

Balansbeheer onder Wtp:

deel 3 vermogensbeheer

1/4

In de twee vorige artikelen over balansbeheer onder Wtp hebben we laten zien dat de overgang van uitkeringsregelingen naar premieregelingen leidt tot een fundamentele verandering in balansbeheer.

We hebben in het eerste artikel¹ laten zien dat er een scherpere scheiding ontstaat tussen de rol van het pensioenfonds als pensioenaanbieder/-uitvoerder (wat weerspiegeld wordt in het fondsvermogen) en het pensioenfondsproduct zelf (wat weerspiegeld wordt in het individuele pensioenvermogen inclusief solidariteits-/risicodelingsreserve). De markt-, rente-, premie- en langlevensrisico's zijn onder de WTP grotendeels van de balans gehaald. Ze staan weliswaar nog op de balans, maar de pensioenverplichtingen bewegen mee met de beleggingen. Hierdoor domineren op de pensioenfondsbalans onder de Wtp juist de operationele en verzekeringstechnische risico's.

In het tweede artikel² is onderbouwd dat er vier zaken belangrijk zijn voor het behoud/beheer van het fondsvermogen. Naast actuele beprijzing/doorrekening, integraal risicobeheer en een kostenefficiënte uitvoering is ook vermogensbeheer van het fondsvermogen van belang.

Dit artikel zoomt verder in op het onderdeel vermogensbeheer. We kijken daarbij naar de hele balans. We maken hierbij onderscheid tussen de volgende drie onderdelen van de balans:

- individueel pensioenvermogen
- solidariteitsreserve
- fondsvermogen

We stellen dat deze onderdelen zo verschillend zijn in doelstelling en (risico-)restricties dat geadviseerd wordt om voor elk van deze onderdelen een separaat beleggingsmandaat op te stellen met een maatwerk beleggingsopzet.

Vermogensbeheer individueel pensioenvermogen

Vermogensbeheer ten behoeve van het realiseren van een pensioenuitkering heeft twee doelstellingen:

- 1) rendement behalen
- 2) uitkeringszekerheid bieden

Als je twee doelstellingen hebt, heb je twee instrumenten nodig, aldus Nobelprijswinnaar Jan Tinbergen. Deze twee doelstellingen hebben overigens altijd al bestaan, zeker sinds de invoering van het FTK (waarbij verplichtingen op marktwaarde moeten worden gewaardeerd). Niet voor niets hebben veel pensioenfondsen hun beleggingsportefeuille al opgedeeld in een beschermings- en rendementsportefeuille. Toch zijn er ook pensioenfondsen die dit niet doen en de beleggingsportefeuille als één integrale portefeuille aansturen. Sommige fondsen zijn dat ook onder de Wtp niet van plan.

Een veel gehoord argument daarbij is dat een splitsing van de beleggingsportefeuille minder mogelijkheden biedt om instrumenten op te nemen die zowel renteafdekkings- als rendementseigenschappen hebben en/of dat met deze aanpak onvoldoende gebruik kan worden gemaakt van diversificatievoordelen. Naar onze mening is dit niet terecht; elke beleggingscategorie kan in deze gescheiden opzet zijn plek vinden (ofwel als primair renteafdekkings- dan wel als rendementsinstrument) mits het pensioenfonds de restricties voor opname in de betreffende portefeuille niet te strikt stelt (zo zouden bijvoorbeeld hypotheekleningen of BBB obligaties tussen wal en schip kunnen raken als er te strikte restricties opgelegd worden). En uiteindelijk zal ook bij een expliciete scheiding van de beleggingsportefeuille in een beschermings- en rendementsportefeuille het totale risico van beide portefeuilles (inclusief diversificatievoordelen) naar voren komen in de uit te voeren ALM studies.

¹ Zie "Balansbeheer onder de WTP"

² Zie "Het pensioenfonds als aanbieder van het pensioenproduct"

Onder de Wtp zien we dat de noodzaak voor deze scheiding van portefeuilles verder toeneemt. Immers er wordt in de wet expliciet een onderscheid gemaakt in een beschermings- en een overrendement, welke naadloos aansluiten bij de twee doelstellingen van het pensioenfonds. Het beschermings- en overrendement vormen de basis voor zowel de communicatie naar de deelnemer over zijn persoonlijke vermogen (hoe is de opbouw van de beleggingsportefeuille tot stand gekomen?) als ook het toezicht vanuit de toezichthouder (in welke mate is het beleggingsbeleid passend bij de toegezegde rendementen?).

In theorie is het overigens best mogelijk om in het beleggingsbeleid af te wijken van de aan de deelnemer toegezegde rendementen door bijvoorbeeld het renterisico niet volledig af te dekken. Dit kan echter niet ongelimiteerd: de toezichthouder zal er immers nauw op toezien dat bijvoorbeeld de toegezegde renteaftdekking aan de deelnemer ook daadwerkelijk wordt gerealiseerd (binnen van te voren vastgestelde bandbreedtes). Bovendien is het lastig uit te leggen aan de jongere deelnemer dat een groot deel van zijn overrendement (positief dan wel negatief) veroorzaakt wordt door (structurele) rentemismatches³. Door de renteaftdekking in een separate beschermingsportefeuille te beheren, kan hier veel gecontroleerder op worden gestuurd.

Kortom, met een expliciete scheiding van de beleggingsportefeuille in een beschermings- en rendementsportefeuille voor het beheer van het individuele pensioenvermogen:

- sluit de inrichting beter aan bij het life cycle principe dat gestoeld is op de twee doelstellingen;
- kan het pensioenfonds beide portefeuilles effectiever aansturen;
- biedt het pensioenfonds de mogelijkheid transparanter te zijn richting de deelnemers, zowel in de communicatie vooraf (wat gaan we doen) als achteraf (hoe hebben we gepresteerd);
- kan het pensioenfonds zich beter verantwoorden over het mismatchresultaat naar de toezichthouder (en andere toezichthoudende organen).

Vermogensbeheer solidariteits-/risicodelingsreserve

Vervolgens is de vraag hoe invulling te geven aan het vermogensbeheer van de solidariteits-/risicodelingsreserve. De meeste pensioenfonds doen dit door het toedelen van een bepaald renteaftdekkingspercentage en een percentage van het overrendement. Het is echter de vraag of deze twee bouwstenen wel optimaal zijn in het licht van de (uitkerings-)doelstelling van de solidariteits-/risicodelingsreserve. Deze doelstelling kan sterk verschillen per pensioenfonds⁴. De verschillen worden onder o.a. veroorzaakt door een verschil in:

- uitkerings- en vulregels van de reserve;
- de leeftijdsopbouw binnen het pensioenfonds (jong versus oud);
- de risicohouding binnen de cohorten van het pensioenfonds;
- de hoogte van de reserve;
- overige beleidskeuzes, zoals de spreidingstermijn.

Het maakt bijvoorbeeld nogal uit of een pensioenfonds stuurt op koopkrachtbehoud of niet. Als dit wel het geval is dan zal het beleggingsmandaat er volledig anders uitzien dan wanneer je stuurt op nominale uitkeringszekerheid. Het is dan de vraag of je met een combinatie van een (nominale) beschermingsrendement plus overrendement aan de doelstelling kan voldoen. Het lijkt logischer om een nieuw beleggingsmandaat 'from scratch' op te stellen dat aansluit bij de doelstelling en daarbij behorende risicoprofiel van deze reserves. Zo zal bij het nastreven van koopkrachtbehoud meer ruimte zijn om te beleggen in bijvoorbeeld inflatiegerelateerde beleggingen. Daarnaast biedt een maatwerk beleggingsmandaat (bij voorkeur via line-by-line beleggingen) voor de reserve meer mogelijkheden om invulling te geven aan een dynamisch beleggingsbeleid, dat meebeweegt met de hoogte van de reserve.

³ Zie "Het effect van de swapspread op mismatchrendementen"

⁴ Zie bijvoorbeeld de artikelen "De rol van de solidariteitsreserve in de Wet Toekomst Pensioenen" (deel 1 en 2) die we hierover hebben geschreven

Vermogensbeheer fondsvermogen

Het fondsvermogen is het vermogen waarmee het pensioenfonds de (operationele en verzekeringstechnische) kosten en risico's van de uitvoering van haar pensioenproduct kan opvangen. Dit vermogen dient ter dekking van de kostenvoorzieningen en het eigen vermogen van het pensioenfonds.

Als we kijken naar de beleggingsdoelstelling dan spelen o.a. de volgende zaken een rol:

- de rente-(en eventueel inflatie-)karakteristieken van de (kosten-)voorzieningen;
- de risicohouding van het pensioenfonds (en de sponsor);
- de beoogde solvabiliteit van het pensioenfonds.

Zoals in eerdere artikelen reeds is aangegeven wordt de solvabiliteit van het pensioenfonds onder Wtp niet meer beïnvloed door markt-, rente- en langlevensrisico's (die zijn namelijk verlegd naar de deelnemers) maar is de solvabiliteit afhankelijk van de uitvoerings- en verzekeringstechnische resultaten. In onderstaand kader een voorbeeld te verduidelijking.

Stel, een pensioenfonds heeft een minimum vereist eigen vermogen van 1% van de bruto technische verplichtingen. Het daadwerkelijk aangehouden eigen vermogen (bij de transitie noemen we dit ook wel de 'operationele reserve') van het pensioenfonds is 1,4%. De solvabiliteitsratio is dan 140%. Stel het pensioenfonds heeft daarnaast kostenvoorzieningen op de balans opgenomen van 3% en de renteduratie van deze voorzieningen bedraagt 15 jaar. Als de rente met 1% daalt dan stijgen de voorzieningen met 15% (immers 1% rentedaling keer 15 jaar renteduratie). De voorzieningen nemen dan toe van 3% naar 3,45% (indien de technische voorzieningen niet in waarde veranderen). Indien het pensioenfonds dit renterisico niet heeft afgedekt dan gaat deze waardevermindering van 0,45% ten laste van het eigen vermogen. Deze daalt dus van 1,4% naar 0,95% waardoor het pensioenfonds een tekort heeft en een herstelplan moet opstellen. Stel bovendien dat de verwachte kosten ook nog eens zijn toegenomen (bijvoorbeeld omdat er meer investeringen nodig zijn in IT systemen) dan loopt dit tekort alleen nog maar verder op. Het is de vraag of de sponsor dit tekort kan en wil dekken of dat hiervoor de solidariteits-/risicodelingsreserve kan worden ingezet. Zo niet, dan dreigt een directe afboeking op de individuele pensioenuitkeringen waardoor het vertrouwen in het pensioenfonds (en daarmee mogelijk de continuïteit) in het geding is.

	T=0	% van Btv	na 1% rentedaling	
Eigen vermogen (EV)	14	1.4%	9.5	0.9%
Minimum Vereist Eigen Vermogen (MVEV)	10	1.0%	10.0	1.0%
Solvabiliteit (EV/MVEV)	140%		95%	
Kostenvoorzieningen	30	3.0%	34.5	3.4%
Individueel pensioenvermogen	970	97.0%	970	96.6%
Bruto technische voorzieningen (Btv)	1000	100.0%	1004.5	100.0%
Solidariteitsreserve	100		100	
Totaal	1,114		1,114	

Bovenstaand voorbeeld geeft aan hoe belangrijk het is om ook de balansrisico's van het fondsvermogen goed te managen, ook al is het fondsvermogen relatief klein ten opzichte van het pensioenvermogen. Wij zijn van mening dat de toekomstige (verdere) consolidatie in de pensioenmarkt meer gedreven wordt door ontwikkelingen in het fondsvermogen dan in het pensioenvermogen. Immers tekorten in het fondsvermogen zijn vooral het gevolg van een tekort in de bedrijfsvoering (wat vooral een verantwoordelijkheid is van het pensioenfondsbestuur). Daarentegen zijn afboekingen van het pensioenvermogen veelal het gevolg van exogene factoren (zoals marktbevingen of veranderingen in de levensverwachting). Er ligt dus een belangrijke verantwoordelijkheid voor pensioenfondsbestuurders om het fondsvermogen goed te managen. Een maatwerk renteafdeckingsportefeuille die nauwgezet is afgestemd op de rente- (en eventueel inflatie-) karakteristieken van de voorzieningen is hierbij cruciaal. Daarnaast zal het pensioenfonds aandacht moeten hebben voor een actuele beprijzing van kosten en risico's en doorrekening hiervan via de pensioenpremie, een efficiënte uitvoering (lees: kostenbeheersing) van het pensioenproduct en integraal risicobeheer.

Op die manier kan het pensioenfonds sturen op een lange termijn solvabiliteitsratio die past bij de risicohouding van het pensioenfonds, waarmee het haar deelnemers vertrouwen geeft in de continuïteit en kwaliteit van het pensioenfonds (als aanbieder/uitvoerder van het pensioenproduct).

Samenvatting en conclusies

De overgang naar Wtp leidt tot een fundamentele verandering in balansbeheer. Het vermogensbeheer speelt hierbij een belangrijke rol. Elk onderdeel van een pensioenfondsbalans (dus individueel pensioenvermogen, solidariteits-/risicodelingsreserve en fondsvermogen) heeft zijn eigen specifieke risicokenmerken en daarmee verband houdende kasstroom- en risicokarakteristieken. Het lijkt dan ook logisch om elk voor deze onderdelen een separaat beleggingsmandaat op te stellen die recht doet aan de specifieke doelstellingen en kenmerken.