

# De transitieperiode komt eraan! Keuzes voor het beleggingsbeleid

Naar verwachting start op 1 januari 2023 de transitieperiode naar het nieuwe pensioenstelsel. Keuzes te over ten aanzien van deze overgangperiode. Wel of niet invaren? Welke contractsvorm? Welke risicohouding? Wel of geen gebruikmaken van het transitie-FTK? Maar hoe zit het met het beleggingsbeleid? Heeft de transitieperiode hier ook impact op? Met die vraag toerde Financial Investigator langs drie pensioenexperts.

Door Esther Waal

Voor onafhankelijk pensioenbestuurder Mark Rosenberg is het zeker het overwegen waard om de beleggingsportefeuille alvast aan te passen aan het toekomstige, na het invaren te voeren beleggingsbeleid. Zonder de VEV-vereisten zoals die nu gelden, en met een nieuw vastgestelde risicohouding,

**‘Een pensioenfonds kan overwegen om risico’s terug te nemen om de invloed van scherpe marktbevingen voor het invaarmoment te reduceren.’**

is er immers mogelijk dan al reden om de beleggingsportefeuille anders in te richten. Wel moet volgens hem hierbij de evenwichtige belangenafweging in acht worden genomen. Rosenberg: ‘In het nieuwe stelsel wordt belegd op basis van de risicohouding van leeftijdscohorten in al dan niet impliciete lifecycles, terwijl er gedurende de transitieperiode nog steeds sprake is van een gezamenlijke pot en een dekkingsgraad die zeer bepalend is voor de herverdeling van het vermogen op het moment van invaren. Een verandering van het beleggingsbeleid op basis van onderliggende cohorten zal daarom toch herverdelingseffecten hebben op alle leeftijdsgroepen.’

Ook Wilse Graveland, Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions bij Van Lanschot Kempen, noemt het belangrijk om te weten hoe de toekomstige impliciete of expliciete lifecycle eruit zal zien. Graveland: ‘Invaren wordt een binair moment voor deelnemers. Gedeelde risico’s worden eigen risico-profielen. Dat kan aanleiding zijn om beleid (beperkt) te heroverwegen.’

Marc Heemskerk, Principal Retirement bij Mercer, vindt het een belangrijke vraag of het beleggingsbeleid al in lijn zou moeten worden gebracht met een lifecycle zoals die straks onder het nieuwe regime zal gelden. ‘Maar’, stelt hij, ‘naar mijn oordeel zou men hier behoudend mee moeten omgaan, omdat het vermogen nog wel verdeeld wordt op basis van een generieke dekkingsgraad en niet-leeftijdsafhankelijk is, in elk geval bij de standaardmethode.’

## Welke keuzes op het gebied van het beleggingsbeleid moet een pensioenfonds maken tijdens de transitieperiode?

Voor Rosenberg zijn er geen keuzes die een pensioenfonds móet maken, maar alleen keuzes die een fonds kan maken. Deze zijn wat hem betreft onder meer afhankelijk van de hoogte van de dekkingsgraad, het onderzoek naar de risicohouding van de deelnemers, het toekomstig te voeren beleggingsbeleid en de afwegingen met betrekking tot de herverdelingseffecten die zullen en kunnen optreden. Zo kan een pensioenfonds volgens hem ook overwegen om risico’s terug te nemen ‘om de invloed van scherpe marktbevingen, die de herverdeling zullen beïnvloeden, voor het invaarmoment te reduceren.’

Graveland meent dat het eventueel reduceren van risicodragende beleggingen in een lager verwacht rendement resulteert. ‘Het is zeer de vraag of dit wenselijk is. Ook ouderen willen na invaren blootstelling naar overrendement houden. Wij bevelen brede spreiding aan binnen de rendementsportefeuille, met minder liquide categorieën, deels met reële elementen, zoals vastgoed, infrastructuur, private debt en landbouwgrond.’

Heemskerk meent dat als een pensioenfonds de huidige pensioenfondsambitie (grotendeels) na kan komen, verder opwaarts potentieel en het nemen van beleggingsrisico niet noodzakelijk zijn. ‘Premiekorting (of een lage premiedekkingsgraad) is immers niet meer aan de orde als beleggingsdoel. Bij een lagere dek-

kingsgraad kan het terugnemen van beleggingsrisico's lastiger zijn, aangezien de toeslagambitie voor met name ouderen dan groten-deels wordt opgegeven.'

Voor Rosenberg komt het er uiteindelijk op neer dat een pensioenfondsbestuur zich moet kunnen verantwoorden over de gemaakte keuzes. Rosenberg: 'Voor de hand liggende beleggingsonderwerpen zijn de hoogte en inrichting van de renteafdekking, het gewenste risiconiveau van de portefeuille op economische gronden en niet op basis van VEV-vereisten, het eventueel inzetten van derivaten om de dekkinggraad te beschermen richting het invaarmoment, het aanpassen van de valutaafdekking nu het risicoreducerende effect in de VEV-berekening in de transitieperiode geen rol meer speelt bij de allocatiebeslissing, het belang van tot voor kort negatief renderende staatsobligaties in portefeuille, de eventuele opname of uitbreiding van inflatiegerelateerde obligaties en de gewenste allocatie naar illiquide beleggingscategorieën.'

Ook Graveland noemt de renteafdekking als mogelijkheid, zeker in combinatie met een rentestafel waarbij bij hogere rentes meer renterisico wordt afgedekt. 'Bij invaren dekken ouderen grotendeels hun eigen kortere renterisico af. Een plotse rentedaling raakt hen mogelijk hard, terwijl er nauwelijks herstelpotentieel is. Voor jongeren is de lange-termijnimpact van meer afdekking bij een eventuele rentestijging beperkt. Zij zullen nog veel premie beleggen en rendement maken. Kortom, een mogelijke verhoging van de renteaf-

dekking is wellicht strijdig met de lange termijn, maar kan bijdragen aan een evenwichtige overgang. Wij delen de opvatting niet dat het, anticiperend op het nieuwe stelsel, wenselijk is om lange renteafdekking alvast af te bouwen.'

Hij is terughoudend ten aanzien van de mogelijkheid dat een fonds ook optiebepescherming kan kopen. 'Dat geeft wellicht bestuurlijke rust, waar naar verwachting wel verlies aan rendement en (operationele) complexiteit tegenover staat.'

### Is er een verschil in de te maken beleggingskeuzes tijdens de transitieperiode als we kijken naar overgang naar een solidaire regeling of een flexibele regeling?

Volgens Heemskerk speelt de contractkeuze een zeer beperkte rol in het verschil in beleggingskeuzes. Heemskerk: 'Bij de flexibele pensioenregeling is sprake van een directe lifecycle-belegging, leeftijdsafhankelijk. Bij de solidaire pensioenregeling is er één collectief, maar via de verdeling van overrendement (met name voor jongeren) en beschermingsrendement (met name voor ouderen) is eveneens sprake van een lifecycle, in dit geval dan impliciet. De mix zal hierdoor in totaliteit weinig verschillen, waarbij de solidaire regeling via het opheffen van de leenrestrictie en de aanwezigheid van een solidariteitsbuffer wellicht iets risicovoller kan zijn.'

Heemskerk geeft aan dat de solidaire pensioenregeling in theorie meer illiquide beleggingen zal herbergen, doordat bij de solidaire regeling het beleggingsbeleid een

zaak van het bestuur blijft, terwijl bij de flexibele regeling de deelnemer zelf zeggenschap heeft. Maar de praktijk van de flexibele regeling zal volgens hem vermoedelijk uitwijzen dat de beleggingskeuzes door deelnemers zeer beperkt worden ingevuld en dat ook de uitstroom van kapitaal naar een andere uitvoerder beperkt zal zijn. 'Illiquide beleggingen zullen daarmee ook bij de flexibele pensioenregeling een voorname rol gaan spelen, anders dan in de huidige DC-markt.'

Voor Graveland biedt de solidaire regeling meer flexibiliteit in de beleggingsmix. 'Het collectief hoeft niet één-op-één aan te sluiten bij de cohorten op basis van de lifecycle. Het opheffen van de leenrestrictie kan een spanningsveld tussen cohorten oplossen, met hetzelfde optimale overrendementsprofiel voor alle deelnemers. Dit wordt bereikt met een brede spreiding, ook naar minder liquide categorieën met reële elementen. Beleid kan hier nu al zoveel mogelijk op worden gericht.' Volgens Graveland is de flexibele regeling minder flexibel door de leenrestrictie en de expliciete cohorten met uiteenlopende beleggingsmixen die tot beperkingen voor illiquide categorieën kunnen leiden. 'Maar er zijn zeker mogelijkheden om ook binnen de flexibele regeling illiquiditeit een duidelijke plek te geven. De ene categorie is de andere niet (sommige illiquide categorieën genereren hoge kasstromen) en slimme oplossingen houden rekening met in- en uitstroom van cohorten, waardoor een 'ijzeren voorraad' voor illiquiditeit kan worden bepaald.' ■



**Wilse Graveland**

Hoofd van Fiduciary Management & Institutional Solutions, Van Lanschot Kempen



**Marc Heemskerk**

Principal Retirement, Mercer



**Mark Rosenberg**

Onafhankelijk Pensioenbestuurder, diverse bedrijfstakpensioenfondsen

## IN HET KORT

Pensioenfondsen kunnen het beste kiezen voor een brede spreiding met minder liquide categorieën, deels met reële elementen.

Als een pensioenfonds de huidige pensioenfondsambities na kan komen, zijn opwaarts potentieel en het nemen van beleggingsrisico niet noodzakelijk.

De contractkeuze speelt een zeer beperkte rol in het verschil in beleggingskeuzes, al is de solidaire regeling wellicht iets risicovoller.

Illiquide beleggingen zullen ook bij de flexibele pensioenregeling een voorname rol gaan spelen, anders dan in de huidige DC-markt.