

When Dutch pension funds sneeze all investors catch a cold:

Over de gevolgen van het nieuwe financiële toetsingskader voor pensioenfondsen in Nederland

1. Inleiding

In december 2014 schreven wij over het pensioendebat in Nederland. De conclusie was dat er een fundamentele verandering in het Nederlandse pensioenlandschap aan zit te komen. Inmiddels zijn alle pensioenfondsen in Nederland volop bezig met een herbezinning van hun beleggings- en risicobeleid in het licht van de nieuwe regels van het Financieel Toetsingskader (nFTK) voor pensioenfondsen die per 1 juli 2015 ingaan.

Van belang is dat deze heroverweging plaatsvindt in een wereld van extreme lage rentes. De Financial Times Capital Markets Analysis kopte op 21 februari: *“Pension funds tempted to take higher risk”*. In het artikel wordt gewezen op de huidige negatieve rentes op kortlopende staatsleningen van sterke Eurolanden. De interesse in alternatieve beleggingen (bijvoorbeeld in schuldtitels van ontwikkelingslanden, infrastructuur financiering en private equity) is daardoor sterk toegenomen. De consultants van Towers Watson stellen: *“Low government bond yields may force pension funds to buy assets they would not have bought in the past to gain the returns”*.

Dit soort veranderingen in beleggingsgedrag en risicohouding moet welhaast gevolgen hebben voor alle beleggers! Immers alleen al in Nederland beleggen de gezamenlijke pensioenfondsen meer dan € 1.000.000.000.000.

2. Asset allocaties

Voordat we naar potentiële wijzigingen van beleggingsmixen van Nederlandse pensioenfondsen kijken, moeten we eerst de huidige situatie eens onder de loupe nemen. De gemiddelde beleggingsmix van Nederlandse pensioenfondsen was in 2013 als volgt.

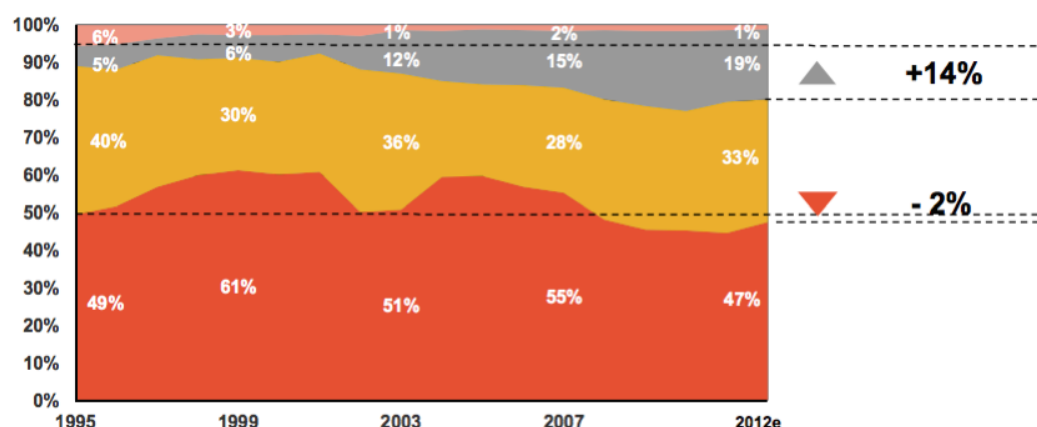
Tabel 1: Gemiddelde Beleggingsmix Pensioenfondsen in Nederland in 2013

Assets	Percentage
Obligaties	60
Aandelen	27
Alternatives (Hedge funds, GTAA, etc.)	11
Private Equity	2

Bron: 2013 CEM Benchmarking Incorp.

De onderstaande grafiek laat de mix zien in de 7 landen die de grootste pensioensector hebben: Australië, Canada, Japan, Groot-Brittannië, Nederland, Verenigde Staten en Zwitserland. Gezamenlijk staan zij voor bijna drie kwart van het totale pensioenvermogen op de wereld! Als we het Nederlandse gemiddelde dus vergelijken met internationale gegevens, dan is de Nederlandse mix relatief prudent met meer obligaties en minder zakelijke waarden.

Grafiek 1: Asset Allocatie in 7 landen met grootste pensioensector



Bron: Towers Watson Global Pensions Asset Study 2013

De trend naar meer alternatieve assets (hedge funds, ABS/MBS, Private Equity, Global Tactical Asset Allocation

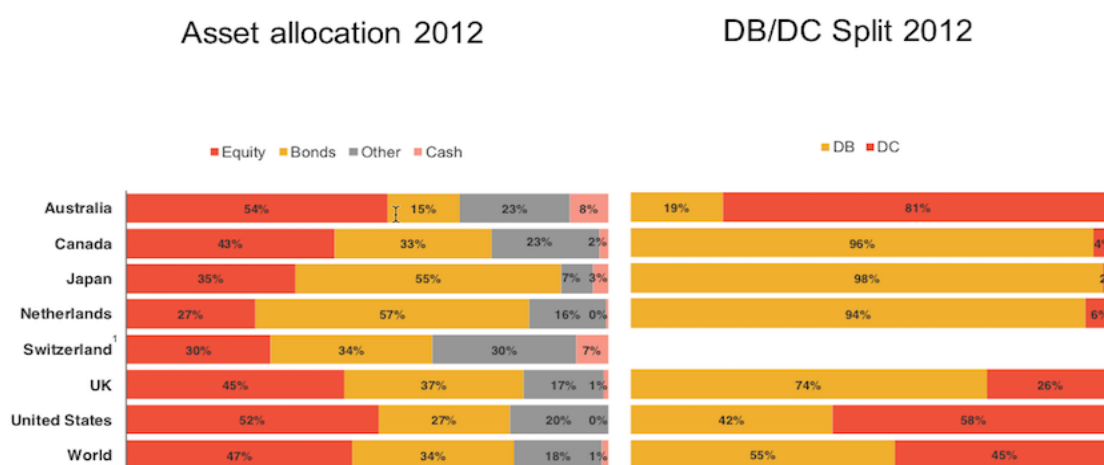
fondsen, enz.) is een wereldwijde trend die we ook in Nederland terugzien.

3. Pensioencontract, risicobereidheid en beleggingsmix

De beleggingsmix van pensioenfondsen wordt in belangrijke mate bepaald door de risicobereidheid van het fonds. Die is op zijn beurt primair gedetermineerd door het pensioencontract en de leeftijdsopbouw van de deelnemers. Een collectief, solidair pensioencontract dat een pensioentoezegging doet (bijv. x % van het gemiddelde loon) voor het leven voor alle deelnemers (Defined Benefit of DB-pensioen) heeft natuurlijk een ander risicoprofiel dan een pensioentoezegging die geheel afhankelijk is hoeveel geld er bij pensionering in de pot van het individu (!) zit (Defined Contribution of DC-pensioen). Meer uitleg over deze verschillen vindt u in de december 2014 notitie op de research pagina's van onze website.

De onderstaande grafiek laat dat duidelijk zien. In landen waar de DB-pensioenen dominant zijn zoals in Canada, Japan en Nederland, is het risico dat fondsen willen lopen met risicovolle beleggingen zoals aandelen, geringer dan in landen waar het aandeel van DC-pensioenen groter is. De collectieve solidariteit vraagt dus een grotere prudentie dan het dragen van eigen risico! Dat wordt ongetwijfeld mede beïnvloed door de grotere betrokkenheid van de wetgever en publiek toezicht bij collectieve solidaire (DB-)pensioenfondsen.

Grafiek 2: Asset allocatie en pensioen contract vergelijking



Bron: Towers Watson Global Pensions Asset Study 2013

4. Nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK)

In onze december notitie betoogden we dat de uitkomst van het Nederlandse pensioendebat zou kunnen leiden tot een verschuiving van het bestaande overwicht van DB-pensioen naar een vorm van (al dan niet collectief) DC-pensioen. We hebben toen ook aangegeven dat deze ontwikkeling een zeker effect op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen zal hebben.

In deze notitie willen we verder inzoomen op de mogelijke gevolgen van het nFTK dat per 1 juli 2015 in zijn totaliteit van kracht wordt.

Er is veel over geschreven en meestal in negatieve zin: te rigide, een moordenaar van pensioenindexatie, de dood in de pot van pensioenfondsen, enz. Maar ontdaan van alle emoties en details gaat het in wezen om twee kernpunten:

- Een nieuw langetermijnkader voor het ingrijpen in nominale pensioenen (“korten”) waardoor eventuele kortingen kunnen worden uitgesmeerd over een langere periode (maximaal 10 jaar).
- Opbouw van hogere buffers voordat pensioenen kunnen worden geïndexeerd.

Dat is goed nieuws omdat deze maatregelen het pensioenstelsel weghalen uit het huidige ‘stop & go’ beleid van de laatste jaren en daarmee rust geeft. Het maakt het voor pensioenfondsen weer mogelijk om het beleggen weer de noodzakelijke lange termijn horizon te geven.

5. Pensioenbeleggen is lange termijn beleggen

De aanstaande invoering van het nFTK wil natuurlijk niet zeggen dat pensioenfondsen niets hoeven te doen. Integendeel; zij moeten zich gaan beraden op deze nieuwe wereld.

Daarbij zullen drie zaken prominent aan de orde komen:

- Liquiditeit;
- Beleggingsrisico; en
- Afdekking renterisico.

Liquiditeit

Net als binnen ieder bedrijf, is het ook binnen een pensioenfonds van belang om de liquiditeit goed te monitoren. Immers een pensioenfonds kan het zich vanuit het brede maatschappelijke belang niet permitteren om bijvoorbeeld een maand geen uitkeringen te doen en deze even op te schorten tot een maand later. Echter de bulk van de pensioenuitkeringen ligt relatief ver in de toekomst hetgeen een lange beleggingshorizon impliceert en heeft vaak een positieve balans tussen premie-inkomsten en pensioenuitkeringen. Daarom kan de conclusie worden getrokken dat minder liquide beleggingen een grotere rol kunnen spelen in de beleggingsmixen van Nederlandse pensioenfondsen.

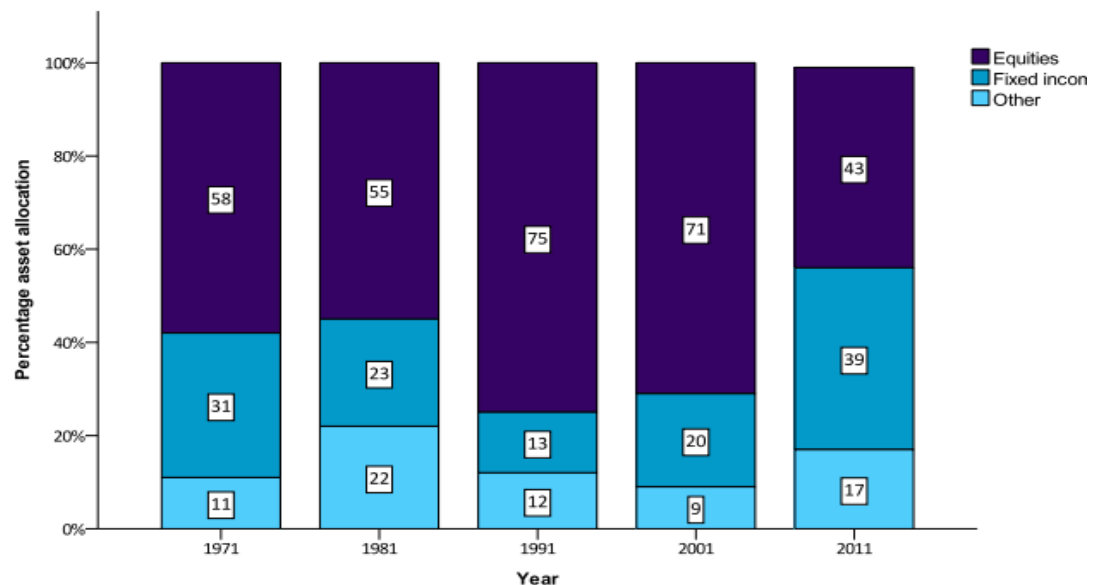
Daardoor kan een aanvullende vergoeding voor illiquiditeit verkrijgen zonder dat overige risicofactoren (kredietrisico, aandelenrisico, enz.) binnen de portefeuille verhoogd worden. Nieuwe beleggingscategorieën die een dergelijke vergoeding of premie bieden, kunnen daardoor hun (hernieuwde) intrede doen. Denk daarbij aan hedge funds, structured credits, private equity, enz.

Let wel een uitbreiding van de categorie illiquide beleggingen, veelal ook aangeduid als “alternative investments”, is aan strikte grenzen onderhevig. Onze eerdere notitie “Alternatieve Beleggingen: Harde Lessen uit Harvard” van juni 2013 beschrijft veel van de mogelijke voetangels en klemmen.

Beleggingsrisico

De mogelijkheid om pensioenkortingen uit te smeren, maakt het mogelijk om de beleggingsfocus meer te richten op de lange termijn en dus de mogelijkheid om met beleggingsrendement de toekomstige pensioenen zoveel als mogelijk veilig te stellen. Dat in zichzelf maakt korte termijn sturen op dekkingsgraden om kortingen te voorkomen, overbodig. Bij het zoeken naar nieuwe beleggingshorizonnen kan ook de strategische mix wellicht meer in de richting van zakelijke waarden worden verschoven mede gericht op meer yield. De Britse fondsen hebben in het verleden hun asset allocatie actief gestuurd zoals blijkt uit onderstaande grafiek. Alhoewel de schaal in de grafiek (10-jaars periodes) ook aantoont dat de wijzigingen niet schoksgewijs gaan!

Grafiek 3: Beleggingsmix gemiddelde pensioenfondsen in Groot-Brittannië (UBS pension fund indicators 2012)



Bron: NAPF Trends in DB Asset allocation 2013

Zo'n meer actieve aanpak is zeker de moeite van het overwegen waard en past in de lange termijn beleggingsaanpak van lange termijn beleggers. Pensioenfondsbestuurders moeten dan wel bewust zijn van hun grotere betrokkenheid bij het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan.

Renteafdekking

Het renterisico is zondermeer het grootste risico voor een pensioenfonds. Daarom hebben veel pensioenfondsen een strategie die een groot deel van dit risico afdekt. Veelal is bij Nederlandse pensioenfondsen meer dan de helft van het renterisico afgedekt door middel van fysieke obligaties, renteswaps en/of andere rentederivaten.

In het nFTK is een meer dynamische aanpak wenselijk waarbij enerzijds de hoogte van de renteafdekking oploopt naarmate de renteniveaus hoger zijn en anderzijds de inzet van instrumenten varieert bij verschillende renteniveaus (meer afdekking met fysieke obligaties en renteswaps bij hogere niveaus en een groter gebruik van swaptions – opties op swaps - op lagere renteniveaus).

Daarnaast kan in een dergelijke aanpak met name bij lage renteniveaus de mate van afdekking ook variëren voor verschillende leeftijds-cohorten bij extreem lage rentes kunnen afdekkingsniveaus geleidelijk oplopen van 0 naar 10, 20, 30% voor jongere mismatch jaargangen.

Zo'n dynamisch renteafdekkingsbeleid kan voorkomen dat het opwaartse rendementspotentieel (renterisico is immers een groot balansrisico, maar brengt ook rente inkomsten) niet teveel wordt afgeremd door een te rigide renteafdekkingsbeleid. Bovendien beperkt het potentiële mark-to-market verliezen op het moment dat de rente gaat stijgen.

6. Conclusie voor beleggers

De gevolgen van de invoering van het nieuwe toetsingskader zullen voelbaar zijn in financiële markten. Niet in één klap, maar geleidelijk zal het gedrag van pensioenfondsen zich aanpassen aan de nieuwe regels.

Het goede nieuws is dat pensioenbeleggen weer lange termijn beleggen wordt.

Meer aandacht zal er komen voor minder liquide beleggingscategorieën en een meer actief beleid van asset allocatie met wellicht in de Nederlandse context ook meer ruimte voor zakelijke waarden.

De particuliere belegger zal hier rekening moeten houden.

Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.