook bouwstenen gebruiken binnen een collectieve portefeuille om een profiel af te dekken. Je zou natuurlijk producten kunnen ontwikkelen die tussen spreadproducten en swaps wisselen naar gelang de spread verandert, hetgeen de voordelen van integraal beheer binnen een bouwblok vangt. De vraag is of daar vanuit de markt vraag naar is. Overigens hangt de passendheid van integraal beheer of samengesteld beheer met bouwblokken ook erg af van de contractkeuze.'

Blijft er nog genoeg ruimte voor maatwerk in de Wtp?

Klerkx: 'De LDI-portefeuilles zijn echt wel groot genoeg om maatwerk af te dwingen. En dat wordt misschien wel sterker als de transitie achter de rug is.'

Sanders: 'Er zal heel veel maatwerk nodig blijven, want elk fonds is toch uniek in zijn opbouw, wensen, risicoprofiel, de houding van zijn deelnemers. En last but not least, in hoeverre je het duurzame karakter inbouwt. En dan is er ook nog eens een keuzepalet aan LDI-managers. Er zal onder de Wtp dus zeker evenveel maatwerk moeten worden geleverd als onder het FTK.'

Voor het beschermingsrendement mag (of moet) je per cohort beleggen. Voor het overrendement mag dit niet, maar krijgt elk cohort een percentage van hetzelfde overrendement. Is met het beleggen per cohort voor het overrendement niet een beter resultaat te behalen?

Rosenberg: 'Je maakt juist gebruik van het collectief om spreiding aan te brengen. Eigenlijk is het gunstig dat je geen maatwerk in de overrendementen biedt. Zo kunnen pensioengerechtigden bijvoorbeeld gemakkelijker exposure hebben naar illiquide categorieën.'

'Als pensioenfondsen heb je minimaal een derde van je portefeuille in dollarbeleggingen zitten.'

Sanders: 'Je zou het overrendement ook prima per cohort kunnen toewijzen, net als de beschermingsportefeuille. Als je met één returnportefeuille werkt voor alle cohorten, zou je inderdaad bijvoorbeeld kunnen zeggen: 'Wat moet een tachtigjarige met private equity?' Maar dat maakt niet zoveel uit, want die heeft toch een heel kleine allocatie daarnaartoe.'

Van Stuijvenberg: 'De extra mogelijkheid in de FPR – namelijk dat er per cohort een andere asset-mix kan zijn – maakt het mogelijk om accurater bij te sturen op risico. Zo zouden gepensioneerden in de returnportefeuille een groter aandeel inflatiegerelateerde beleggingen kunnen hebben. De extra beweegruimte in de FPR maakt een meer verfijnd risicomanagement mogelijk alsmede een betere sturing op een waardevast pensioen.'

Roeloffs: 'Dat is een voordeel van de FPR, dat je beter kunt finetunen per leeftijdscohort dan in de SPR theoretisch. Een nadeel is natuurlijk dat je op totaalniveau een minder optimale portefeuille kunt samenstellen en minder liquide beleggingen in die portefeuille kunt opnemen.'



‘Fiduciair managers moeten pensioenfondsen blijven adviseren.’

Eikelboom: ‘Ons adagium is: eerst draaien en dan pas verfraaien. De bestaande portefeuille en het bestaande beleid zijn vaak een prima basis voor een goede inrichting onder de Wtp. Verfijningen van beleid en de introductie van nieuwe beleggingscategorieën zijn mogelijk, maar zijn op een later ogenblik wellicht veel geschikter. Een overzichtelijk aantal beleggingen in de FPR beperkt ook de kosten.’

Rijs: ‘Het is wellicht beter om te starten met een basis lifecycle en na verloop van tijd meer maatwerk en finetuning te realiseren van en binnen de lifecycles.’

Eikelboom: ‘Ik zie binnen de FPR duidelijke modules voor rendement, rente en matching. Als je die op beleggingsinhoud per pensioenfonds op maat snijdt, kunnen ze goed passen bij de risicohouding. Houd het vooral overzichtelijk.’

Sanders: ‘Er is een groot verschil in vermogen tussen mensen op pensioendatum. Als je veel spaargeld hebt, wil je misschien meer in een zakelijke waardenportefeuille beleggen dan je pensioenfonds standaard aanbiedt. Die mogelijkheid wordt nu niet geboden, maar ik denk dat dat wel een verbeterpunt zou kunnen zijn.’

Op het moment dat het belangrijk voor je is, moet je keuzes kunnen maken. Dus wil je meer flexibiliteit in de regelingen.’

Wat is de rol van illiquide beleggingen onder de Wtp?

Klerkx: ‘Pensioenen zijn er voor de lange termijn. Ik hoop dat de overgang naar de Wtp er in ieder geval niet voor gaat zorgen dat er minder illiquide beleggingen komen. Ik denk wel dat dat mogelijk is, maar er moet goed naar gekeken worden.’

Roeloffs: ‘Binnen de SPR is er geen enkele reden om minder in illiquide assets te beleggen. Binnen de rendementsportefeuille kan daarin prima worden belegd. Ook binnen de FPR past een allocatie naar illiquide beleggingen. Ik hoop dat pensioenfondsen die keuze durven blijven maken.’

Stroij: ‘De redenen om in illiquide beleggingen te zitten zijn rendement en diversificatie. Die gaan niet veranderen bij de SPR. Er vindt een verschuiving plaats naar meer rendement maken, dus de rendementsportefeuille zal groter worden en de beschermingsportefeuille steeds kleiner. Als je de beschermingsportefeuille klein maakt, is er minder ruimte voor illiquide beleggingen omdat je liquide assets nodig hebt om je onderpandverplichtingen uit hoofde van swaps te kunnen vervullen. Dat staat soms niet helemaal goed op de radar bij pensioenfondsen. Als je de beschermingsportefeuille klein maakt, is er dan bijvoorbeeld nog ruimte om in hypotheek te beleggen? Dat is een goede vraag, want er zijn nogal wat pensioenfondsen die een vrij grote allocatie naar hypotheek hebben. Een significant deel van je match in hypotheek beleggen is niet mogelijk binnen je beschermingsportefeuille als je je beschermingsportefeuille heel klein maakt.’

Eikelboom: ‘Illiquide beleggingen blijven heel belangrijk vanwege de illiquiditeitspremie die er te behalen valt. Ik zie genoeg mogelijkheden, zowel bij de FPR als bij de SPR, mits er goede schokanalyses zijn gedaan. Een verschil is denk ik dat de waardeoverdrachten, collectief en individueel, in het nieuwe stelsel groot kunnen zijn. Er kunnen grote veranderingen in het vermogen plaatsvinden, waardoor afspraken over de waardering



belangrijk zijn: tegen welke waardering stap ik in en uit, zeker als er grote flows zijn? Analyses van ons laten dat ook zien.’

Rosenberg: ‘De verplichting blijft in het huidige stelsel dezelfde, maar straks heb je per persoon een meer fluctuerend vermogen. Daarom zou je graag per maand willen waarderen en is het achterlopen van waarderingen van illiquide beleggingen wel een issue.’

Roeloffs: ‘Dat is een procedurele en communicatie-aangelegenheid.’

Rosenberg: ‘Dat klopt, maar je moet wel goed voor ogen hebben hoe groot de effecten kunnen zijn en daar heldere afspraken over maken.’

Kobus: ‘In de FPR is dat een groter issue dan in de SPR.’

Nu sturen veel pensioenfondsen op de dekkingsgraad. Andere zaken zijn natuurlijk ook belangrijk, maar nu wordt daar het eerst naar gekeken. Wat wordt straks het nieuwe richtpunt?

Rosenberg: ‘Het verschilt per leeftijds-categorie, maar ook binnen leeftijds-categorieën zie je een grote variatie. Risicopreferentie is belangrijk. En wat is de ambitie van sociale partners qua vervangingswaarde? Die moet je regelmatig uitrekenen en communiceren om vast te stellen waar je nu staat. Het gaat wel om ex-post cijfers die niet zo gemakkelijk zijn te gebruiken als sturingsvariabelen. Dat is gewoon lastig.’

Kobus: ‘De gepensioneerde zal kijken naar de uitkering nu en volgend jaar. De actieve deelnemer zal kijken naar het rendement.’

Klerkx: ‘Het vermogen gaat natuurlijk heel volatiel worden, afhankelijk van onder meer de rente. Het zou goed zijn als de pensioenfondsen het eens worden over waar ze over communiceren, dat het niet allemaal verschillende cijfers zijn. Uiteindelijk moet je de focus op het pensioen houden. De dekkingsgraad van een fonds als het ABP is misschien redelijk stabiel, maar het vermogen is heel volatiel geweest.’

‘Er komt een allocatieshift van lange looptijden naar kortere.’

Sanders: ‘Het verwachte pensioen is inderdaad het onderwerp waar alle pensioenfondsbestuurders het liefst over communiceren. Maar ze zijn ook verplicht over vermogen en rendement te communiceren en alles uit te leggen als bijvoorbeeld de rente en de aandelenkoersen dalen. De gepensioneerde heeft daar weinig last van, want die heeft een beschermingsarrangement en wordt gecompenseerd voor de dalende rente. De jongeren worden geconfronteerd met een grote min. Hoe komt dat en hoe wordt dat uitgelegd?’

Op dit moment is het met de dekkingsgraad zo dat alles omhoog of naar beneden gaat. In de nieuwe situatie kan de ene groep een positief bericht krijgen, terwijl de andere groep te horen krijgt dat zij erop achteruitgaat.

Rosenberg: ‘We hebben een backtest gedaan voor 2022. Het bleek dat gepensioneerden blij mochten zijn dat er een solidariteitsverzekering was waardoor het pensioen op peil kon blijven. Maar de veertigjarigen gingen er gewoon op vooruit. Die hadden weliswaar een kleiner kapitaal, maar door de hard gestegen rente hadden die een hoger geprognosticeerd pensioen. Dat is heel moeilijk uit te leggen en daar maak ik me wel zorgen over.’

Van Daalen: ‘Ik denk dat het een probleem wordt op het moment dat mensen ook daadwerkelijk meer in hun pensioenportaal gaan kijken. Ik weet niet of de transitie naar een nieuwe pensioenregeling dat teweeg gaat brengen. Maar als dat zo is, betekent dat dat mensen zich bewuster worden van hun pensioen. En dan is het maar de vraag wat je ze gaat laten zien. De jongere deelnemers zullen gefocust zijn op het kapitaal en wat dat doet. Daar zit uiteindelijk een vervangingswaarde in en die gaat, linksom of rechtsom, heel volatiel zijn. Naarmate je meer richting pensioendatum gaat, zul je daar nog veel meer op gaan focussen. Laten we in eerste instantie hopen dat mensen zich wat meer gaan interesseren voor hun >

‘Informatiestromen worden intensiever en uitgebreider.’

oudedagsvoorziening. Het gemiddelde pensioen van een Nederlander is nog niet eens de hoogte van de AOW. Er zal ook nog eens een groot verschil zitten tussen hoe mensen daarnaar kijken versus een pensioen dat vele malen hoger ligt.’

Als we straks geen dekkingsgraad meer hebben, is er dan nog ruimte voor dynamisch beleid?

Eikelboom: ‘Volgens mij gaat rentestand-afhankelijk beleid de komende jaren weer veel belangrijker worden. Vanwege het leeftijdsafhankelijk beleggen is het verschil in exposure naar de rente tussen de verschillende leeftijdscohorten immers groot. Met rentestand-afhankelijk beleid kan je mogelijk beter inspelen op het stabiliseren van de (toekomstige) pensioen-uitkeringen en op een hogere rendementsverwachting voor renteproducten.’

Sanders: ‘Daar ben ik het helemaal mee eens. Twee, drie jaar geleden, toen de rentes extreem laag waren, werd geredeneerd: wie gaat nu tegen zo’n laag rendement iets langer vastzetten? Die opvatting is door de recente rentestijgingen in een heel ander daglicht komen te staan, laat staan als de rente nog verder stijgt. Je hebt het langetermijneffect van rente op rente en de diversificatie van de return-portefeuille. Die twee zijn gewoon heel sterk.’

Kobus: ‘Dynamisch afdekken kan op verschillende manieren: op balansniveau of op toedelingsregelniveau. Dat staat nog wel in de kinderschoenen.’

Stroij: ‘De reden dat je een rentestaffel gebruikt, is vaak omdat je een bepaalde rentevisie hebt en bij een hoog renteniveau wat meer afdekt en bij een laag niveau wat minder. Als je een rentestaffel gaat hanteren binnen de nieuwe regelingen, doe je dat in de wetenschap dat een ouder leeftijdscohort veiligheid wil, oftewel gewoon een bepaalde rentematch waar niet aan wordt getornd. Als je iets met de rentestaffel gaat doen, richt dat zich vooral op de jongere cohorten. Dan kom je in het operationele gebeuren. Wordt het niet heel ingewikkeld om dat voor verschillende

leeftijdscohorten te regelen? Is dat te doen? Er zitten nog wel een paar haken en ogen aan en daarom denk ik dat we in beginsel zullen zien dat er minder rentestaffels zijn. Als we wat langer gewend zijn aan het nieuwe contract, zal dat wellicht veranderen.’

Is valuta-afdekking straks nog nodig?

Rosenberg: ‘Bij een van mijn fondsen hebben we daarnaar gekeken. Dat is een fonds met relatief veel illiquide beleggingen en eurobeleggingen. De aandelenportefeuille zit natuurlijk veel in dollars en ook voor een deel in EMD. We zijn tot de conclusie gekomen dat we gaan stoppen met het afdekken van valuta. Uit een ALM-studie op lange termijn is gebleken dat we met het afdekken vooral kosten maken, waardoor de pensioenresultaten slechter zijn. Afwijkingen waren van jaar tot jaar maar heel beperkt. Ik kan me voorstellen dat bijvoorbeeld een pensioenfonds dat veel in private equity in de Verenigde Staten en andere niet-eurolanden heeft belegd tot een iets andere conclusie komt dan volledig stoppen met de valuta-afdekking. Maar de hoge afdekkingspercentages die bij sommige pensioenfondsen nu gelden, gaan denk ik verdwijnen.’

Roeloffs: ‘Valuta-afdekking blijft belangrijk omdat het onbeloond risico wegneemt en daardoor voor een hoger risicogewogen rendement zorgt. Het is wel zo dat we, met het wegvallen van FTK- en VEV-eisen, puur kunnen kijken naar de optimale mate van afdekken. En die is in veel gevallen lager dan 100%.’

Van Stuijvenberg: ‘Daar ben ik het voor een groot gedeelte mee eens. Al vele jaren zie ik in mijn risk tooling dat valuta-afdekking het solvabiliteitsrisico eerder verhoogt dan verlaagt. De onderliggende reden is hier vooral de Amerikaanse dollar, die dominant is in de valutahedge en zich in de meest negatieve scenario’s gedraagt als een ‘flight to safety asset’. Door de Amerikaanse dollar af te dekken wordt de dempende werking hiervan in de portefeuille uitgeschakeld en neemt het solvabiliteitsrisico toe. Vanwege de huidige DNB-kapitaalvereisten (S Model) dekt men de dollar doorgaans toch af, maar dat argument komt in het nieuwe systeem te

vervallen. In de toekomst kan men ervoor kiezen om de Amerikaanse dollar fors minder af te dekken, terwijl bij andere valuta juist voor een 100%-hedge wordt gekozen vanuit het oogpunt 'always hedge non rewarding risks'.

Klerkx: 'Ik zou toch maar een beetje uitkijken met backtests voor valutarisico en in een ALM-studie wat meer vooruitkijken en wat meer scenario's naast elkaar zetten. De afgelopen periode is voor de dollar namelijk wel bijzonder geweest. Ik ben blij dat we meer eigen risico's in kaart gaan brengen en dus ook een onderscheid gaan maken tussen een exposure naar bijvoorbeeld de S&P, met veel revenues die niet uit de dollar komen, en US treasuries, die gewoon 100% in dollars zijn.'

Stroij: 'Als pensioenfondsen heb je toch minimaal een derde van je portefeuille in dollarbeleggingen zitten. Het lijkt me toch wel zinvol om naar de totale dollar-exposure van de portefeuille te kijken en om daar een deel van af te dekken. Want wie garandeert mij dat bij een volgende crisis de dollar een safe haven blijft? Dat is natuurlijk niet gegarandeerd, zeker niet vanwege de schuldenlast van de Verenigde Staten.'

Hoe kunnen lifecycles dynamisch worden ingezet?

Rijs: 'In het huidige beleggingsbeleid zie je vaak elementen van dynamisch beleid, afhankelijk van de dekkingsgraden. Iets dergelijks bestaat onder de Wtp niet meer. Een alternatief kan zijn dat relatieve waarderingen van kapitaalmarkten gebruikt worden als dynamisch beleid om meer of minder exposure te realiseren binnen de lifecycles. Als langetermijnbelegger heb je op gezette tijden immers te maken met over- en ondergewaardeerde markten.'

Klerkx: 'We hebben het over dynamisch beleid binnen een LDI-portefeuille, misschien binnen cohorten. Dat is wellicht mogelijk voor de wat grotere pensioenfondsen, maar voor veel pensioenfondsen gaat het over dynamisch beleid tussen verschillende portefeuilles en cohorten. Dat je daar de allocatieregels op een bepaalde manier inricht, zodat je gebruik

'We gaan stoppen met het afdekken van valuta.'

kunt maken van belief in mean reversion of juist niet.'

Wat is de rol van de fiduciair tijdens de transitiefase naar de Wtp?

Roeloffs: 'Op hoofdlijnen zijn er, denk ik, twee rollen. De ene is adviseren. Bij het ene pensioenfonds zal die rol groter zijn dan bij het andere, maar hoe dan ook is die belangrijk, want als fiduciair ken je als geen ander de portefeuille en de klanten van het pensioenfonds. De andere rol is operationeel. Als fiduciair moet je ervoor zorgen dat alle processen goed zijn ingericht, zodat in de aanloop naar de transitie, bij het invaren en ook daarna, de portefeuilles goed worden beheerd, gemonitord en gerapporteerd.'

Eikelboom: 'Ik zou in dit geval zeggen: investeer in de driehoeksverhouding. Daarmee bedoel ik het pensioenfonds zelf, de pensioenadministratie en de fiduciair. Dat is belangrijk om de lijnen, de informatiestromen en de afstemming tussen personen goed te organiseren, zodat je elkaar op het moment van transitie blindelings kunt vinden. Daar kun je nu al hard aan werken door bijvoorbeeld elke week gezamenlijke voorbereidingen te bespreken.'

Kobus: 'De overstap is een uitdaging, want de FTK-portefeuille is niet dezelfde als de portefeuille in het nieuwe stelsel. Je zit aan de voor- óf achterkant met een afwijkende portefeuille. Het is daarbij een groot risico dat je allemaal door dezelfde deur moet.'

Klerkx: 'In de aanloop naar moment X zie je dat er wat meer defensief wordt belegd en er wat meer rentedekking is. Daarna ga je een andere koers varen. Wij adviseren onze klanten om in dit uitzonderlijke geval, waarbij je dus weet dat je op een moment in de toekomst gaat afwijken van je gevoerde beleggingsbeleid, opties te kopen om een goede uitkomst te bewerkstelligen. Het moment van invaren moet dan wel duidelijk zijn. Daar is echter veel onzekerheid over. Maar als je het weet, is het de moeite waard om te kijken naar een optiestrategie.'

'Er zal heel veel maatwerk nodig blijven.'

Stroij: ‘Je koopt opties om op het moment van invaren de dekkingsgraad te beschermen en zodoende een soepele transactie naar het nieuwe stelsel te waarborgen. Als pensioenfonds moet je je daar goed op voorbereiden. Je wilt het nodige gereedschap in je gereedschapskist hebben. Bij het gebruik van opties is ook de voorbereiding van de operationele set-up belangrijk. Nogmaals, het is waarschijnlijk al honderd keer gezegd: begin hier op tijd mee, want dit kost tijd.’

Van Stuijvenberg: ‘Wanneer je kiest voor swaptions, ben je tot het moment van invaren beschermd en behoud je de mogelijke ‘upside gains’ van een rentestijging. Naarmate je dichterbij de einddatum komt, wordt de delta hoger en de bescherming accurater. Dus wat dat betreft werkt een optiestrategie prima. Ik zie ook dat meerdere partijen ernaar kijken, maar vaak schrikken van de hoge optiepremie.’

Rosenberg: ‘Veel pensioenfondsen zijn niet goed ingericht voor het gebruik van optiestrategieën. Niet alleen omdat niet iedere bestuurder ze begrijpt, maar je kunt als pensioenfonds niet tegen je fiduciair zeggen: ‘Er is een crisis, dus laten we nu eens even in opties gaan handelen.’ Je moet ten minste een halfjaar nemen om dat allemaal op te zetten.’

Wat zijn de grootste risico's in de transitiefase naar het nieuwe pensioencontract voor de (matching)portefeuille van pensioenfondsen?

Stroij: ‘Het moment van transitie dat vaak wordt gekozen is 1 januari. Er bestaat een gevaar dat pensioenfondsen, zoals gezegd, allemaal op hetzelfde moment door eenzelfde deur moeten. De laatste twee weken van december zijn historisch gezien illiquide en dus is het lastig om veranderingen in je portefeuille door te voeren, tenzij je hier bijvoorbeeld al bewust op voorsorteert in een eerder stadium. Voorsorteren kan uiteraard op verschillende manieren met bijvoorbeeld een geleidelijke overgang naar de nieuwe portefeuille, maar een plan van aanpak is aan te bevelen. Je kan natuurlijk ook een ander moment kiezen dan 1 januari en de illiquide periode van december vermijden.’

‘Het is de moeite waard om te kijken naar een optiestrategie.’

Dit geeft je een tijdsspanne dichterbij de overgangsdatum om de draai in je portefeuille te maken.’

Wat verandert er voor fiduciair managers als de Wtp eenmaal is ingevoerd?

Roeloffs: ‘Ik denk dat de rol van de fiduciair minstens zo belangrijk blijft als die nu is. De verwachting is dat er veel meer gecommuniceerd zal gaan worden over wat er in de verschillende cohorten voor de verschillende deelnemers gebeurt. De fiduciair is degene die het pensioenfonds in staat moet stellen om die beleggingsinformatie te delen met zijn deelnemers. Die informatiestromen worden intensiever en uitgebreider.’

Rijs: ‘Als de Wtp er is, zullen fiduciair managers pensioenfondsen moeten blijven adviseren. Op dit moment gebeurt dit over beleggingscategorieën, strategische asset allocaties (inclusief dynamisch beleid), kaders en richtlijnen. Na de invoering van de Wtp zal met name de advisering over de asset allocaties vervangen worden door advisering over lifecycles, die ook aan veranderingen onderhevig zijn. Alles moet om de zoveel tijd tegen het licht worden gehouden: is het nog optimaal, past de samenstelling van de building blocks van de lifecycle bij de risicohouding? Eigenlijk net als nu.’

Klerkx: ‘In de aanloop naar de invoering van de Wtp zijn fiduciair managers en pensioenfondsbesturen erg bezig met de transitie. Dat kost veel tijd en energie en dat is terecht. Ik hoop dat ze zich na de transitie weer echt kunnen gaan richten op de beleggingen en proberen mooie rendementen te maken en te zorgen voor een positieve invloed op het klimaat en de samenleving.’

Van Daalen: ‘Ik verwacht dat er behoefte blijft aan de fiduciair als regisseur van de hele beleggingsketen en dat pensioenfondsen erop blijven vertrouwen dat de fiduciair daarvoor de juiste infrastructuur heeft aangelegd.’ ■

IN HET KORT

Voorheen dekte LDI stabiele verplichtingen af, in het nieuwe stelsel gaat LDI geprognosticeerde kasstromen afdekken die afhankelijk zijn van opgebouwd vermogen en verwacht rendement.

Uit onderzoek is gebleken dat de nieuwe regelingen beter in staat zijn om inflatiecorrectie te geven dan het FTK.

Binnen de SPR is geen enkele reden om minder in illiquide beleggingen te gaan.

Met rentestand-afhankelijk beleid is mogelijk beter in te spelen op stabilisering van de (toekomstige) pensioenuitkeringen.

Er bestaat een gevaar dat pensioenfondsen op het moment van transitie allemaal op hetzelfde moment door eenzelfde deur moeten.

De rol van de fiduciair zal minstens zo belangrijk blijven als die nu is.