




# S&V Reflector

## Het beleggingsbeleid van de toekomst?

Matching en Return gaan op de schop

April 2012



Sprenkels & Verschuren wil met dit document haar bijdrage leveren aan een verantwoord en uitlegbaar beleggingsbeleid voor pensioenfondsen. Wij zijn geen vermogensbeheerder en hebben geen glazen bol. Wel willen wij dat pensioenfondsen de belangrijkste beleggingsbeslissingen weloverwogen nemen en de argumentatie in bijgaand document dient om de geesten van pensioenfondsbesturen te scherpen en hen daarmee te helpen in het maken van keuzes.

## Inleiding

---

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is veelal gebaseerd op een matchingportefeuille om het renterisico af te dekken en een returnportefeuille om indexatie te kunnen financieren. Wij denken dat het tijd is om die indeling te heroverwegen en een ander beleggingsbeleid te voeren. In deze reflector presenteren wij een alternatief beleggingsbeleid en geven argumenten waarom dit alternatieve beleid meer toekomstvast en beter uitlegbaar is aan de achterban. Het is natuurlijk niet zo dat onze suggestie per definitie tot de meest gunstige pensioenuitkomsten zal leiden en daarom plaatsen we ook bij ons “beleggingsbeleid van de toekomst” enige kanttekeningen.

## Het beleggingsbeleid van de toekomst

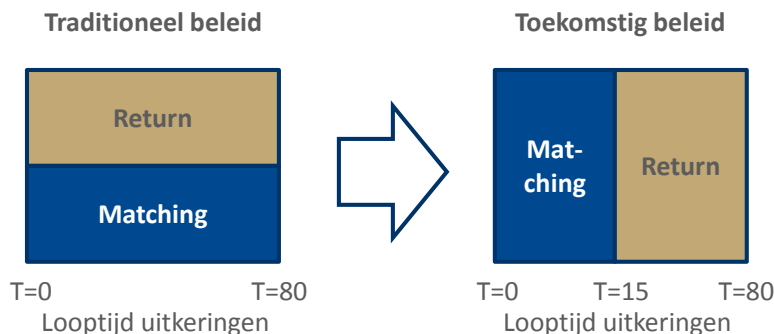
---

Pensioenfondsen beleggen om in de toekomst pensioenen te kunnen uitkeren. Ons beleggingsbeleid van de toekomst is gebaseerd op twee overtuigingen:

- Wij geloven dat het voor deelnemers belangrijk is om te weten welk pensioen ze kunnen verwachten en wij geloven dat dit vooral geldt voor deelnemers die al met pensioen zijn of bijna met pensioen gaan.
- Wij geloven dat het voor deelnemers die nog lang niet met pensioen gaan aantrekkelijk kan zijn om enig beleggingsrisico te nemen om op een acceptabele pensioenhoogte uit te kunnen komen.

Het beleggingsbeleid van de toekomst is gebaseerd op deze eenvoudige overtuigingen. In dit beleggingsbeleid wordt de portefeuille gesplitst in een matching- en returnportefeuille, maar dan op een heel andere manier dan dat dit heden ten dage gebeurt. In ons voorstel dient de matchingportefeuille om de eerste 15 uitkeringsjaren<sup>1)</sup> te garanderen, de returnportefeuille dient om op lange termijn een aantrekkelijk rendement te behalen.

Schematisch kan dit als volgt worden weergegeven:

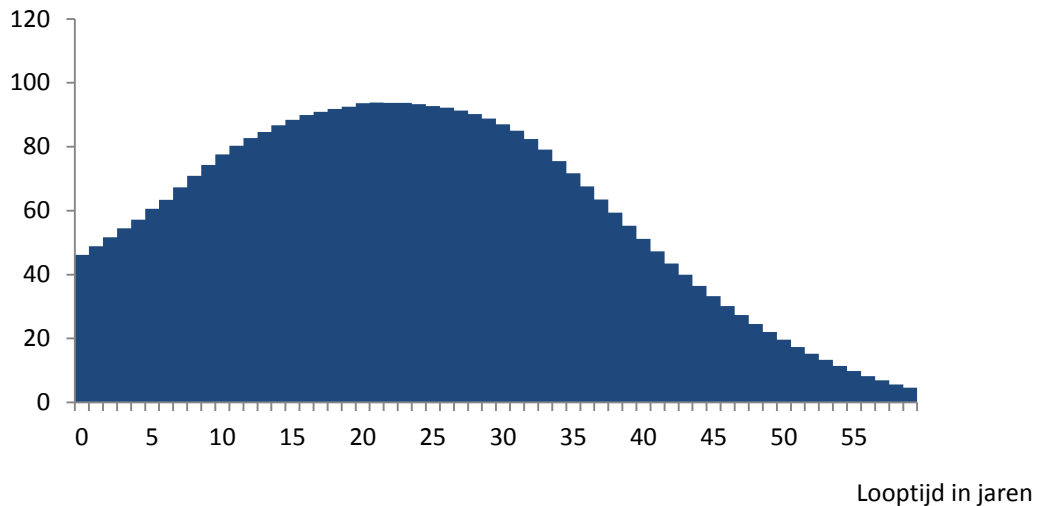


Uit dit schema blijkt dat in het traditionele (huidige) beleid de returnportefeuille ook dient voor de extra rendementen op de korte termijn en dat matching ook dient voor matching op de lange termijn. Het toekomstige beleid sluit beter aan bij de uitgangspunten: matchen voor de korte termijn omdat het fonds daar zekerheid wil bieden, return voor de lange termijn om daar een acceptabele pensioenhoogte mee te realiseren.

Note 1) Wij hanteren in deze reflector voortdurend de grens van 15 jaar. Dit kan ook een kortere of langere periode zijn afhankelijk van de overtuiging van het bestuur.

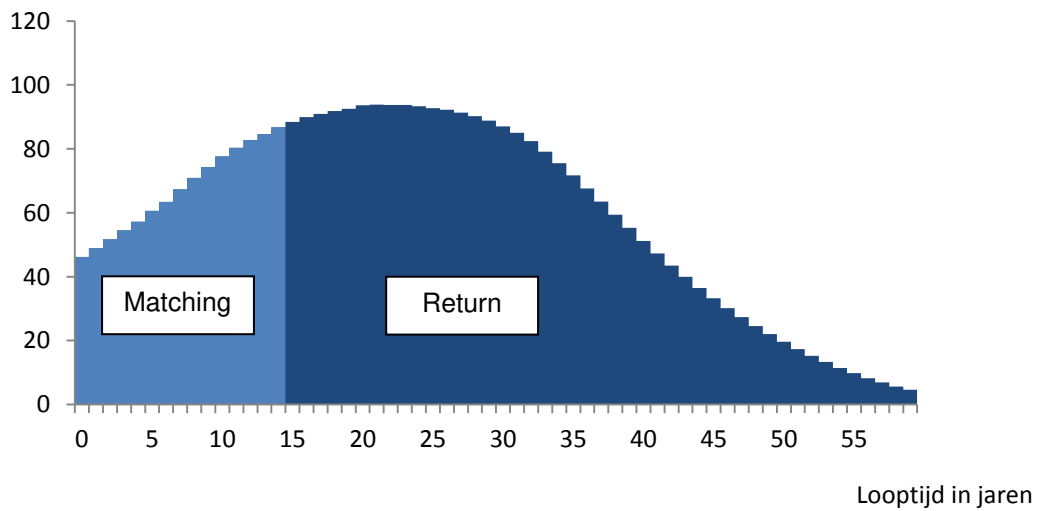
Hieronder veronderstellen we een gemiddeld Nederlands pensioenfonds met een toegezegd pensioen (Defined Benefit) regeling. Op basis van de nu opgebouwde aanspraken van haar deelnemers voorziet het fonds de volgende pensioenuitkeringen:

Nominale uitkeringen in mln. Euro



Het beleggingsbeleid van het pensioenfonds bestaat uit een matchingportefeuille die exact de bedragen uitkeert die het fonds de eerste 15 jaar verwacht te moeten doen. De returnportefeuille dient om de uitkeringen voorbij de 15-jaars horizon te financieren.

Nominale uitkeringen in mln. Euro



De balans van het pensioenfonds met een dekkingsgraad van 100% ziet er als volgt uit:

Assets	€ mln.	Liabilities	€ mln.
Matchingportefeuille	821	Voorziening Pensioenverplichtingen	2.031
Returnportefeuille	1.210	Eigen vermogen	0
Totaal	2.031	Totaal	2.031

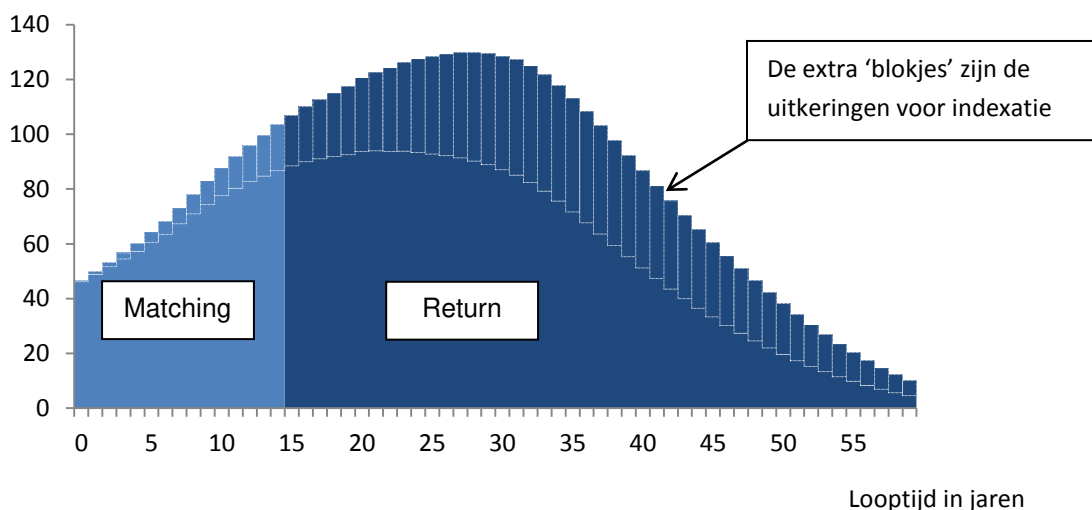
Het pensioenfonds heeft aldus € 821 mln. (40% van het vermogen) geïnvesteerd in een portefeuille van veilige staatsobligaties die aan aflossingen en coupons precies de benodigde uitkeringen geven voor de eerste 15 jaar; een zogenaamde cash flow matchingportefeuille. De returnportefeuille heeft een omvang van € 1.210 mln. en deze portefeuille dient primair om de uitkeringen te financieren vanaf jaar 15. Het hoeft zeker niet zo te zijn dat de returnportefeuille enkel uit risicovolle beleggingen bestaat zoals zakelijke waarden. In de huidige indeling naar matching en return is dat vaak wel zo.

De returnportefeuille zoals wij hier schetsen dient om pensioenen voorbij de 15-jaars horizon te financieren en als het fonds "rijk" is dan volstaat wellicht een voorzichtig beleggingsbeleid in de returnportefeuille om aan die doelstelling te voldoen. Om de nominale pensioenen vanaf jaar 15 te kunnen financieren uit de returnportefeuille heeft het pensioenfonds een jaarlijks beleggingsrendement nodig van 2,6%<sup>2)</sup>. Gegeven dit (beperkte) benodigde rendement kan het fonds besluiten dat het niet nodig is om veel risico te nemen in de returnportefeuille.

Note 2) De returnportefeuille heeft bij aanvang een omvang van 1.210 mln. Indien het fonds uit ons voorbeeld op deze returnportefeuille jaarlijks een rendement maakt van 2,6% dan is dat precies voldoende om de nominale uitkeringen vanaf jaar 15 (de donkerblauwe staafjes in de grafiek) te financieren zodanig dat er geen geld meer overblijft na het doen van de laatste uitkering (over 100 jaar). Het benodigde rendement heeft niets te maken met de risicovrije rente van enig moment. Het is de internal rate of return (IRR) van de uitkeringen vanaf jaar 15 en de returnportefeuille per vandaag.

Daarbij merken wij op dat dit voorbeeld is gestoeld op nominale uitkeringen. Indien het bestuur besluit om dit beleid toe te passen op (gedeeltelijk) geïndexeerde uitkeringen dan kan het beleggingsbeleid daar eenvoudig op worden aangepast. Stel dat het fonds de uitkeringen met 50% prijsinflatie wil indexeren dan leidt dat tot het volgende uitkeringenprofiel<sup>3)</sup>:

50% Geïndexeerde uitkeringen in mln. Euro



In dat geval is de matchingportefeuille groter (902 mln.). De matchingportefeuille is immers gelijk aan de contante waarde van de uitkeringen die de eerste 15 jaar worden gedaan en deze uitkeringen zijn hoger omdat het beleid is gebaseerd op deels geïndexeerde uitkeringen. Het totale vermogen wijzigt niet waardoor er minder resteert voor de returnportefeuille (1.130 mln.) en het fonds een jaarlijks rendement van 4,1%<sup>4)</sup> nodig heeft op de returnportefeuille om ook de uitkeringen na 15 jaar jaarlijks met een halve prijsinflatie te kunnen indexeren. Het is aan het bestuur om te bepalen of men wil sturen op nominale of reële matching voor de eerste 15 jaar.

Dat zal onder meer afhankelijk zijn van de financiële positie van het fonds en de verwachtingen voor de toekomst (acht het fonds het haalbaar om 4,1% per jaar rendement te behalen op de returnportefeuille?).

Aan het begin van elk jaar wordt een nieuw uitkeringsjaar (jaar 15) aan de cash flow matching toegevoegd.

Note 3) Waarbij de prijsinflatie is gebaseerd op de inflatietermijnstructuur (Europese prijsinflatie).

Note 4) Het benodigd rendement is hoger dan bij het "nominale fonds". Dat komt enerzijds omdat de return portefeuille kleiner is en anderzijds omdat het fonds streeft naar hogere uitkeringen (namelijk uitkeringen die meegroeien met 50% van de Europese prijsinflatie)

## Argument 1: Matching en Return waarvoor ze zijn bedoeld

---

De matchingportefeuille biedt zekerheid voor de korte termijn, de eerste 15 jaar<sup>5)</sup>. Deze eerste jaren zijn de uitkeringen voor het pensioenfonds redelijk goed voorspelbaar. Daarna wordt het veel lastiger in te schatten. De uitkering die het fonds nu verwacht over zeg 30 jaar zal sterk afwijken van de werkelijke uitkering die het fonds moet doen over 30 jaar. Dit geldt vooral voor fondsen waarin nog volop pensioen wordt opgebouwd, maar ook voor fondsen met minder pensioenopbouw zijn de uitkeringen in de verre toekomst moeilijker te voorspellen door bijvoorbeeld bestandsontwikkelingen. Voor het exact matchen van onzekere uitkeringen is dan geen gegronde reden.

De returnportefeuille dient om op lange termijn (+15 jaar) een aantrekkelijk rendement te behalen. Er kan worden belegd “over de economische cycli heen”, waar in de huidige opzet de returnportefeuille ook dient om op korte termijn een aantrekkelijk resultaat te behalen (zie het schema op pagina 4). De returnportefeuille hoeft in het beleggingsbeleid van de toekomst niet in een liquiditeitsbehoefte te voorzien voor de eerste 15 jaar, dit voorkomt onnodige transactiekosten die in de huidige opzet wel plaatsvinden omdat bijvoorbeeld aandelen moeten worden verkocht om aan een liquiditeitsbehoefte te voldoen (of dat nu uitkeringen zijn of stortingen van onderpand bij derivaten). De returnportefeuille kan waar nodig worden bijgestuurd met de nieuw te beleggen pensioenpremies.

Met een lange termijn focus zijn pensioenfondsen ook veel beter in staat om duurzaam en maatschappelijk verantwoord te beleggen, om beleggingen te selecteren die op lange termijn waarde toevoegen. Er is geen noodzaak om te reageren op de waan van de dag. De echte lange termijn focus betekent ook dat minder liquide instrumenten prima passen in de returnportefeuille.

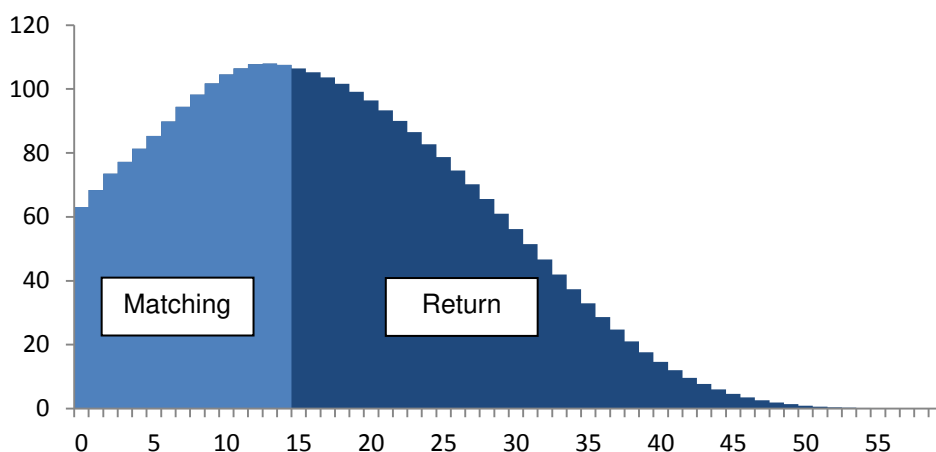
Note 5) De periode van 15 jaar is uiteraard niet in steen gebeiteld en zou ook afhankelijk kunnen zijn van bijvoorbeeld de financiële positie van het fonds.



## Argument 2: Het past in de Frijs aanbevelingen

De commissie Frijs heeft eerder geconcludeerd dat pensioenfondsen in het vaststellen van het beleggingsbeleid te weinig rekening houden met de specifieke karakteristieken van het pensioenfonds. Het charmante aan het beleggingsbeleid van de toekomst is dat de systematiek automatisch leidt tot een fonds specifiek beleggingsbeleid. Stel namelijk dat het pensioenfonds vooral uit gepensioneerden bestaat, dan ziet het uitkeringsprofiel (de verwachte uitkeringen die het fonds moet doen) er heel anders uit omdat de meeste uitkeringen in de eerste jaren worden gedaan. In het beleggingsbeleid van de toekomst leidt dat tot een aanzienlijk grotere matchingportefeuille, hetgeen ook logisch lijkt omdat je mag verwachten dat gepensioneerden meer zekerheid willen (zie ook de eerste overtuiging op pagina 4).

Voor een typisch vergrijsd fonds ziet het beleggingsbeleid er als volgt uit:



De balans van dit vergrijsde fonds ziet er als volgt uit:

Assets	€ mln.	Liabilities	€ mln.
Matchingportefeuille	1.121	Voorziening Pensioenverplichtingen	2.031
Returnportefeuille	910	Eigen vermogen	0
Totaal	2.031	Totaal	2.031

Het vergrijsde fonds belegt € 1.121 mln. (55% van het vermogen) in de matchingportefeuille, waar dat voor het "gemiddelde fonds" 40% was. Nogmaals: het is zeker niet zo dat de return portefeuille enkel uit zakelijke waarden bestaat.

### Argument 3: Eenvoudigere aansturing

---

In de huidige aansturing van het beleggingsbeleid en beoordeling van de mate waarin risico wordt genomen vieren termen als tracking error, risicobudget en dekkingsgraadvolatiliteit hoogtij. Alles lijkt te worden afgemeten aan de korte termijn beweeglijkheid van de dekkingsgraad.

De aansturing en beoordeling van het beleggingsbeleid vindt op dit moment meer en meer plaats op basis van statistiek. Stel dat het pensioenfonds in ons voorbeeld (met een dekkingsgraad van 100%) een risicobudget heeft van 10%, dan betekent dit technisch dat het fonds een kans heeft van 2,5% dat de dekkingsgraad binnen 1 jaar onder de 80% staat. Buiten het feit dat dit al best lastig uit te leggen is aan de achterban, geeft deze maatstaf geen enkele garantie. De statistiek is gebaseerd op aannames die zeer ter discussie kunnen worden gesteld, zoals aannames dat rendementen normaal zijn verdeeld met een bepaalde beweeglijkheid en samenhang met andere beleggingscategorieën. Het is gevaarlijk om het beleggingsbeleid hiermee in te richten als de aannames zijn gebaseerd op 'drijfzand'.

Het beleggingsbeleid van de toekomst stuurt niet op die dagelijkse dekkingsgraadvolatiliteit. De matchingportefeuille financiert de aanspraken van de eerste 15 jaren. Het is zaak om die portefeuille in obligaties te beleggen bij een uitgevende partij die haar verplichtingen met hoge zekerheid gaat nakomen. Niets is zeker in de financiële wereld, maar naar onze mening kunnen Nederlandse (of Duitse) staatsobligaties prima worden opgenomen in die matchingportefeuille. In het huidige beleggingsbeleid zien wij partijen die Nederlands staatspapier verkopen, omdat ze een spread risico hebben ten opzichte van swaps. Naar onze mening een typisch voorbeeld van de (te) grote focus op korte termijn dekkingsgraadvolatiliteit en statistiek.

De returnportefeuille van de toekomst dient om op lange termijn een bepaald rendement te behalen. Dit rendement kan vooraf worden gebudgetteerd (denk aan de 2,6% en 4,1% voor het voorbeeldfonds uit de inleiding) en bepaalt (mede) in welke beleggingscategorieën kan worden belegd. De financiële huishouding van het pensioenfonds wordt daarmee meer als bedrijf aangestuurd in een cyclus van budgetteren, evalueren en bijsturen. Indien het pensioenfonds een relatief laag rendement nodig heeft op de returnportefeuille dan zal daar automatisch uit volgen dat het belang in aandelen zal worden afgebouwd.

Wellicht leidt het beleggingsbeleid tevens tot meer rust aan de bestuurstafel en in beleggingscommissies juist omdat de returnportefeuille bestaat uit instrumenten die over een zeer lange horizon (15 jaar) een aantrekkelijk rendement moeten bieden. De focus komt weer te liggen op de strategische vraagstukken, veel meer dan op het operationele en tactische beleggingsbeleid.

## Argument 4: Geen ingewikkelde derivaten meer nodig

---

Het fonds heeft geen ingewikkelde derivaten meer nodig. De matchingportefeuille voor de eerste 15 jaar kan prima worden ingevuld met obligaties of inflatie gerelateerde obligaties<sup>6)</sup>. Daar zijn geen swaps of swaptions voor nodig. In de huidige wijze van matching komen deze derivaten wel veel voor omdat ook de kasstromen met een zeer lange looptijd 'moeten' worden afgedekt en er maar beperkte beschikbaarheid is van obligaties met een zeer lange looptijd.

Voor de returnportefeuille met een zeer lange termijnhorizon lijkt het eveneens weinig zinvol om bijvoorbeeld put opties te hanteren. Deze opties dienen toch vooral voor zekerheid op een korte tijdshorizon en lijken niet te passen in een portefeuille waar de eerste 15 jaar tot op zekere hoogte een buy & hold beleid op kan worden gevoerd.

Ook bij valutaderivaten kan men zich afvragen of ze nodig zijn in het nieuwe beleggingsbeleid. De matchingportefeuille zal bestaan uit Europees papier (dus zonder valutarisico) en de returnportefeuille heeft een horizon van 15 jaar. Indien men er vanuit gaat dat valuta van jaar tot jaar wel schommelen maar op lange termijn stabiel zijn, dan lijkt er geen noodzaak te zijn om de jaarlijkse valutaschommelingen te compenseren in de returnportefeuille.

Het voorkomen van ingewikkelde derivaten leidt tot een eenvoudiger beleid, minder tijdsbesteding van het bestuur, een beter uitlegbaar beleid richting de achterban en vooral ook een goedkoper beleid.

Note 6) De markt voor inflatiegerelateerde staatsobligaties is wel een stuk kleiner dan de markt voor nominale staatsobligaties. De Nederlandse overheid geeft momenteel bijvoorbeeld geen inflatie-gerelateerde obligaties uit. Daarvoor dient te worden uitgeweken naar obligaties van andere Europese landen.

## Argument 5: Het sluit aan bij het pensioenakkoord

---

De uitwerking van het pensioenakkoord is op dit moment nog niet definitief. Het lijkt er echter steeds meer op dat de waardering van de verplichtingen in het nieuwe kader (zowel voor het nominale kader FTK-1 als voor het reële kader FTK-2) niet langer volledig op de risicovrije rente zal zijn gebaseerd. De denkrichting is dat de rente voor de eerste ca. 20 jaar gebaseerd is op de risicovrije rente (de swap curve) en dat voorbij dat punt de rente toegroeit naar een zogenaamde ultimate forward rate van ca. 4%<sup>7)</sup>. Voor verzekeraars wordt momenteel overigens ook een discussie gevoerd over de waardering van verplichtingen (Solvency II) en daar wordt ook getendeerd naar een ultimate forward rate van ca. 4%<sup>8)</sup>.

Indien de toekomstige waardering van de pensioenverplichtingen met een looptijd langer dan 20 jaar niet meer direct afhankelijk is van de risicovrije rente dan rijst de vraag of het verstandig is om beleggingen te bezitten waarvan de waarde wel afhankelijk is van die risicovrije rente.

Anders gezegd: pensioenfondsen hebben nu langlopende swaps mede om de dekkingsgraad te stabiliseren. In de toekomst zijn die swaps daarvoor niet meer nodig, sterker nog, als de ultimate forward rate werkelijkheid wordt, dan wordt de dekkingsgraad juist volatieler als pensioenfondsen langlopende swaps in bezit hebben. Immers de langlopende verplichtingen worden gewaardeerd tegen een vaste rente en zijn dus stabiel terwijl de langlopende swaps gewaardeerd blijven op marktwaarde en dus fluctueren afhankelijk van de lange rente.

Wij geven hier geen waardeoordeel over het hanteren van een ultimate forward rate, maar stellen enkel vast dat het beleggingsbeleid van de toekomst wel heel goed aansluit bij deze waarderingssystematiek: de eerste jaren wordt er gematched en voor latere jaren niet. Dat leidt mogelijk tot een stabielere dekkingsgraad in het nieuwe kader.

Note 7) Zie ook: nieuwsbrief Pensioenakkoord en FTK van de Pensioenfederatie, nr. 4, maart 2012

Note 8) Op 21 maart 2012 heeft de ECON (European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs) ingestemd met de Omnibus II text waarin staat dat vanaf het 20 jaars punt de rente in 10 jaar toegroeit naar 4,2%.

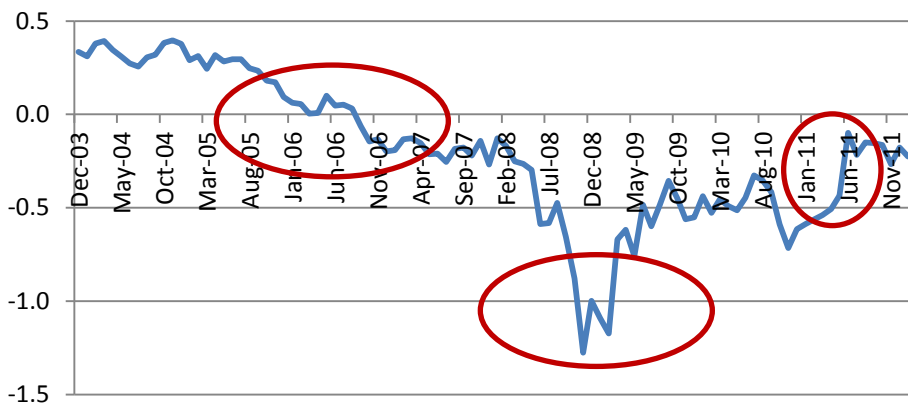
## Argument 6: De eerste de beste

Indien een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen binnen afzienbare tijd de langlopende swaps van de hand doen (vanwege FTK-2), dan zou dat wel eens kunnen leiden tot een hogere swaprente. Als dat het geval is dan kun je als pensioenfonds maar beter de eerste zijn die afscheid neemt van de swaps, eenvoudigweg omdat de swaps veel waarde verliezen bij een stijgende rente.

De swap markt is een markt van vraag en aanbod. De hoogte van de lange rente wordt daarmee bepaald door vraag en aanbod. Als de vraag toeneemt dan neemt de rente af, als de vraag afneemt dan neemt de rente toe. Onderstaand kijken we naar de ontwikkeling van het verschil tussen de 50-jaars rente en de 15-jaars rente (DNB-RTS) en daarbij vallen ons drie zaken op<sup>9)</sup>:

1. In 2007 is het FTK zoals we dat momenteel kennen ingevoerd. Dat was voor veel pensioenfondsen het moment om langlopende instrumenten (swaps) aan te schaffen om het renterisico af te dekken. Het lijkt erop dat de grote vraag naar langlopend papier ertoe heeft geleid dat de lange rente is gedaald en de rentecurve "inverse" is geworden. Vanaf 2003 is de 50-jaars rente de eerste tijd nog hoger dan de 15-jaars rente, vanaf eind 2006 daalt de 50-jaars rente tot onder de 15-jaars rente.
2. De marktstress eind 2008 (val Lehman) heeft geleid tot een vlucht naar 50-jarig papier waardoor 50-jarig papier ruim 1% minder rendement opleverde dan 15-jarig papier.
3. Medio juni 2011 is het verschil tussen de 50-jaars rente en 15-jaars rente weer sterk teruggelopen. Dat is precies op het moment dat de contouren van het nieuwe pensioenakkoord naar buiten kwam waarin werd aangegeven dat de verplichtingen wellicht niet meer zouden worden gewaardeerd op basis van de zeer lange rente.

**Grafiek: Ontwikkeling van de 50-jaars rente minus de 15-jaarsrente (DNB-RTS)**



Note 9) De verbanden die we constateren zijn door ons overigens niet onomstotelijk vast te stellen.

## Argument 7: Het momentum lijkt goed

---

De pensioenfondsen zijn rijker dan ooit tevoren omdat de langlopende instrumenten in de portefeuille prachtige rendementen hebben behaald de laatste jaren door de sterk gedaalde rente. Er is veel voor te zeggen om die winsten te verzilveren. Deze rendementen lijken immers onhaalbaar voor de langere termijn omdat de rente vanaf het huidige niveau (zeg 2,5%) nog wel kan dalen, maar niet veel meer. De langlopende instrumenten zijn voor de matchingportefeuille zoals hiervoor gepresenteerd niet nodig (de maximale looptijd is 15 jaar) en voor de returnportefeuille is het zeer de vraag of het, met een lange termijn horizon van meer dan 15 jaar, verstandig is om nu in instrumenten te beleggen die de komende 30 jaar een rendement geven van 2,5% per jaar. Ten eerste is de verwachting van gerenommeerde partijen als CPB en OESO<sup>10)</sup> dat de rente de komende jaren voorzichtig zal gaan stijgen naar 3,5% à 4%, dus dan lijkt er geen reden om nu voor heel lange tijd 2,5% in te locken. Ten tweede is het dividendrendement op aandelen momenteel al hoger dan 2,5%. Ten derde lijkt het logisch om de returnportefeuille mee te laten groeien met inflatie en een langlopende obligatie groeit juist niet mee met inflatie.

Het nieuwe beleid zal er op deze manier toe leiden dat de gerealiseerde winsten van de laatste jaren worden verzilverd en dat het vermogen van pensioenfondsen niet teveel wordt aangetast indien de rente de komende jaren (5 à 10 jaar) mogelijk sterk gaat oplopen. Het huidige beleid van pensioenfondsen is zeer gevoelig voor een oplopende inflatie, waar het nieuwe beleid zich daar juist goed tegen kan wapenen door in de returnportefeuille instrumenten op te nemen die zijn gekoppeld aan inflatie.

Note 10) CPB: Actualisatie Economische Verkenning 2011-2015  
OECD: Economic Outlook No. 90" 28 november 2011

## Kanttekeningen: Korte termijn liquidatie en het huidige toezicht

---

Er zijn argumenten om (nog) niet over te stappen op het beleggingsbeleid van de toekomst. Daarbij schrijven wij 'nog' bewust tussen haakjes omdat de tegenargumenten zijn ingegeven door korte termijn risico's:

Tegenargument 1: Als het fonds op korte termijn wil liquideren moet het geen lange termijn beleid voeren

Een pensioenfonds dat op korte termijn liquideert heeft te maken met een korte termijn (beleggings)horizon. Daarbij past een korte termijn beleggingsbeleid waarin de focus ligt op het stabiliseren van de dekkingsgraad. Voor een dergelijk fonds is het wellicht verstandig om de huidige systematiek van matching en return te continueren. De prijs die verzekeraars (of BPF-en) vragen voor het overnemen van pensioenverplichtingen is immers gebaseerd op de dagelijks fluctuerende rente. Immunisatie van dit renterisico lijkt dan opportuun omdat het fonds dan ongeveer weet welke deal het op korte termijn kan maken met een verzekeraar. Hierdoor komt het fonds niet voor verrassingen te staan op het moment dat de deal echt wordt gedaan.

Tegenargument 2: Het huidig toezichtskader kan beklemmend werken.

Het beleggingsbeleid van de toekomst is geen garantie voor betere korte termijn resultaten. In het beleid van de toekomst wordt waarschijnlijk het renterisico minder afgedekt en dat zou (bij een dalende rente) kunnen leiden tot een hogere korting per eind 2013. Het huidige toezichtskader dwingt fondsen immers eind 2013 een dekkingsgraad te realiseren van circa. 105%. Daarnaast is het voor fondsen in herstel niet zonder meer toegestaan om (in het huidig toezichtskader) het beleggingsbeleid aan te passen. Het huidige toezichtskader zou daarmee een restrictie kunnen leggen op een snelle implementatie van het beleggingsbeleid voor de toekomst.

## Conclusie

---

Wij zien goede argumenten om het beleggingsbeleid voor pensioenfondsen anders in te richten dan zoals dat nu gebeurt. In het door ons gepresenteerde beleggingsbeleid van de toekomst wordt de matchingportefeuille niet ingericht om 'het renterisico af te dekken' maar om de eerste 15 uitkeringsjaren zeker te stellen. Dat leidt naar onze mening tot een beter uitlegbaar beleid, een eenvoudiger beleid en een beleid dat veel beter is aan te sturen. Daarnaast zien wij beleggingstechnische (risico-rendement) argumenten die dit beleid van de toekomst onderbouwen.

Dat gezegd hebbende zijn wij er ons van bewust dat geen enkel beleggingsbeleid per definitie 'het beste' beleggingsbeleid is. Terugkijkend kan altijd worden geconstateerd dat een ander beleggingsbeleid nog beter was geweest. Wij kunnen ons indenken dat pensioenfondsen besluiten om vooralsnog bij het huidige beleid van matching en return te blijven en daar geven we in deze reflector ook een argument voor.

Ons doel is om met de blik vooruit de discussie te voeren zodat we niet over 5 jaar moeten constateren: "jammer dat we daar destijds niet over hebben nagedacht".

### Naschrift: vervolgstappen?

Stel dat een pensioenfonds overweegt over te stappen op het hier gepresenteerde beleggingsbeleid van de toekomst dan is de *vervolgvraag* of ook het beleidskader daarop zou moeten worden aangepast. In het huidige toezichtskader geldt de dekkingsgraad veelal als maatstaf voor beleidsbeslissingen aangaande korten en indexatie voor alle deelnemers. Het onverminderd toepassen van die bestaande methodiek leidt ertoe dat tegenvallers in de return portefeuille uiteindelijk ook gevolgen zullen hebben voor bijvoorbeeld kortingsmaatregelen voor aanspraken die 'beleggingstechnisch' min of meer zeker waren gesteld (de uitkeringen voor de eerste 15 jaar). Dat kan vanuit een solidariteitsgedachte wenselijk zijn. Het beleggingsbeleid van de toekomst biedt echter een mooie gelegenheid om ook die solidariteit beter te expliciteren en vast te leggen in een eventueel aangescherpt beleidskader