

Garanderen van koopkracht blijft een uitdaging

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius Fotografie



Leidt het nieuwe pensioenstelsel tot het nemen van meer risico's met de beleggingen? Over die vraag bogen vermogensbeheerders en pensioenbestuurders zich tijdens de Ronde Tafel over beleggen onder het nieuwe pensioenstelsel. Uit de discussies bleek dat het garanderen van de koopkracht van pensioenen op basis van beleggingsrendementen nog niet zo makkelijk is.

Gerard van de Kuilen, Oprichter van Cavani Analyse & Advies, legt de deelnemers de eerste vraag voor: gaan pensioenfondsen onder de solidaire regeling beleggen vanuit een totaal beleggingsportefeuilleperspectief, of blijft er een strikte scheiding tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille?

Jan Tol, Investment Consultant bij Mercer, trapt af. 'Die invulling is heel erg afhankelijk van het doel dat je nastreeft ten aanzien van je uitkeringen. Als je reële ambitie wilt nastreven, kun je eigenlijk niet gebruikmaken van theoretische beschermingsrendementen. Als je wilt kiezen voor een collectieve stijging of daling van je uitkeringen, ben je te veel gebonden als je het theoretische beschermingsrendement hanteert.'

Doel is leidend

Tol vervolgt: 'We verwachten dat pensioenfondsen die wel gebruikmaken van het theoretische beleggingsrendement een focus hebben op de collectieve beleggingsportefeuille zonder een expliciet afgescheiden matchingportefeuille. Dit wordt vooral gedreven door de wens van een collectieve uitkeringsfase. Op dit moment, voor de stelselwijziging, kun je al wel een gelijke daling inbouwen, maar dat gaat gepaard met een theoretische afdekking van 100%.'

Werkelijk rendement

Volgens Arjen Monster, Head of Strategic & LDI Advice, Integrated Client Soluti-

ons bij NN Investment Partners, gebeurt de portefeuilleconstructie op totaalniveau. 'In het daadwerkelijke beheer of voor de rapportage maak je naar verwachting wel gebruik van matching- en returnportefeuilles. Allereerst in het beheer bij de keuze voor het werkelijke beschermingsrendement. Je moet daarnaast ook rapporteren over de effectiviteit van de renteafdekking. Dergelijke informatie is voor pensioenfondsen erg relevant in de communicatie naar deelnemers.'

Carl Kool, Director Multi-Asset Strategies & Solutions bij BlackRock, reageert: 'Je moet ook uitkijken dat je de scheiding niet te strikt maakt. Je hebt in het huidige stelsel inderdaad matching- en returnportefeuilles, maar ook hybride assets die een dubbele functie vervullen. Denk aan bedrijfsobligaties en hypotheeklen. Die hebben aan de ene kant matchingkarakteristieken en aan de andere kant ook returnkarakteristieken. Die hybride assets kun je ook in het nieuwe pensioencontract kwijt. Je ontkomt er niet aan als pensioenfonds om beide portefeuilles aan het werk te zetten. Heel stringent die scheiding aanbrengen is niet ideaal.'

Harde splitsing matching en return?

Marco van Rijn, Executive Director bij Kempen Capital Management: 'De crux zit bij de vraag of je gebruikmaakt van feitelijk beschermingsrendement of niet. Als je dat wel doet, krijg je een harde splitsing van de matching- en returnportefeuille. Voor dat feitelijke beschermingsrendement kun je kiezen, omdat je een reële doelstelling wilt halen, zoals Jan Tol dat schetst. Als je voor theoretisch beleggingsrendement kiest, is de matching- of LDI-portefeuille meer een operationeel aansturingmechanisme. Er is geen strikte scheiding aangezien het benodigde beschermingsrendement aan het totaalrendement wordt onttrokken.'

Paul de Geus, Bestuurder en Toezicht houder bij diverse pensioenfondsen: 'Voor de ALM en de doorrekening moet je goed naar je ambities kijken en daarbij prefereer ik een reële ambitie. Maar volgens mij gingen we juist naar zo'n >

Voorzitter:

Gerard van de Kuilen,
Cavani Analyse & Advies

Deelnemers:

Paul de Geus,
verschillende pensioenfondsen
Rik Klerkx,
Cardano Nederland
Carl Kool,
BlackRock
Arjen Monster,
NN Investment Partners
Jitzes Noorman,
Columbia Threadneedle
Investments
Marco van Rijn,
Van Lanschot Kempen
Jan Tol,
Mercer



VOORZITTER

Gerard van de Kuilen

Gerard van de Kuilen is Econometrist en heeft een achtergrond in riskmanagement (renterisicobeleid, balansbeheer en ALM). Sinds 2005 werkt hij vanuit zijn bedrijf Cavani Analyse & Advies als Bestuurder en Intern Toezichthouder bij verzekeraars (momenteel NV schade) en pensioenfondsen (momenteel Waterbouw, Verloskundigen, Kappers en Huisartsen). Van de Kuilen is tevens Docent en Ontwikkelaar van opleidingen voor pensioenfondsbestuurders bij SPO.



Paul
de Geus

Paul de Geus is sinds 2014 professioneel Bestuurder bij verschillende pensioenfondsen. Daarnaast is hij lid van de RvT bij PF Slagers. Eerder was hij actief in het vermogensbeheer van Shell Pensioenfondsen en bij Robeco. Ook gaf hij leiding aan het institutioneel vermogensbeheer bij Delta Lloyd Asset Management. De Geus heeft Bedrijfs-economie gestudeerd en een postdoctorale opleiding tot register controller afgerond.



Rik
Klerkx

Rik Klerkx kwam in 2015 bij Cardano Nederland om te helpen bij het opbouwen van het beleggingsteam. Momenteel is hij CIO. Hij draagt de verantwoordelijkheid voor de ontwikkeling en implementatie van beleggingsstrategieën voor institutionele klanten. Hij heeft gewerkt bij J.P. Morgan in Londen en De Nederlandsche Bank. Klerkx heeft een Master in Quantitative Finance van de Erasmus Universiteit en is PhD-kandidaat aan de Vrije Universiteit.



Carl
Kool

Carl Kool, Director, geeft leiding aan het Multi-Asset Strategies & Solutions (MASS) Team van BlackRock. Hij werkt sinds 2011 bij het bedrijf. Daarvoor was hij Head of Strategy & Research bij Doctors Pension Funds Services en van 1999 tot 2004 Senior Econoom bij ING. Eerder was hij Financieel Informatiespecialist bij Robeco/IRIS. Hij begon zijn carrière als Klantadviseur bij Datastream. Kool studeerde Economie aan de Erasmus Universiteit en is CFA-charterholder.



Arjen
Monster

Arjen Monster studeerde Bedrijfs-wiskunde en Informatica aan de Vrije Universiteit Amsterdam en werkt sinds 2009 voor NN Investment Partners. Hij is verantwoordelijk voor strategisch advies aan pensioenfondsen en heeft ruim twintig jaar ervaring in de beleggingsindustrie. In deze periode heeft hij zich gespecialiseerd in LDI, derivaten, risicomanagement, portefeuillebeheer en strategische advisering.



Jitzes
Noorman

Jitzes Noorman is als Delegated CIO in het fiduciaire team van Columbia Threadneedle Investments sinds 2011 verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere Nederlandse pensioenfondsen en is tevens werkzaam als Investment Strateeg. Eerder werkte hij bij MN Services als Senior Fondsbeheerder Special Investments en Hedge Funds. Daarvoor was hij onder meer Monetair Econoom bij Rabobank International.



Marco
van Rijn

Marco van Rijn is lid van het leadership-team van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen. Sinds 2007 is hij daar werkzaam, waar hij vrijwel direct deel uitmaakte van het fiduciaire team. Van Rijn is Delegated CIO voor een aantal relaties en verantwoordelijk voor dienstverlening aan pensioenfondsen en verzekeraars. Eerder was hij werkzaam bij ING Investment Management.



Jan
Tol

Jan Tol is Principal ALM-consultant bij Mercer. Hij adviseert zowel ondernemings- als bedrijfstakpensioenfondsen en APF-en, onder andere op het gebied van strategisch balansmanagement. Naast ALM heeft hij ook ervaring met monitoring (performance & risk) en strategische asset allocatie (SAA). Tol is verantwoordelijk voor de ontwikkeling en het onderhoud van alle ALM-gerelateerde oplossingen die Mercer aanbiedt.

‘De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt.’

nieuw stelsel omdat we niet te strikte scheidingen wilden in portefeuilles.’

Minder rigide scheiding

De Geus gaat verder: ‘Onder het huidige financieel toetsingskader is het vooral de vereiste dekkingsgraad en bijbehorend risicoprofiel waar we aan moeten voldoen van De Nederlandsche Bank. De belangrijkste vraag is dan ook: gaat het nieuwe stelsel wel het juiste resultaat opleveren? Deelnemers zien jaarlijks hun pensioenkapitaal op en neer gaan. Zij moeten het aan het eind van de rit omzetten in een uitkering. Natuurlijk, je moet volgens wet- en regelgeving je sommen maken. Maar ik zou zeggen: ga in het beheer vooral uit van de rendementsuitgangspunten. Ik denk wel dat we een scheiding tussen matching en return houden, maar misschien minder strak dan nu het geval is.’

Niet de bedoeling

Bij pensioenen kun je bij uitstek voor de lange termijn beleggen, constateert Rik Klerkx, CIO bij Cardano. ‘Dus kun je als pensioenbelegger bijvoorbeeld risicopremies en liquiditeitspremies verdienen, maar ook investeren in de klimaattransitie. Als je heel erg gaat focussen op de risico’s in de uitkeringsfase, dan zou je, bij wijze van spreken, je geld zeventig jaar op een spaarrekening zetten. Dat is niet de bedoeling van het nieuwe pensioenstelsel.’

Renteafdekking per leeftijd

Klerkx constateert ook dat er in het huidige stelsel een renteafdekkingsbeleid zit dat lastig te differentiëren is per leeftijd. ‘Of je nu twintig of negentig bent, in het nieuwe stelsel kun je daar wel onderscheid in maken. Dat geeft je keuze. Voor iemand die met pensioen gaat en veel kapitaal heeft opgebouwd, kan je dan veel renterisico afdekken, voor iemand die twintig is niet. We merken in gesprekken met pensioenbesturen dat er op dat vraagstuk geen eenduidig antwoord is.’

Monster: ‘Voor een koopkrachtig pensioen is het belangrijk om risicopremies te blijven verdienen, zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase. Hierbij is in het nieuwe stelsel ook spreiding van groot belang. Denk hiervoor aan een

‘Voor een koopkrachtig pensioen is het belangrijk om risicopremies te blijven verdienen, zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase.’

categorie als infrastructuur die ook interessant is vanuit MVB-overwegingen.’ Van Rijn: ‘De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt.’

Maatwerk voor generaties

Het beleggingsbeleid wordt in het nieuwe pensioenstelsel gebaseerd op de lifecycle van verschillende leeftijdscohorten.

Klerkx: ‘In het huidige stelsel focus je heel erg op één renteafdekkingsbeleid en kijk je naar de hoogte, de curve en de dynamiek. Straks moet je voor elk cohort een apart beleid hebben. Ik verwacht dat je daardoor meer maatwerk kunt leveren aan verschillende generaties.’ De Geus reageert: ‘Ik snap dat je beleid per cohort moet maken, maar we gaan, zo mag ik hopen, toch niet apart beleggen per cohort?’

Klerkx: ‘De mechanismes kunnen naast elkaar bestaan. Dus cohorten met elk een verschillend renteafdekkingsbeleid, uitgevoerd via één of een klein aantal beleggingsportefeuilles.’ Van Rijn: ‘Per cohort wordt beleid bepaald, maar met kasstromen en afdekkingspercentages kun je aggregeren en daar stuur je op. Niet veel anders dan nu dus.’

Jitzes Noorman, CIO in het fiduciair managementteam van Columbia Threadneedle Investments: ‘Of het beleid meer dynamiek met zich meebrengt in het nieuwe stelsel, is meer afhankelijk van de investment beliefs die een fonds heeft. Daarbij gaat het erom in hoeverre je als >

‘Overall in de wereld zetten institutionele beleggers enorme stappen naar ESG. Dat was in het defined benefit-systeem ook gebeurd. Het thema luidt dus onmiskenbaar een transitie in de portefeuille in.’

fonds wordt beloond voor bepaalde risico's en om de voorspelbaarheid. Die zaken staan los van de wet- en regelgeving in een nieuw stelsel. De beliefs zijn maatgevend.’

Verwachte pensioenen

Klerkx constateert dat de communicatie naar deelnemers toe vooral moet gaan over verwachte pensioenen. ‘Ik zou niet de focus op kapitaal en volatiliteit leggen. Dat zou je niet moeten willen omdat dat onrust met zich meebrengt.’ Van Rijn: ‘Het communiceren van de cijfers wordt inderdaad een uitdaging. Je moet daarbij zorgvuldig het perspectief van de uitkering en het sterk fluctuerende kapitaal aan elkaar verbinden. De verwachte uitkering staat centraal. Die zal ook, maar steeds minder, fluctueren doordat in lijn met de risicohouding risico genomen moet worden om een koopkrachtig pensioen te bereiken en te behouden.’

Die constatering blijkt voor Van de Kuilen een mooi bruggetje naar de discussie over de koopkracht. De vraag daarbij is hoe pensioenbeleggers de uitkeringen kunnen beschermen tegen de vaak schoksgewijs optredende inflatie. De Geus: ‘Tegen schokken van 12% zoals deze nu voorkomen, is dat lastig.’ Monster: ‘Dat klopt, maar je kunt er wel iets aan doen, bijvoorbeeld door te beleggen in inflatiegerelateerde obligaties en inflatieswaps. Daarmee valt wel iets te

repareren, vooral als de schok tijdelijk is. De mate van bescherming tegen inflatie wil je idealiter per cohort bepalen. Een alternatief is om opgebouwde reserves te gebruiken om deelnemers te compenseren tegen inflatie.’ Het probleem van die reserves is volgens de aanwezigen dat je die toewijst aan een leeftijdscohort, in dit geval de gepensioneerden. Ten koste van de andere cohorten. ‘Dat is lastig uit te leggen’, aldus Van de Kuilen.

Koopkracht

Noorman constateert dat koopkracht een mooi onderwerp is voor een beleggingsstrategie. ‘In principe is er in het nieuwe stelsel een minder directe koppeling tussen inflatie en de uitkeringen, maar bepaalt in het nieuwe stelsel het rendement of de uitkering mogelijk is. Het gaat dus om inflatiematching: het zorgen voor voldoende rendement om de inflatie te verslaan.’

Tol: ‘Je kunt in de nieuwe situatie niet specifieke risicopremies en beleggingen alloceren naar specifieke doelgroepen. Dit maakt het lastiger om via beleggingsrendementen koopkrachtstijgingen in de uitkeringsfase in te bouwen. Daar staat tegenover dat je nu een individueel risico kunt toewijzen, waarbij je voldoende risico kan nemen om bij pensionering voldoende vermogen te hebben. Voldoende om een adequaat pensioen in te kopen. Gecombineerd met een reëel projectierendement en mogelijkheden voor een solidariteitsreserve, biedt dit mogelijkheden om de koopkracht op peil te houden.’

Illiquide beleggingen

Kool ziet ook meer mogelijkheden voor het waarmaken van de reële ambitie via investeringen in infrastructuur die over een lange beleggingshorizon inflatieprotectie bieden. ‘Daar is in het nieuwe stelsel meer ruimte voor gekomen, terwijl het bezwaar in het huidige stelsel vaak is dat het een complexe en illiquide belegging is en dat er weinig ruimte is vanwege het vereiste eigen vermogen.’

Lumpsum

De Geus wijst op zijn deelnemers. ‘We benaderen dit heel technisch en theoretisch, maar hoe krijg je dit alles goed

‘Ik zou niet de focus op kapitaal en volatiliteit leggen. Dat zou je niet moeten willen omdat dat onrust met zich meebrengt.’

uitgelegd richting pensioenbestuurders en zeker richting de deelnemers?' Daar speelt ook de lumpsum-regeling. Vanaf 1 juli 2023 kun je in een keer maximaal 10% van je opgebouwde ouderdomspensioen opnemen op de pensioendatum.

Klerkx: 'In Engeland mag je 25% op je 55ste jaar onttrekken. Mensen maken er daar veel gebruik van. Je ziet daar dat Engelsen vaak kiezen voor het hoge getal op hun bankrekening in plaats van in de pensioenregeling. De vraag is of ze dat altijd, wat je zou willen, gebruiken voor het aflossen van een hypotheek. Dat onttrekken van pensioen kan tot een armoedeval leiden als het bedrag voor consumptieve doeleinden wordt gebruikt.' Monster: 'Dat onttrekken ondermijnt de solidariteit van het pensioenbeleggen, want je kunt simpelweg met minder kapitaal beleggen. Je legt dan dus druk op andere voorzieningen. Zeker als dit massaal gaat gebeuren.'

Collectief risicoprofiel

De discussie verschuift naar het risicoprofiel en de liquiditeit van pensioenbeleggingen. Verwachten de deelnemers dat voor het collectief het risicoprofiel gaat wijzigen? 'En als dat zo is, hoe dan?', wil Van de Kuilen weten. De Geus wijst erop dat pensioenfondsen in de aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel bij de deelnemers moeten uitvragen wat zij wel en niet aan risico accepteren. 'Dat is al lastig genoeg, want bereik je al je deelnemers wel? Daarna komt de volgende vraag: Hoe aggregeer je al die wensen en behoeftes en voeg je die samen met je eigen beleggingsbeleid? Gaat dat goed werken?'

Monster herkent die vragen: 'Als je kapitaal per leeftijdscohort zou alloceren, dan kom je al met al op een hoger risicoprofiel uit.' Tol: 'Het nieuwe stelsel biedt de mogelijkheid om meer risico te nemen omdat dit leeftijdsafhankelijk wordt toebedeeld. Je hebt dan dus niet te maken met collectieve risico's op een daling. Als gevolg daarvan zie ik dat pensioenfondsen met vooral jongeren meer risico's kunnen nemen dan pensioenfondsen met oudere deelnemers.'

Monster: 'Als je een koopkrachtig pensioen voor alle cohorten mogelijk wilt

'Of het beleid meer dynamiek met zich meebrengt in het nieuwe stelsel, is afhankelijk van de investment beliefs die een fonds heeft.'

maken, ben je wel genoodzaakt om voldoende risico te nemen. Dit zal naar verwachting een hoger collectief risicoprofiel met zich mee moeten brengen.'

Brevet van onvermogen

Kool is het daarmee eens. 'De moeilijkheid zit in de data over de deelnemers. Wat geven deelnemers aan in de onderzoeken en wat kun je daarvan waarmaken? Ik vraag me af of je wel elk risicoprofiel kunt verdedigen. Je wilt ook niet te ver weglopen van het collectieve risicoprofiel van het huidige beleid.' Van de Kuilen: 'Heel veel afwijken in het nieuwe stelsel ten opzichte van het oude stelsel zijn van hoe we dat risicoprofiel in de afgelopen decennia hebben bepaald.'

Noorman reageert: 'Dat hangt samen met het punt waar we het eerder over hadden. Het zorgen voor koopkracht is de reden dat we een nieuw stelsel aan het ontwerpen zijn waarin het verschil is dat we risicovoller kunnen beleggen. Dat gaat >





risicovoller kunnen beleggen. Het is maar de vraag of dat gebeurt.'

Rooskleurige plaatjes

De Geus: 'Als het pensioenpotje dat je jaarlijks te zien krijgt vaak op en neer gaat, is dat bij deelnemers wellicht een prikkel om juist minder risicovol te willen beleggen.' In het wetsvoorstel staan rooskleurige plaatjes over het pensioenrendement geschetst, vult De Geus aan. 'Over zestig jaar beleggen kom je altijd op mooie rendementen uit. In die berekeningen zitten aannames waar je je vraagtekens bij kunt zetten.'

Minder risico nemen

Noorman stelt dat het maar de vraag is of er in het nieuwe stelsel risicovoller - en dus met een hoger verwacht rendement - belegd gaat worden voor jongeren. Dat zal moeten blijken uit de uitvraag naar de risicopreferentie per cohort. Tol vult aan: 'In de communicatie met de deelnemers moeten we ook duidelijk maken dat de focus op de lange termijn blijft met het oog op de uiteindelijke uitkering en niet op de tussentijdse resultaten en risico's.'

Klerkx verwacht wel dat de nervositeit kan toenemen als er niet langer berichten

over dekkingsgraden in de krant staan, maar berichten over individuele vermogenshoogtes. 'Dan wordt het concreet.' Kool verwijst naar de nieuwe wet, waarin volgens hem de voorgeschreven maatstaven helder staan vermeld. 'Je moet dus denken in verwachte pensioenuitkeringen. Je moet 'liability aware' zijn. Je zet daarbij je projectierendement af tegen rendement en risico's.' De Geus: 'Het is een uitdaging om de getallen goed voor het voetlicht te krijgen, bij pensioenbesturen, maar vooral bij de deelnemers. Zeker als deze per jaar met de markt meegaan.'

Minimale en maximale risico

Monster wijst op het belang van de relatie tussen het projectierendement en het opgebouwde kapitaal en de uiteindelijke uitkering. 'Ga ik dat halen en realiseren? Daarbij geldt: hoe dichter bij de uitkeringsdatum hoe minder risico je als pensioenbelegger wilt nemen.' Klerkx: 'Dat is een grote uitdaging in het nieuwe stelsel. Hoe bepaal je het minimale en maximale risico dat je wilt en mag nemen? Dat bepaalt namelijk in grote mate hoe je je projectierendement berekent.'

Tol: 'De start van de lifecycle begint eigenlijk bij een hele grote vraag: wat wil ik deze deelnemer als pensioen bieden en

wat moet ik dan als rendement halen om die ambitie te realiseren? Premie, risico en rendement zijn dan de bouwstenen om de lifecycle neer te zetten.' Monster: 'Hierbij is ook de mate van renteafdekking per cohort een belangrijke stuurparameter.'

Maatschappelijk verantwoord beleggen

Als vierde thema komt ESG oftewel Maatschappelijk Verantwoord Beleggen aan bod. Monster: 'Dit thema staat nu al bovenaan de agenda's van pensioenbesturen en pensioenbeleggers. Dat gaat niet veranderen als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel. ESG kan gekozen worden omdat men verwacht dat het rendement verbetert of omdat men wil bijdragen aan de verbetering van het klimaat en de maatschappij. Het in het leven roepen van 'groene' of 'verantwoorde' modelportefeuilles, naast grijze portefeuilles, behoort tot de mogelijkheden. Hierbij heeft de individuele deelnemer zelf de keuze om een MVB-afweging te maken.'

Van de Kuilen wijst erop dat ESG ook deel kan uitmaken van de uitvraag bij deelnemers van pensioenfondsen. 'Als je de risicobereidheid uitvraagt, waarom zou je dit thema dan niet meenemen?' Kool: 'Ik ben het daarmee eens. Het risicopreferentie-onderzoek is een natuurlijk moment om deze vraag mee te nemen. Aanvullend: ESG is een mondiale trend. Overal in de wereld zetten institutionele beleggers enorme stappen naar ESG. Dat was in het defined benefit-systeem ook gebeurd. Het thema luidt dus onmiskenbaar een transitie in de portefeuille in.'

Integrale benadering

Noorman vindt dat ook bij ESG de integrale benadering te prefereren valt. 'Geen losse potjes, maar een complete porte-

'ESG is zeker een gamechanger, ook in de bepaling van risico's in de beleggingsportefeuille.'

'Over zestig jaar beleggen kom je altijd op mooie rendementen uit. In die berekeningen zitten aannames waar je je vraagtekens bij kunt zetten.'

feuille die je omzet naar ESG-profielen en klimaatbenchmarks. Dat biedt schaalvoordelen. De enige link die ik met het nieuwe pensioenstelsel zie, is dat het beide zware onderwerpen in de portefeuilles zijn. Daarmee concurreren deze thema's wat betreft het governance-budget.'

Tol: 'ESG is zeker een gamechanger, ook in de bepaling van risico's in de beleggingsportefeuille. Aandelen van 'grijze' bedrijven zijn of kunnen daarbij een hoger risico vormen en aandelen van 'groene' ondernemingen vormen wellicht weer meer een kans.'

Klerkx wijst op de overname van Actiam door 'zijn' Cardano. 'Bij Actiam hebben ze een gespecialiseerd ESG-team dat kan engagen met onze beleggingsteams, zodat we gezamenlijk meer impact kunnen maken met onze beleggingen. Natuurlijk gaan we met de trein als we bijvoorbeeld naar Londen moeten. We geven immers het goede voorbeeld. Maar de grootste impact maken we nog altijd via onze beleggingen.' Monster: 'Je kunt heel ver gaan in het integreren van ESG-uitgangspunten in je beleggingen. Tot aan het sturen op specifieke SDGs.'

Overall beleggingsbeleid

Van de Kuilen vraagt de deelnemers naar veranderingen in het overall beleggingsbeleid naar aanleiding van de intrede van het nieuwe pensioenstelsel. 'Aan welke veranderingen moeten we aandacht besteden? Ik wil voorkomen dat we bij de inrichting eerst de vloer leggen en er dan pas achter komen dat we kabels hadden moeten leggen.'

Klerkx: "Passief tenzij" is een mooi uitgangspunt om de transactiekosten zo laag mogelijk te houden. Het nieuwe stelsel heeft echter als risico dat je meer transacties moet doen om binnen de >

‘Het nieuwe stelsel biedt de mogelijkheid om meer risico te nemen omdat dit leeftijdsafhankelijk wordt toebedeeld. Je hebt dan dus niet te maken met collectieve risico’s op een daling.’

gewenste bandbreedtes qua risiconiveau per leeftijdscohort te blijven. Dat doet als vanzelf de kosten toenemen. Daarbij komt dat je in essentie niet gedwongen wilt worden tot veel transacties. Ik denk in elk geval dat er focus op de beleggingskosten blijft. Die focus is er al heel lang en die blijft ook in de toekomst cruciaal voor de inrichting van de beleggingsportefeuilles.’

Beleggingskosten

Monster denkt eveneens dat er druk op de beleggingskosten zal blijven. Tol vult aan: ‘We zien op dit moment dat veel van onze klanten laten onderzoeken wat de omvang van de kosten precies is en hoe hun kosten zich verhouden tot andere pensioenfondsen.’

De Geus wijst op de beleggingsbeginselen van een pensioenfonds. ‘Daar begint het, bij bestuur en fonds. Die beleggingsbeginselen veranderen niet als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel.’

Noorman: ‘Dat is ook mijn belangrijkste punt. De investment beliefs zijn het begin. De keuze tussen actief en passief beleggen is ook niet alleen afhankelijk van de kosten, maar ook in het geloof dat je de markt met actief beleggen niet altijd beter kunt voorspellen dan met passief beleggen. Het actieve beleid zit tegenwoordig met name in de keuze van specifieke benchmarks en het ontwerpen van een eigen ESG-beleid.’

Beleggen op basis van visie

De Geus: ‘In principe is visieloos beleggen ook een belieft. Maar de veelgebruikte, marktgewogen benchmark is het resultaat van beleggingen uit het verleden. Daarom moet de blik breder worden en moet je wellicht meer dynamiek in je beleid aanbrengen. Alles om aan voldoende kapitaal bij de pensioenuitkering te kunnen voldoen. Zo bekeken, zou je sowieso een visie op de beleggingsmarkt moeten neerleggen als pensioenfonds en pensioenbelegger.’

Geen vrijbrief

Van Rijn: ‘Het nieuwe stelsel is geen vrijbrief om je beleggingsovertuigingen ineens los te laten. Technisch gezien komt er als gevolg van het nieuwe stelsel meer ruimte om passend beleid te formuleren. Zo kan het beleggingsuniversum groter worden om daarmee meer rendement en diversificatie te kunnen behalen.’

De discussie verplaatst zich richting het invaarmoment naar het nieuwe pensioenstelsel toe. Klerkx: ‘Op de weg ernaartoe, met de finish in zicht, is er de behoefte de dekkingsgraad te beschermen. Voor zo’n tijdelijke bescherming, waarbij je het opwaartse potentieel wilt houden, kunnen opties een passend instrument zijn.’ Monster: ‘Het vreemde is hierbij wel: uitkeringen gaan in de nieuwe situatie continu meebewegen, maar in de weg naar die nieuwe situatie toe wordt een daling van de uitkeringen als een probleem gezien.’

De vraag is dan ook volgens Noorman of je, zoals hij een pensioenbestuurder recent hoorde zeggen, alvast links moet gaan rijden omdat je weet dat je in de toekomst naar Engeland gaat. Noorman: ‘Inderdaad. Het mandaat van het nieuwe pensioenstelsel moet nog ingaan. Je moet dus oppassen met voorsorteren. Om in deze vergelijking te blijven: eigenlijk weet je nog niet eens of je naar Engeland gaat.’ ■

IN HET KORT

De scheiding tussen de matching- en returnportefeuille hangt vooral af van de vraag of je gebruik gaat maken van feitelijk beschermingsrendement. De scheiding zal naar verwachting blijven, maar minder strikt en zou ook niet te strikt moeten zijn.

Elk cohort zal een apart renteafdeckingsbeleid krijgen. De renteafdekking zal bewegen van een diversifiërende rol in de opbouwfase naar een afdekkende rol naarmate de uitkeringsfase dichterbij komt. De afdekkingspercentages zullen worden geëgeerd.

Het nieuwe stelsel is geen vrijbrief om de beleggingsovertuigingen los te laten. Die blijven maatgevend voor het beleggingsbeleid.

Het nieuwe stelsel draait om inflatiematching. Het rendement bepaalt of de pensioenuitkering mogelijk is. Infrastructuur kan over een lange beleggingshorizon inflatieprotectie bieden.

Om een koopkrachtig pensioen voor alle cohorten mogelijk te maken, zullen fondsen genoodzaakt zijn om voldoende risico te nemen. Dit zal naar verwachting een hoger collectief risicoprofiel met zich meebrengen.

ESG blijft een factor van belang, ook in de bepaling van risico’s in de beleggingsportefeuille.

Er zal druk op de beleggingskosten blijven.