



Asset allocatie onder het Nieuwe Pensioencontract

Het Nieuwe Pensioencontract (NPC) zal de nodige consequenties hebben voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Financial Investigator vroeg vier experts naar hun mening over de verwachte ruimere mogelijkheden voor hun asset allocatie.

Door Wim Groeneveld

De pensioensector moet wendbaarder worden onder het NPC, ook op het gebied van asset allocatie. Een gedachte daarachter is dat de mogelijkheden daartoe momenteel tekortschieten en dat met name de jongere generaties worden gedupeerd. Jack Jonk, CIO van Blue Sky Group, denkt echter dat de asset allocatie in het huidige stelsel niet tot grote tekortkomingen leidt voor verschillende generaties, althans als ervan uit wordt gegaan dat de asset allocatie van de portefeuille als geheel passend is voor de deelnemerspopulatie. Hij vindt dat portefeuilles nu te offensief zijn voor de oudere generaties en te defensief voor de jongere generaties. Het effect is echter beperkt, omdat door de verplichte buffers en wachtregels van het FTK zowel goede als slechte rendementen met een enorme vertraging in de aanspraken van de deelnemers terecht komen. 'Een belangrijk voordeel van het nieuwe stelsel is dat de voorkeuren van deelnemers expliciet worden opgevraagd en dat daarmee een portefeuille kan worden samengesteld die past bij het collectief en die leidt tot een passende toerekening aan de verschillende generaties.'

De impact op leeftijdscohorten

De grote vraag is of onder het NPC de assetmix per leeftijdscohort fors gaat verschillen. 'De toerekening van de rendementen van de assetmix zal naar verwachting wel gaan verschillen tussen de leeftijdscohorten, waarbij de jongere generaties gezien hun langere horizon en het benodigde rendement naar verwachting meer overrendement zullen krijgen en dus risicovoller zullen beleggen dan oudere generaties,' aldus Jonk. Hij geeft aan dat de renteafdekking van groter belang wordt als je dichterbij de pensioendatum komt, omdat die bijdraagt aan de stabiliteit van de pensioenuitkering die dan in zicht is. 'Dus ook daar zal verschil gaan optreden. Uiteraard is hier niet iets eenduidigs over te zeggen, want de risico-uitvraag bij deelnemers zal grote invloed hebben.' Maar het kan ook best zo uitpakken dat binnen een bepaalde populatie jongere generaties, om welke reden dan ook, defensiever zijn dan oudere generaties. 'Daarom is het van groot belang dat de juiste vragen worden gesteld en de antwoorden betrouwbaar en bruikbaar zijn.' Jonk spreekt >

van een nog grotendeels onontgonnen gebied waar hard aan wordt gewerkt.

Loranne van Lieshout, Senior Investment and Risk Consultant bij Ortec Finance, verwacht niet dat de assetmix op grote schaal zal wijzigen onder het NPC, maar wellicht wel in specifieke situaties. Allereerst noemt zij pensioenfondsen die eigenlijk hun risicoprofiel nu al hadden willen verhogen, maar hiertoe worden belemmerd door VEV-restricties. Daarnaast ziet Van Lieshout een belangrijke mogelijke verandering voor hele jonge pensioenfondsen. 'Deze pensioenfondsen hebben in het huidige stelsel vanwege de hoge duration van de verplichtingen te maken met een volatiele dekkingsgraad en een hoog VEV. Om die reden beleggen ze vaak minder in aandelen dan zou passen bij de leeftijdsopbouw. In het nieuwe pensioencontract is het renterisico voor jongeren juist laag, wat de mogelijkheid biedt voor meer risico in de assetmix.'

Zij ziet ook veranderingen komen in de assetmix van hele oude pensioenfondsen met een relatief hoog risicoprofiel. 'Om op dezelfde assetmix uit te komen als die ze nu hanteren, zouden deze pensioenfondsen een life cycle moeten kiezen waarbij voor jongeren - via leverage - meer dan 100% in aandelen wordt belegd. Dat komt dus neer op het loslaten van de zogenaamde leenrestrictie.' Hoewel theoretisch optimaal, verwacht Van Lieshout dat veel pensioenfondsen vanwege de uitlegbaarheid niet meer dan 100% in aandelen willen beleggen. Het gevolg is dat deze pensioenfondsen juist minder risicovol gaan beleggen onder het NPC, zo is haar conclusie.

Jonk denkt dat het opheffen van de VEV-restricties geen verschillen in de asset mix per leeftijdscohort in de hand gaat werken. Het zal zijns inziens wel kunnen leiden tot hogere wegeningen in beleggingscategorieën die wat betreft risico, rendement en diversificatie goed passen in de portefeuille van pensioenfondsen, maar in het huidige stelsel bovenmatig worden geraakt door VEV-restricties. 'Een voorbeeld hiervan is een asset class zoals infrastructuur. Maar een grote impact van het opheffen van deze restricties op de assetmix per leeftijdscohort zie ik dus niet.'

Meer ruimte voor illiquide beleggingen

Het nu geldende FTK wordt door veel pensioenfondsen als beknellend ervaren als het gaat om de allocatie naar illiquide



Rik Albrecht

Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder, diverse pensioenfondsen



Jack Jonk

CIO, Blue Sky Group



Loranne van Lieshout

Senior Investment and Risk Consultant, Ortec Finance



Anton Wouters

Head of Solutions & Client Advisory, Multi Asset, Quantitative & Solutions Investment Group, BNP Paribas Asset Management

beleggingen. Maar er lijkt onder het NPC meer ruimte te komen voor illiquiditeit. 'Onder het huidige FTK zijn de VEV-eisen voor illiquide beleggingen inderdaad relatief zwaar', reageert Van Lieshout. Zij illustreert dit aan de hand van hoe het er nu in de praktijk aan toe gaat. 'De voorgescreven waardedaling voor beursgenoteerde aandelen is in het standaardmodel 30%, maar voor niet-beursgenoteerde aandelen is dat 40%. Binnen vastrentende waarden worden beleggingen zonder rating - wat relatief vaak het geval is bij illiquide beleggingen - ingedeeld in de laagste ratingklasse, ook als het kredietrisico in feite veel lager is. Onder het NPC is er geen VEV, waardoor een belangrijke horde is weggenomen voor illiquide beleggingen.'

Er zijn echter nog andere redenen waardoor pensioenfondsen onder het NPC niet massaal hun allocatie naar illiquide beleggingen zullen verhogen, denkt Van Lieshout. 'De complexiteit, de hoge kosten en het gebrek aan transparantie zijn voor veel pensioenfondsen redenen om niet te veel in illiquide beleggingen te investeren.' Ook de waardering vormt een issue, zo stelt zij. 'Deze komt vaak met vertraging beschikbaar en is met onzekerheid omgeven. Dat is onhandig in een contract waarin persoonlijke pensioenpotten bestaan en correcties achteraf niet eenvoudig zijn.' Verder benadrukt Van Lieshout dat een zekere mate van liquiditeit juist gewenst is, omdat de assetmix meebeweegt met het leeftijdsprofiel van de deelnemers. Zij denkt echter dat dit aspect wel op te lossen is met door-dachte constructies in de beleggingsuitvoering.

Volgens professioneel Pensioenfondsbestuurder Rik Albrecht zijn illiquide beleggingen interessant voor pensioenfondsen, omdat pensioenfondsen zich richten op langetermijnbeleggingen waarvoor illiquiditeit geen bezwaar hoeft te zijn. 'Daarnaast passen illiquide beleggingen goed bij het collectieve karakter van pensioenfondsen en zijn de rendementen van beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur inflatiegerelateerd. Bovendien zorgt de innige band tussen belegger en zijn illiquide belegging ervoor dat de belegger meer invloed op en inzicht in het ESG-gehalte van de belegging heeft.' En dat laatste past goed in het duurzaamheidsstreven van pensioenfondsen.

Valkuilen om op te letten

Volgens Albrecht verandert het NPC niets

aan de aantrekkelijkheid van illiquide beleggingen voor pensioenfondsen. ‘Wat wel verandert, is dat de rem op illiquide beleggingen deels wordt losgelaten. Er is geen sprake meer van buffervereisten in het vereiste eigen vermogen.’ Maar Albrecht wijst ook op valkuilen als er wordt gekozen voor een ruimere allocatie naar illiquide beleggingen. ‘Pensioenfondsen lopen het risico dat ze niet voldoen aan de kwalificatie van prudent person. Illiquide en andere innovatieve beleggingen vergen een verhoogde mate van risicobeheer, meer dan bij een passief fonds gericht op wereldwijde aandelen het geval is. Niet snappen, is niet doen. Je moet voldoende kennis hebben om risico’s in te kunnen schatten en adequaat te kunnen beheersen. De prudent person regel blijft onder het NPC gewoon een open norm voor zorgvuldig beheer van een collectief vermogen.’

Een andere valkuil waar pensioenfondsen in zouden kunnen trappen, is de verdeling van rendementen door de tijd heen. Albrecht: ‘Rendement van beleggingen waarvan eerst verliezen te verwachten zijn en later pas winsten, worden via het overrendement verdeeld. Er moet goed worden gekeken of dat goed gaat. Het mag niet zo zijn dat een cohort eerst de negatieve rendementen krijgt en later niet de vruchten kan plukken.’

Albrecht raadt aan illiquide beleggingen sowieso te vermijden bij het contract op basis van de Wet verbeterde premieregeling (WVP+), waarbij deelnemers zelf kunnen kiezen. ‘Primair omdat deelnemers niet moeten beleggen in wat ze niet snappen. Veel deelnemers snappen al nauwelijks het verschil tussen aandelen en obligaties. Secundair omdat het collectieve karakter van het pensioenfonds ontbreekt.’

Anton Wouters, Head of Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management, staat op het standpunt dat er feitelijk veel voor zou pleiten om een behoorlijke allocatie naar illiquide beleggingen toe te staan. ‘Deze beleggingen zorgen voor additioneel rendement, diversificatie en minder volatiliteit in de portefeuille, terwijl er binnen het nieuwe stelsel geen sprake meer is van het aanhouden van een extra buffer indien je belegt in private markets, zoals binnen het FTK.’ Het knelpunt zit hem naar zijn mening in de wijze waarop de waardering van private assets tot stand komt. ‘Deze is niet dagelijks, vaak niet gebaseerd op een openbare marktprijs en door de lage frequentie

van de waardering wordt vaak een te rooskleurig beeld geschetst van de volatiliteit. Daardoor lijken private assets niet direct inpasbaar in een systeem dat is opgebouwd rondom flexibiliteit en individuele opbouw van pensioenen, met name onder de WVP+.’ Wouters vraagt zich af of die flexibiliteit voor de hele populatie nodig is. ‘Ik denk dat de voordelen uiteindelijk zwaarder wegen dan de nadelen en dat illiquide beleggingen zowel onder het NPC als onder de WVP+ kunnen worden ingepast. Dit geldt zeker voor private debt, dat immers de stabiele kasstromen kan verzorgen die je graag ziet binnen een fonds. Wel dient dit te gebeuren in combinatie met een goede liquiditeitsanalyse.’

De invulling van de solidariteitsreserve

Tot slot, hoe zal de beleggingsinvulling van de solidariteitsreserve eruit komen te zien? Wouters zegt daarover: ‘De solidariteitsreserve zal in eerste instantie gebruikt kunnen worden voor risicodeling en solidariteit over de generaties en eventueel voor koopkrachtbehoud. Wat je dan wilt voorkomen, is dat de reserve in dezelfde mate wordt geraakt door tegenvallende marktomstandigheden als de beleggingen in het fonds.’ Hij denkt dat dit ervoor pleit om de solidariteitsreserve niet als integraal onderdeel van (of op dezelfde wijze als) de totale portefeuille te beheeren. ‘De reserve moet voor stabiliteit kunnen zorgen, met een relatief lagere volatiliteit. Dit betekent een wat defensievere invulling, met minder risicovolle assets met idealiter een beperkte correlatie met de overige beleggingen. Doordat de solidariteitsreserve voor demping van de volatiliteit in uitkeringen kan zorgen, kan de invulling voor de leeftijdscohorten zelfs wat offensiever zijn.’ Een tweede punt is dat er bij gebruik van de reserve de mogelijkheid moet bestaan om deze om te zetten in andere assets dan in de solidariteitsreserve zelf. Wouters: ‘Dus een zekere vorm van liquiditeit is gewenst.’ Daarmee wordt de reserve een liquide, goed gediversifieerde portefeuille met relatief minder risicovolle assetcategorieën. ‘De uiteindelijke invulling zal mede afhangen van de door het pensioenfonds geformuleerde doelstelling, de afspraken over hoe de reserve moet worden ingezet en daarna verdeeld over de leeftijdscohorten en de wijze waarop de reserve wordt gevuld’, zo besluit Wouters. ■

‘De prudent person regel blijft onder het NPC gewoon een open norm voor zorgvuldig beheer.’

IN HET KORT

Een belangrijk voordeel van het nieuwe stelsel is dat de voorkeuren van deelnemers expliciet worden opgevraagd.

Onder het NPC zijn er geen VEV-restricties, waardoor een belangrijke horde is weggenomen voor illiquide beleggingen.

Illiquide beleggingen passen goed bij het collectieve karakter van pensioenfondsen. Bovendien zijn de rendementen van beleggingen zoals vastgoed en infrastructuur inflatiegerelateerd.

Illiquide en andere innovatieve beleggingen vergen wel een verhoogde mate van risicobeheer.

De solidariteitsreserve kan voor demping van de volatiliteit in uitkeringen zorgen en zal een liquide, goed gediversifieerde portefeuille met relatief minder risicovollere assetcategorieën bevatten.