

Beleggen onder de Wtp: meer kans op reële oplossingen voor iedereen?

Een reëel pensioen is een ambitieus doel. Helaas is dat doel in de afgelopen 15 jaar vaak niet haalbaar gebleken. Hoe kan onder de Wtp de kans op indexatie voor deelnemers worden vergroot?

Door *Martin Sanders*

Tijdens de opbouwfase trachten de meeste fondsen het geïndexeerde salaris bij te houden om op pensioendatum het geambieerde percentage van 80% van het gemiddelde loopbaansalaris te bereiken. Vanaf de pensioendatum ambiëren deelnemers een volledig geïndexeed pensioen, maar dat is in de afgelopen 15 jaar vaak niet haalbaar gebleken.

Indexatiekansen verschillen onder de Wtp

De Wtp gaat de achterstand in indexatie niet meteen voor iedereen oplossen. Op de lange termijn kunnen jongere deelnemers zich echter verheugen in een (fors) hogere pensioenopbouw (ceteris paribus) dan onder de huidige FTK-regels mogelijk is. Zij gaan over een veel langere periode meer in zakelijke waarden met een

hoger verwacht rendement beleggen dan de afgelopen periode onder het FTK kon of mocht. Voor oudere actieve deelnemers en gepensioneerden verschilt de kans op indexatie per fonds. Fondsen met een riante dekkingsgraad kunnen al hun deelnemers éénmalig een verhoging van hun individuele pensioenkapitaal (en dito pensioenuitkering) geven. Gepensioneerden zullen dit ervaren als een eenmalige inhaalindexatie.

Helaas geldt dit niet voor de meeste pensioendeelnemers in Nederland. De grootste pensioenfondsen hebben een gemiddelde dekkingsgraad tussen de 105% en 110%, ruim onder de maximale buffer onder de Wtp. Behoudens ruimte voor een vergoeding voor de afschaffing van de doorsneepremie,



zit er boven de minimaal vereiste reserves te weinig in kas om deelnemers een extra uitkering te bieden bij de transitie. Weinig uitzicht voor oudere deelnemers dus om op de korte termijn een volledig geïndexeed pensioen te ontvangen, terwijl de ambitie er wel is om deelnemers tegen inflatie te beschermen. Fondsen met een lage dekkingsgraad zullen alle mogelijkheden die de Wtp biedt uit de kast moeten halen om deze ambitie zoveel mogelijk te bereiken.¹

Jongere deelnemers hebben onder de Wtp op de zeer lange termijn een beter uitzicht op hogere geïndexeerde pensioenen, doordat ze veel langer in zakelijke waarden mogen beleggen dan nu onder het FTK het geval is. Ouderen hebben die tijd niet.

Toewijzingsmethode overrendement maakt uit

In de basisvariant van de sociale pensioenregeling (SPR) wordt het theoretische beschermingsrende-

ment (TBR), gebaseerd op de rentetermijnstructuur, van het totale rendement afgetrokken om zo het overrendement te berekenen. Dit overrendement wordt vooral toegewezen aan jongere deelnemers en minder aan oudere deelnemers. Het is een netto rendement. Derhalve dragen jongeren de meeste kosten, óók die van de matchingportefeuille die voornamelijk voor oudere deelnemers wordt aangehouden.

Oudere deelnemers profiteren te weinig van het overrendement voor een volledige compensatie voor inflatie. Dat kan beter, namelijk door het feitelijk behaalde beschermingsrendement (FBR) toe te wijzen aan de deelnemers. In de basisvariant van de SPR is hierin nog niet voorzien. Het idee bestaat dat meerdere matchingportefeuilles nodig zijn om dit te kunnen toewijzen per cohort, maar dat het vanuit een operatio-

‘De Wtp gaat de achterstand in indexatie niet meteen voor iedereen oplossen.’

neel oogpunt te ingewikkeld is. Dat hoeft echter niet het geval te zijn.

Zo heeft het Pensioenfonds Philips een manier van toedelen van het TBR uitgewerkt die het werken met het FBR zeer dicht benadert.² Het is een variant op het toewijzen van het TBR. Hierdoor kan aan oudere deelnemers ook het overrendement van de matchingportefeuille worden toebedeeld, het zogenaamde rentemismatchrendement. Daarnaast wordt ook het overrendement van de returnportefeuille apart toegedeeld aan de deelnemers. Door deze manier van toewijzen worden oudere deelnemers beter beschermd tegen inflatie.

Twee returnportefeuilles bij gebruik TBR

Als een fonds kiest voor het TBR, is het te overwegen om met twee verschillende returnportefeuilles te werken: één voor de actieven en één voor de gepensioneerden. De actieven beleggen dan meer in zakelijke waarden en illiquide beleggingen met een hogere verwachte risicopremie. De gepensioneerden beleggen dan meer in stabielere vastrentende waarden, met een extra spread en meer inflatiekoppeling, en minder in illiquide beleggingen en volatiele aandelen, die jongere deelnemers juist nodig hebben. Gezien het verschil tussen jongere en oudere deelnemers in beleggingshorizon, draagkracht, liquiditeitseisen en risicoprofiel is het goed verdedigbaar om een dergelijke tweedeling aan te brengen. Het past ook goed bij één collectieve uitkeringsfase voor alle gepensioneerden.

Wel of niet de-risken in de transitiefase?

De dekkingsgraden van pensioenfonds laten een zeer grote spreiding zien van 100% tot meer dan 150% nominaal. Veel fondsen vragen zich af of ze het niveau van de huidige dekkingsgraad moeten beschermen of niet. Dat hangt van een aantal factoren af, waaronder de hoogte van de dekkingsgraad. Indien deze laag is, is het doel om te voorkomen dat deelnemers op transitiedatum een korting op de uitkeringen of het kapitaal krijgen. Indien de dekkingsgraad hoog is, willen fondsen hun deelnemers graag een eenmalige extra uitkering geven, een soort van inhaalindexatie als er een achterstand is. Het is een bedrag dat deelnemers zeer zullen waarderen, maar een iets lagere extra uitkering maakt relatief weinig uit.³

Het afdekken van aandelenrisico is best prijzig en kan complex zijn qua beheer en governance. Niet-lineair afdekken is voor de fondsen met een lagere dekkingsgraad enerzijds aantrekkelijk, omdat de upside wordt opgehouden naar een hogere dekkingsgraad, maar vergt ook een flinke investering in de premie ter grootte van een paar procent dekkingsgraad. Een alternatief, zeker voor rijkere fondsen, is om risico's lineair te reduceren. Dat is in de praktijk al vaak zichtbaar en onder het FTK ook logisch. Een verhoging van de rentehedge door middel van extra swaps en/of het afbouwen van aandelen met behulp van futures, of gewoon door verkopen, is goed uitvoerbaar voor pensioenfonds. Voor alle Nederlandse fondsen samen wordt een schatting gegeven dat er tussen de 50 miljoen

en 550 miljoen aan DV01 kan worden verhandeld om de gewenste extra rentebeschermt tot aan de transitiedatum in te nemen.⁴ De vraag is of dit tot de transitiedatum de yield-curve meer invers maakt.

Maar opgelet, want het is niet zeker dat de beoogde transitiedatum ook daadwerkelijk gehaald gaat worden. Momenteel is er al sprake van uitstel omdat men er nog niet klaar voor is. In het geval van optie-strategieën betekent dit dat er doorgerold moet worden, wat extra kostbaar is. Het is aan te raden om een eventuele extra bescherming aan te houden tot na de transitiedatum om niet vlak voor de finish alsnog te struikelen. Unwinding kan daarna plaatsvinden.

Indien veel en grote fondsen tegelijkertijd hun (ultra) lange swaps gaan verkopen na de transitiedatum, zou de rente in dat segment van de markt best weleens kunnen stijgen. Dat kan overigens een gunstig effect hebben op de dekkingsgraad van fondsen die nog in transitie moeten. ■

- 1 ABP, Concept transitieplan, maart 2024
- 2 Zie S. van Hoogdalem, C. de Groot, Alternatieve methode beschermingsrendement: best of both worlds, Ortec, januari 2024
- 3 D. Kahneman, A. Tversky Prospect theory, 1979
- 4 J. de Bakker, Dutch pension reform, Nomura, februari 2023

Disclaimer

Dit artikel is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van MiFID (2014/65/EU). Het is geen financiële promotie, zoals gedefinieerd door de financiële toezichthouder, en is uitsluitend bedoeld ter informatie. Op basis van de verstrekte informatie dienen geen financiële beslissingen te worden genomen. Dit artikel vormt geen aanbod tot koop of verkoop van enig product of enige dienst van de groep bedrijven die onder AXA IM vallen ('de Groep') en dient niet te worden beschouwd als uitnodiging of aanbeveling om tot enige beleggingstransactie over te gaan. Bovendien moet de informatie in dit document vanwege de vereenvoudiging als subjectief en niet volledig worden gezien. De standpunten in dit artikel zijn geen beleggingsadvies, komen niet per se overeen met de standpunten van enig bedrijf binnen de Groep en kunnen wijzigingen ondergaan zonder voorafgaande kennisgeving, hoewel AXA IM daartoe niet verplicht is. Ofschoon de grootst mogelijke zorgvuldigheid is betracht, wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, (inclusief aansprakelijkheid jegens derden) met betrekking tot de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid en volledigheid van de hier gepresenteerde informatie.



Martin Sanders

Head of Pension Investments,
AXA Investment Managers

IN HET KORT

Pensioenfonds streven onder de Wtp naar een inflatiebestendige pensioenuitkering door één optimale returnportefeuille samen te stellen.

Onder de SPR wordt meestal het theoretische beschermingsrendement toebedeeld.

Door ook het overrendement van de matchingportefeuille toe te wijzen, wordt de kans op indexatie hoger.

De meerwaarde van het werken met twee returnportefeuilles bij gebruik van het technisch beschermingsrendement moet nog worden onderzocht.

Indien extra risico-bescherming tot aan de transitiedatum wordt aangehouden, is het van belang deze pas na de transitie af te bouwen.