



Beleggingsbeleid vormgeven onder Wtp in vijf vragen

Op 1 juli 2023 is de Wet toekomst pensioenen (Wtp) ingegaan en uiterlijk op 1 juli 2025 zal ieder pensioenfonds dat wil invaren een implementatieplan moeten hebben opgesteld. In dit artikel behandelen we enkele belangrijke keuzes rondom het beleggingsbeleid van pensioenfondsen onder de Wtp aan de hand van vijf vragen en delen we daarbij de belangrijkste overwegingen. We raden aan om de vragen niet afzonderlijk te beantwoorden, omdat de keuzes op de verschillende thema's elkaar beïnvloeden. Door middel van een iteratief proces kan onderzocht worden welk beleid zorgt voor de meest geschikte pensioenregeling.

HOE WORDT DE RETURNPORTEFEUILLE VORMGEGEVEN?
De returnportefeuille blijft ook in het nieuwe contract de belangrijkste manier om voldoende pensioenkapitaal op te bouwen. Daarnaast kan doorbeleggen in de returnportefeuille na de pensioendatum bijdragen aan de koopkracht van het pensioen.

In het nieuwe stelsel is het van belang dat jongeren voldoende rendement behalen zodat in de uitkeringsfase kan worden gekozen voor een stabielere pensioen. Gepensioneerden hoeven dan in de uitkeringsfase alleen nog te beleggen om de uitkering (deels) te laten meegroeien met de inflatie. Het ligt daarom voor de hand om jongere deelnemers meer beleggingsrisico te laten nemen en gepensioneerde deelnemers minder. Dit is in lijn met de lifecycle-beleggingsmethode die momenteel op de 'Defined Contribution'-markt gebruikelijk is. Doordat het overrendement vooral wordt gealloceerd naar niet-gepensioneerde deelnemers, loopt bij een gelijkblijvende risicohouding de beleggingshorizon van de returnportefeuille op. Dit betekent onder meer dat de returnportefeuille geschikter wordt voor illiquide beleggingen met een hogere rendementsverwachting. De returnportefeuille kan worden vormgegeven door een mix van beleggingscategorieën te selecteren met een zo hoog mogelijke rendementsverwachting gegeven de risicohouding van de verschillende cohorten.

HOE WORDT DE MATCHINGPORTEFEUILLE VORMGEGEVEN?
De belangrijkste keuze voor de vormgeving van de matchingportefeuille is of het pensioenfonds gebruikmaakt van het theoretische of feitelijke beschermingsrendement (TBR/FBR). Deze keuze bepaalt namelijk waar het rendement op het verschil tussen de waardeontwikkeling van de matchingportefeuille en de verwachte pensioenuitkeringen terecht komt. Dit verschil, ook wel de 'mismatch-error' genoemd, ontstaat zelfs bij een nagenoeg perfecte beleggingsallocatie ook al door transactie- en vermogensbeheerkosten. Om de mismatch-error te verkleinen moeten de kosten dus worden goedge maakt. Als gebruik wordt gemaakt van vastrentende beleggingen met een risico-opslag (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties of hypotheeklen) kunnen deze kosten worden gecompenseerd. De mismatch-error wordt bij een keuze voor het TBR toegevoegd aan het overrendement. Bij de keuze voor het FBR wordt deze mismatch onderdeel van het beschermingsrendement.

Het voordeel van het TBR is dat deze methode een zuivere rente-afdekking oplevert. Het nadeel is dat de volatiliteit van de mismatch wordt gealloceerd naar het overrendement, terwijl de rendementsverwachting nihil is. Het voordeel van het FBR is dat deze volatiliteit blijft bij de deelnemers die het meeste profiteren van het beschermingsrendement, maar het nadeel is dat voor deze methodiek een ingewikkelde 'Liability Driven Investments'-portefeuille moet worden geconstrueerd die ook regelmatig geherbalanceerd moet worden als deelnemers wisselen van leeftijdscohort.

HOE WORDT DE SOLIDARITEITS- OF RISICODELINGRESERVE BELEGD?
De solidariteits- of risicodelingsreserve (hierna: de reserve) ontstaat bij het invaren door een deel van de beleggingsportefeuille niet toe te kennen aan individuele deelnemers. Dit vermogen kan afzonderlijk worden belegd of op dezelfde wijze worden belegd als de beleggingsportefeuille voor risico van de deelnemers. Als de reserve met name is bedoeld om tegenvallende (beleggings)resultaten op te vangen en wordt aangevuld vanuit het overrendement, dan ligt de tweede optie minder voor de hand.

De reserve zal meer geld beschikbaar hebben in een negatief marktscenario wanneer de beleggingen van de reserve een lage tot negatieve correlatie hebben met de beleggingen in de returnportefeuille. Een van de opties is om de reserve te beleggen in een geldmarktfonds, welke normaliter een lage correlatie heeft met de returnportefeuille. Het geldmarktfonds kan eventueel worden aangevuld met beleggingen die eveneens een lage correlatie hebben met de returnportefeuille. Ook kan worden nagedacht over het afdekken van staartrisico's middels derivaten, in lijn met de discussie rondom dekkingsgraadbescherming die momenteel speelt. Dergelijke strategieën kunnen de kans verkleinen dat de reserve ontoereikend is in negatieve marktscenario's, maar vereisen wel een hogere bijdrage uit het overrendement in positieve marktscenario's.

HOE GAAN DE BELEGGINGSRENDEMENTEN GEKOPPELD WORDEN AAN DE INDIVIDUELE DEELNEMERS?
Zodra het beleggingsbeleid is herschreven, moet ook worden nagedacht over de implementatie hiervan. De grootste verandering wat betreft de implementatie is dat de (fiduciair) vermogensbeheerder periodiek gegevens moet delen met de pensioenadministrateur. Onder de solidaire premiereregeling zullen naast rendementen en de marktwaarde van de beleggingen ook waardeoverdrachten, betaalde premies, uitgekeerde pensioenen, wisselingen van cohorten, gemaakte kosten en een kasstroomprofiel moeten worden uitgewisseld. Voor het flexibele contract zullen dagelijks de marktwaarde van de beleggingen en de transacties gedeeld moeten worden. Reconciliatie tussen de fiduciair beheerder die de transacties uitvoert en de pensioenuitvoerder is hierbij van belang. Bij het solidaire contract ligt een periode van een maand voor de hand, omdat niet de beleggingen maar de behaalde rendementen worden verdeeld. Een maandelijks rendementsoverzicht is onder het huidige stelsel ook gebruikelijk en zorgt ervoor dat de beleggingsportefeuille op tijd in lijn wordt gebracht met de verdeel-sleutels van de deelnemers.

Naast het delen van informatie zal ook moeten worden besloten wie verantwoordelijk wordt voor het aanleveren van bepaalde rapportages. De DNB-staten zullen informatie bevatten die afkomstig is van verschillende partijen.

HOE WORDEN DE KOSTEN TOEGEREKEND AAN DE INDIVIDUELE DEELNEMERS?
Een pensioenfonds zal moeten nadenken over het alloceren van de vermogensbeheer- en uitvoeringskosten. Momenteel komen deze kosten ten laste van de gehele beleggingsportefeuille, maar onder de Wtp zullen deze kosten ook toebedeeld moeten worden aan de persoonlijke pensioenvermogens. Een pensioenfonds zal kiezen hoe de kosten worden verdeeld: op basis van het aantal deelnemers of op basis van het belegd vermogen? Deelnemers dienen jaarlijks inzicht te krijgen in de aan hen toebedeelde kosten, dus het is belangrijk dat de kostenallocatie uitlegbaar is.

Wat het toerekenen van kosten lastig maakt, is dat het niet altijd op voorhand duidelijk is op welke specifieke deelnemers deze betrekking hebben. Het kan gebeuren dat er extra kosten in een latere periode ontstaan, terwijl een deelnemer de belegging al heeft verkocht (flexibel contract) of is gewisseld van cohort (solidaire contract). Kosten voor het selecteren van een beleggingsfonds worden in rekening gebracht voordat de belegging wordt gedaan. Deze kosten zijn vaak niet terug te rekenen naar een individuele deelnemer. Om de uitlegbaarheid te vergroten raden we aan om de kosten zoveel mogelijk toe te rekenen aan hen die profiteren van de baten.

CONCLUSIE
De Wtp zorgt ervoor dat het beleggingsbeleid zorgvuldig moet worden herzien, zodat deze in lijn is met de doelstellingen van de nieuwe pensioenregeling. Gebaseerd op de vijf vragen in dit artikel zien we dat de returnportefeuille een langere beleggingshorizon krijgt, omdat met name jongere deelnemers aan het rendement van deze portefeuille worden blootgesteld. Bij de matchingportefeuille dient er te worden besloten hoe de mismatch-error wordt toebedeeld. Het lijkt ons verstandig om de reserve te beleggen in beleggingen met een lage correlatie met de rendementsportefeuille, om te voorkomen dat de reserve krimpt op het moment dat deze nodig is. Verder zal het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan in het nieuwe pensioenstelsel nauwer verbonden zijn met de pensioenadministratie. Het is van belang om af te spreken welke partij welke informatie gaat aanleveren. Tot slot dient het pensioenfonds te beslissen hoe kosten worden toebedeeld, rekening houdend met het feit dat kosten vaak niet terug te rekenen zijn naar individuele deelnemers. ■

J.M. Spoelstra MSc (links) en J. van Vlijmmere MSc AAG zijn beiden Senior Consultant bij EY Financial Services Consulting.

