

Wet Toekomst Pensioen biedt nieuwe kansen en uitdagingen

Willem van Dommelen en Frederik Mannaerts

1. INTRODUCTIE

De Wet toekomst pensioenen (WTP) is in juli 2023 in werking getreden. In januari 2025 zijn de eerste fondsen ingevaren. De overgang naar WTP heeft tot gevolg dat het collectieve vermogen van pensioenfondsen die invaren converteert naar persoonlijke pensioenpotten met een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Binnen dit leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid lopen jongeren meer beleggingsrisico dan (bijna) gepensioneerde deelnemers. Dit komt voort uit de theorie dat jongeren nog een hoge waarde halen uit hun menselijk kapitaal en een lange periode tot hun pensioen hebben waardoor zij de capaciteit hebben om eventuele verliezen op de financiële markten goed te maken. Op de lange termijn loont naar verwachting het nemen van meer beleggingsrisico in de vorm van een groter kapitaal bij pensionering.

In dit paper gaan wij in op drie belangrijke beleggingsaspecten in het nieuwe pensioencontract. Gegeven dat het leeuwendeel van de Nederlandse pensioenfondsen lijkt te kiezen voor de Solidaire Premie Regeling (SPR) nemen we deze pensioenregeling als uitgangspunt. Waar er belangrijke verschillen bestaan met de Flexibele Premierregeling (FPR) lichten we dit toe.

Als eerste gaan we in op portefeuilleconstructie. Wij laten zien dat portefeuillediversificatie van groot belang is bij de constructie van de lifecycle. Vervolgens gaan wij in op de nieuwe dynamieken die er in het portefeuillebeheer plaatsvinden. Bijvoorbeeld, de hercalibratie van de strategische asset allocatie als gevolg van het toedelen van het collectief behaald rendement naar de persoonlijke pensioenpotten of leeftijdscohorten. Deze dynamieken vragen een pensioenfonds reeds in een vroeg stadium na te denken over de opzet van de portefeuille, bijvoorbeeld de allocatie naar private markten. Hier gaan wij in het laatste hoofdstuk op in.

2. EEN OPTIMALE RENDEMENTSPORTEFEUILLE

Hoewel er bij de SPR, net als onder FTK, sprake is van een collectieve portefeuille, is er onder de SPR geen sprake meer van een top-down gevormd beleggingsbeleid. De collectieve blootstelling aan risicovolle beleggingscategorieën alsook de benodigde renteafdekking wordt namelijk bottom-up bepaald door de lifecycle, de kapitaalverdeling over de leeftijdscohorten en de toedeelregels voor de reserves.

Frederik Mannaerts (l)
Vice-President OCIO
Pension Solutions
binnen BlackRock

Willem van Dommelen (r)
Director OCIO
Pension Solutions



Om een splitsing te kunnen maken in het rendement dat is behaald door beleggingen die zijn aangehouden voor het behalen van overrendement en beleggingen die zijn aangehouden voor de renteafdekking, wordt de collectieve portefeuille onder SPR (operationeel) typisch opgesplitst in een rendements- en een matchingportefeuille. Hierbij bevat de rendementsportefeuille risicovolle beleggingen die als voornaamste doel hebben om overrendement te genereren (rendement boven de 1-jaar swap-rente). De matchingportefeuille daarentegen zal bestaan uit vastrentende beleggingen met als voornaamste doel om de beoogde afdekking van de rentegevoeligheid te realiseren.

Pensioenfondsen die een lifecycle hebben bepaald op basis van hun huidige rendementsportefeuille zullen doorgaans geen grote verschillen gaan zien tussen de collectieve portefeuille in het nieuwe stelsel (bottom-up bepaald) versus het huidige stelsel (top-down bepaald). Dit onder de aanname dat de risicopreferentie van deelnemers niet wijzigt als gevolg van de overgang naar WTP en dat een zelfde pensioendoelstelling wordt nagestreefd. Dit zou betekenen dat zowel in het FTK als onder WTP de rendementsportefeuille een optimale uitruil tussen het verwacht rendement en het risico weerspiegelt (een portefeuille met de maximale Sharpe-ratio). Er zijn verschillende redenen waarom dit niet het geval is en de optimale rendementsportefeuille onder het FTK verschilt van het WTP:

1. De rendementsportefeuille is tot stand gekomen met de mogelijkheid voor intergenerationale risicodeling; een aspect dat onder WTP minder prevaleert (en afhankelijk is van de keus voor de aanwending van de solidariteitsreserve (SPR) of risicodelingsreserve (FPR)).
2. De rendementsportefeuille is het resultaat van een aantal pensioenfonds-specifieke overtuigingen of restricties. Bijvoorbeeld, restricties ten aanzien van de minimale en maximale allocaties. Of restricties voortkomende uit de korte termijn risicohouding, het Vereist Eigen Vermogen (VEV).
3. Het FTK-stelsel laat geen mogelijkheid voor het toepassen van leverage waarmee de oplossingsruimte beperkter is.

DEZE ARGUMENTEN GEVEN AANLEIDING OM MET DE OVERGANG NAAR HET NIEUWE STELSEL DE OPTIMALE RENDEMENTS- PORTEFEUILLE OPNIEUW VAST TE STELLEN

Deze argumenten geven aanleiding om met de overgang naar het nieuwe stelsel de optimale rendementsportefeuille opnieuw vast te stellen.

De academische literatuur heeft veel inzichten voortgebracht als het gaat over lifecycles. In specifiek, de relatie tussen sparen en consumeren met het verloop van de tijd en het mitigeren van sterfte- en langlevensrisico (bijvoorbeeld, Fisher (1930), Friedman (1957), Modigliani (1966), Samuelson (1969), Merton (1969,1971,1992)). Het is met name het werk van Merton en Samuelson (1969) dat een relatie tracht te leggen tussen een

dynamische, meervoudige-periode, lifecycle optimalisatie enerzijds en een enkelvoudige-periode kapitaal ‘mean-variance’ optimalisatie. Zij gaven een gesloten formule die dicteert dat de optimale allocatie naar een rendementsportefeuille onafhankelijk is van de leeftijd en de beleggingshorizon. De optimale allocatie wordt beïnvloed door de risicopremie en de volatiliteit van de rendementsportefeuille. Dit model is uitgebreid met de inclusie van menselijk en financieel kapitaal in Bodie, Merton, Samuelson (1992).

[1] Optimale allocatie rendementsportefeuille:

$$a = \frac{\rho}{\gamma\sigma^2} \cdot \frac{F + H}{F}$$

Waarbij ρ = de risicopremie op de rendementsportefeuille, σ de volatiliteit van de portefeuille; de γ de mate van risicoaversie, F het financieel kapitaal en H de contante waarde van het menselijke kapitaal.

De optimale allocatie naar de rendementsportefeuille is een vast percentage van het totale kapitaal. Het totale kapitaal bestaat uit financieel kapitaal en het toekomstige arbeidsinkomen plus AOW. De formule stelt dat een individu meer naar de rendementsportefeuille alloceert wanneer de risicopremie groter is, het individu minder risico avers is, of wanneer de volatiliteit van de portefeuille lager is. Jongeren kennen een hoger menselijk kapitaal (H) waardoor een hogere allocatie naar de rendementsportefeuille mogelijk is omdat zij verliezen op de beurs (financieel kapitaal) kunnen absorberen in de context van de groei in de carrière. Zij hebben in dit model dus feitelijk een lagere risicoaversie. Voor ouderen geldt het omgekeerde – financieel kapitaal is hoger en het menselijk kapitaal beperkt. Zij hebben een hogere risicoaversie Dit mondt uit in lifecycle profielen waar de allocatie naar de risicovolle beleggingen hoger is op jonge leeftijd en afbouwt na jaren. Het is echter een gesimplificeerd beeld. Zo worden spreidings- en reservemechanismen niet meegenomen. Daarnaast spelen rente en inflatie geen rol.

Een belangrijke (stuur)variabele is de risicoaversie (γ) welke wordt afgeleid uit een risicopreferentieonderzoek. Deze bepaalt de risicohouding van de deelnemers. Jaarlijks dient, door middel van de door DNB gepubliceerde P-set, getoetst te worden of de risicoblootstelling (en de life-cycle) nog in voldoende mate aansluit bij de risicohouding. Deze toetsing is gebaseerd op een allocatie naar slechts 2 beleggingscategorieën, te weten zakelijke- en vastrentende waarden. Omdat een optimale rendementsportefeuille uit meer dan deze twee beleggingscategorieën bestaat, is het aan te raden om bij het vaststellen van het beleggingsbeleid gebruik te maken van een meer granulair opgebouwde portefeuille. Om de vertaalslag te maken van deze meer granulaire portefeuille naar de 2-categorieën binnen de P-set, dient vervolgens gebruik gemaakt te worden van de zogenaamde DNB-mapping methodiek. Deze mapping houdt in dat voor iedere vastrentende beleggingscategorie op basis van de (krediet) rating een procentuele blootstelling naar zakelijke- en vastrentende waarden wordt toegepast.¹ In tabel 1 wordt deze verdeling weer gegeven.

Tabel 1

| Rating | Gewicht vastrentende waarden | Gewicht aandelen |
|-------------------|------------------------------|------------------|
| AAA | 100% | 0% |
| AA | 90% | 10% |
| A | 85% | 15% |
| BBB | 80% | 20% |
| High Yield | 40% | 60% |
| Zakelijke Waarden | 0% | 100% |

Een vastrentende portefeuille met een 40% blootstelling aan instrumenten met een AA-rating en een 60% blootstelling aan instrumenten met een A-rating, heeft na toepassing van de DNB-mapping een blootstelling van 13% aan zakelijke waarden ($40\% * 10\% + 60\% * 15\%$).

Door eerst de optimale rendementsportefeuille te bepalen en daarna deze allocatie te schalen naar de maximale toegestane blootstelling aan vastrentende- en zakelijke waarden, kan er een optimale uitruil van rendement en risico worden bereikt. Dit illustreren wij aan de hand van een voorbeeld waarin drie portefeuilles worden vergeleken op basis van een risicoblootstelling van 100% DNB-gemapte zakelijke waarden; het maximale niveau waarop de leenrestrictie niet wordt losgelaten.

Portefeuille 1 kent een allocatie van 100% naar aandelenontwikkelde markten en voldoet hieraan. Deze portefeuille levert een Sharpe-ratio (risico-gecorrigeerd overrendement) van 0.26.

Portefeuille 2 voegt 30% Europese investment grade bedrijfsobligaties met een A-rating toe. De portefeuille behaalt een Sharpe-ratio van 0.24 en kent een zakelijke waarden blootstelling van 74.5% ($70\% * 100\% + 30\% * 15\%$). Als er een maximale 100% zakelijke waarden blootstelling conform DNB-mapping wordt gesteld, kan de lifecycle allocatie naar deze portefeuille met grofweg 33% worden verhoogd zonder deze limiet te overschrijden. Het verwachte rendement neemt daarmee toe (versus Portefeuille 1) van 5.1% naar 6.2% en het totale risico stijgt van 15.9% naar 17.4%.

Portefeuille 3 diversifieert verder. Direct Lending en High Yield worden onderdeel van de portefeuille-mix (ten koste van aandelen). De Sharpe-ratio van deze portefeuille stijgt naar 0.3 en de zakelijke waarden blootstelling volgens DNB-mapping komt uit op 69%. Voor het bepalen van de 100% zakelijke waarden blootstelling, schalen we de portefeuille wederom op. Het behaalde rendement stijgt naar 6.8% en het totale risico naar 14.5%.

Tabel 2
Verwacht rendement en risicocijfers op basis van BlackRock 3^{de} kwartaal 2024 Capital Market Assumptions.

| | Portefeuille 1 | Portefeuille 2 | Portefeuille 3 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Rendement | 6.4% | 5.3% | 5.2% |
| Risico | 15.9% | 13.0% | 10.0% |
| Sharpe-ratio | 0.26 | 0.24 | 0.3 |
| Zakelijke waarden (DNB-mapping) | 100% | 75% | 69% |
| Zakelijke waarden 100% x Rendement | 5.1% | 6.2% | 6.8% |
| Zakelijke waarden 100% x volatiliteit | 15.9% | 17.4% | 14.5% |

Bovenstaande voorbeeld laat het belang van diversificatie duidelijk zien: de risicoblootstelling kan optimaal worden benut (in termen van rendement-risico) door te spreiden over beleggingscategorieën en vervolgens te schalen (met de lifecycle). Er komt een aanzienlijke verbetering tot stand in het totale rendement-risico profiel.

3. DYNAMIEK IN BEHEER VAN PORTEFEUILLE

3.1 DYNAMISCHE ALLOCATIE NAAR DE MATCHING- EN DE RENDEMENTSPORTEFEUILLE

Zoals eerder aangegeven blijft er onder SPR sprake van een collectieve portefeuille. Echter, waar deze collectieve portefeuille onder FTK typisch wordt ingevuld middels een collectieve strategische allocatie naar een liquide (rendements) portefeuille een illiquide rendementsportefeuille en een matchingportefeuille, is er binnen SPR typisch sprake van een splitsing in een matching- en een rendementsportefeuille die beide zowel liquide als illiquide beleggingen kunnen bevatten.

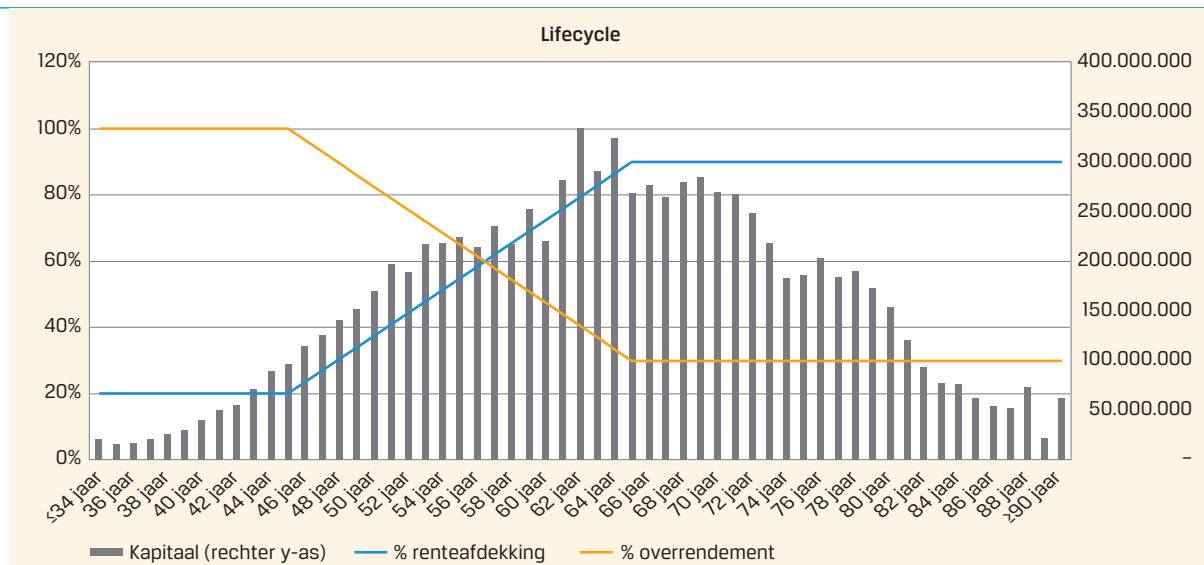
De bottom-up benadering om tot de collectieve allocatie naar de rendements- en matchingportefeuille te komen zorgt ervoor dat er onder SPR sprake is van een dynamische allocatie naar beide sub-portefeuilles. Dit betekent ook dat er op collectief niveau niet langer meer een vaste strategische allocatie naar illiquide categorieën geldt. Immers, de combinatie van een vaste strategische allocatie binnen beide sub-portefeuilles en een dynamische allocatie naar beide sub-portefeuilles, zorgt ervoor dat de gewogen strategische allocaties ook dynamisch worden.

De impact van koersbewegingen wordt inzichtelijk gemaakt aan de hand van een gestileerd voorbeeld. De toegepaste lifecycle staat in de onderstaande grafiek weergegeven. Er wordt uitgegaan van een qua leeftijd en kapitaalverdeling gemiddeld pensioenfonds met een vermogen van EUR 10 miljard (Figuur 1). Het overrendement wordt volledig gegenereerd door rendementsportefeuille. De matchingportefeuille voorziet exact in de beoogde afdekking van de rentegevoeligheid en veroorzaakt dus geen mismatchrisico.²

Door het toepassen van verschillende renteschokken en behaalde overrendementen, wordt in de onderstaande tabellen stapsgewijs inzichtelijk gemaakt wat de impact van deze marktbevingen is op de beoogde allocatie naar de rendements- en de matchingportefeuille.

De initiële collectieve allocatie naar de rendementsportefeuille is hierbij gelijk gezet aan de uit de lifecycle en kapitaalverdeling

Figuur 1
Voorbeeld lifecycle
en kapitaalverdeling



afgeleide initiële strategische allocatie van 47.9%. Uit de tabellen is af te lezen dat de allocatie stijgt naar 55.1% in het geval van een positief overrendement van 10% en een stijging van de swaprente met 1%-punt. De strategische allocatie naar de rendementsportefeuille verandert vervolgens ook en stijgt naar 48.3%. Per saldo zal de bloostelling naar de rendementsportefeuille vervolgens dus met 6.8% (55.1% minus 48.3%) moeten worden teruggebracht om de collectieve portefeuille weer in lijn te brengen met de beoogde allocatie.

De impact van koersontwikkelingen op de collectieve strategische allocatie en de daaruit volgende benodigde herbalancering, is

afhankelijk van de lifecycle en kapitaalverdeling. Hierbij kan er ten opzichte van een statische verhouding tussen de rendements- en de matchingportefeuille zowel meer als minder geherbalanceerd dienen te worden. Over het algemeen is de impact van koersontwikkelingen op de strategische allocatie beperkt. In het bepalen van het beleggingsbeleid is het echter wel belangrijk deze dynamiek mee te nemen en niet (meer) naar een vaste strategische allocatie naar beide sub-portefeuilles te sturen. Dit zal namelijk tot ongewenste afwijkingen ten opzichte van de door de lifecycle beoogde allocaties leiden. Een verschil dat door de tijd aanzienlijk groter kan worden wanneer er veranderingen in het deelnemersbestand plaatsvinden (iets waar in deze analyse geen rekening mee is gehouden).

Tabel 3
Herbalancering in life-cycle context.

| 1. Impact marktontwikkeling | | Overrendement | | | | |
|-----------------------------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | | -10% | -5% | 0% | 5% | 10% |
| Rentebeveging | -1,0% | 40,5% | 41,8% | 43,0% | 44,2% | 45,4% |
| | -0,5% | 42,8% | 44,2% | 45,4% | 46,6% | 47,8% |
| | 0,0% | 45,2% | 46,6% | 47,9% | 49,1% | 50,2% |
| | 0,5% | 47,7% | 49,0% | 50,3% | 51,5% | 52,7% |
| | 1,0% | 50,1% | 51,5% | 52,8% | 54,0% | 55,1% |

| 2. Nieuwe strategische allocatie | | Overrendement | | | | |
|----------------------------------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | | -10% | -5% | 0% | 5% | 10% |
| Rentebeveging | -1,0% | 47,6% | 47,9% | 48,1% | 48,3% | 48,5% |
| | -0,5% | 47,5% | 47,7% | 47,9% | 48,2% | 48,4% |
| | 0,0% | 47,4% | 47,6% | 47,9% | 48,1% | 48,3% |
| | 0,5% | 47,3% | 47,6% | 47,8% | 48,1% | 48,3% |
| | 1,0% | 47,2% | 47,5% | 47,8% | 48,1% | 48,3% |

| 3. Herbalancering | | Overrendement | | | | |
|-------------------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | | -10% | -5% | 0% | 5% | 10% |
| Rentebeveging | -1,0% | 7,1% | 6,1% | 5,0% | 4,0% | 3,1% |
| | -0,5% | 4,6% | 3,6% | 2,5% | 1,5% | 0,6% |
| | 0,0% | 2,1% | 1,0% | 0,0% | -1,0% | -1,9% |
| | 0,5% | -0,4% | -1,5% | -2,5% | -3,5% | -4,4% |
| | 1,0% | -2,9% | -3,9% | -5,0% | -5,9% | -6,8% |

3.2 DYNAMIEK IN RENTEAFDEKKING

Onder FTK zijn de pensioenverplichtingen relatief constant. Aanzienlijke wijzigingen in de verplichtingen vinden slechts plaats bij significante wijzigingen in deelnemersbestand, bij een indexatie of bij het (gedwongen) korten van de pensioenafspraken. Dit verandert onder WTP waar de pensioenen in hogere mate meebewegen met de ontwikkeling op de financiële markten. Zo leidt een positief overrendement tot hogere geprojecteerde (verwachte) pensioenen. Er is dan immers meer kapitaal beschikbaar om de pensioenen “in te kopen”. Als gevolg hiervan zal er dus meer rentegevoeligheid (uitgedrukt in PV01) moeten worden afgedekt.

Deze geprojecteerde pensioenen, en dus de af te dekken PV01 daarvan, nemen ook toe als de rente stijgt en de rentegevoeligheid van deze kasstromen niet volledig wordt afgedekt. Immers, in zo'n geval neemt het belegde vermogen weliswaar af, maar in mindere mate dan de daling van de kostprijs van het in te kopen pensioen. Bij tegenovergestelde bewegingen (rentedaling en negatief overrendement) zullen de geprojecteerde pensioenen dalen. Oftewel, omdat de verwachte pensioenen meer volatiel worden, wordt ook de hoeveelheid af te dekken rentegevoeligheid meer volatiel. Deze dynamiek is in feite vergelijkbaar met een pensioenfonds dat onder FTK het renterisico van de verplichtingen niet volledig afdekt en de verandering in dekkingsgraad als gevolg van rente-

bewegingen direct aanwendt om de pensioenen aan te passen om daarmee de dekkingsgraad continu op 100% te houden.

De procentuele impact van zowel overrendement als rentebewegingen op de af te dekken rentegevoeligheid (PVO1) van de eerdergenoemde lifecycle wordt weergegeven in Tabel 4.³ Wederom uitgaande van een overrendement van +10% en een rentestijging van 1%-punt, dient ruim 11% extra aan rentegevoeligheid te worden afgedekt.

Tabel 4
Afdекken PVO1 versus 0.0% overrendement en 0.0% rentebeweging

| | | Overrendement | | | | |
|---------------|-------|---------------|------|-----|-----|-----|
| | | -10% | -5% | 0% | 5% | 10% |
| Rentebeweging | -1,0% | -13% | -11% | -8% | -6% | -3% |
| | -0,5% | -9% | -6% | -4% | -1% | 1% |
| | 0,0% | -5% | -2% | 0% | 2% | 5% |
| | 0,5% | -2% | 1% | 3% | 6% | 8% |
| | 1,0% | 1% | 4% | 6% | 9% | 11% |

Hoewel de bovenstaande tabellen inzichten geven in mogelijke portefeuilleontwikkelingen, is het nadeel van het toepassen van deze deterministische schokken dat het niet duidelijk maakt hoe groot de kans op een bepaalde schok is. Vandaar dat het nuttig is om dezelfde analyse ook in een historische context te plaatsen. Dit doen we door op dezelfde lifecycle en de daaruit resulterende portefeuille historische marktrendementen toe te passen. De resultaten van deze historische analyse worden hieronder samengevat in een distributiediagram (figuur 2). Voor de rendementsportefeuille maken we gebruik van historische maandelijkse aandelenrendementen (op basis van de MSCI World index) en van historische maandelijkse 10-jaar Euro swaprentes voor het analyseren van de impact van rentebewegingen.

Uit het linker histogram kan worden afgeleid dat over de geanalyseerde periode in ongeveer 61% (som van de oranje gekleurde staven) van de maandelijkse observaties er minder dan +/- 1%-punt afwijking ontstaat tussen de beoogde allocatie en de daadwerkelijke allocatie als gevolg van koersbewegingen. Qua af te dekken rentegevoeligheid (rechter histogram) ligt de verandering in 37% van de maandelijkse observaties tussen de -1% en +1%.

Implicaties voor FPR

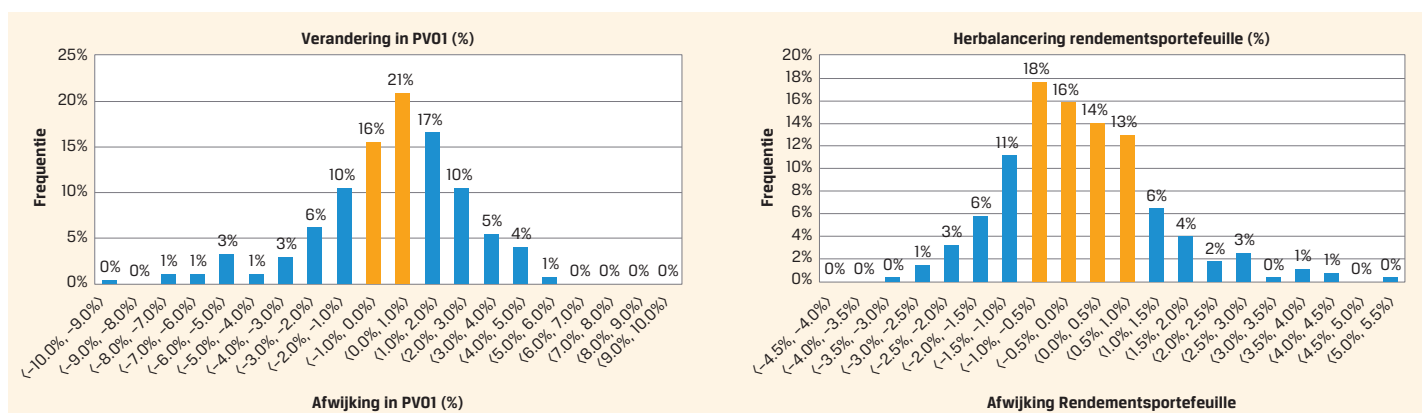
Onder FPR is er geen sprake van een collectieve portefeuille en heeft iedere deelnemer een allocatie naar specifieke bouwstenen ("units"). Indien de samenstelling van een deelportefeuille verandert heeft dit alleen invloed op de cohorten die blootstelling hebben naar deze deelportefeuille. Dit terwijl onder SPR alle cohorten blootstelling hebben naar dezelfde collectieve portefeuille met de daaraan gekoppelde risico's. Doordat onder FPR er voor deelnemers ook de mogelijkheid kan bestaan om te wisselen tussen (in risico) verschillende lifecycles, vraagt de (mate van) illiquiditeit in private markten aandacht.

Voor het bepalen van bandbreedtes rond de strategische gewichten, zal een afweging gemaakt moeten worden tussen het toestaan van (enige) mismatch tussen de beoogde en daadwerkelijke portefeuille-allocaties en de te maken transactiekosten om deze mismatch te beheersen. Dit laatste vereist inzicht in de frequentie van verwachte herbalanceringstransacties. Iets waar de getoonde histogrammen inzicht in geven.

Voor de matchingportefeuille is het daarnaast raadzaam om de getoonde dynamieken mee te nemen bij het bepalen van het liquiditeitsbeleid. Dit om te zorgen dat er in geval van koersbewegingen, en de daardoor veranderende allocaties, nog steeds voldoende liquiditeit beschikbaar blijft om aan onderpand verplichtingen vanuit de swap-portefeuille te voldoen. En ook hier zal er een beleid dienen te worden gevormd om de kosten voor de aanpassing van de renteafdekking te beheersen, bijvoorbeeld door het toestaan van bandbreedtes rond de beoogde renteafdekking. Dit laatste is extra relevant omdat andere pensioenfondsen met eenzelfde dynamiek te maken krijgen en dus tegelijkertijd vergelijkbare aanpassingen dienen te maken in de rente afdekking. Daarmee kunnen transactiekosten fors toenemen.

Tot slot is het ook raadzaam om in het beleggingsbeleid rekening te houden met het niet (efficiënt) kunnen handelen van private beleggingen. Als gevolg hiervan zal de blootstelling naar deze categorieën af gaan wijken van wat strategisch optimaal is.

Figuur 2
Histogram % herbalancering en % verandering in PVO1. Op basis van periode 31 december 2001 tot en met 31 januari 2025 (265 observaties)



4. BELEGGEN IN PRIVATE MARKTEN

Zoals in de vorige sectie is beschreven wordt onder WTP de strategische asset allocatie naar de rendements- en de matchingportefeuille dynamisch. Ook zal de allocatie naar de categorieën binnen deze sub-portefeuille veranderen als gevolg van koersbewegingen. Tegelijkertijd zijn de strategische (optimale) allocaties binnen de rendementsportefeuille typisch gefixeerd. Dit alles heeft tot gevolg dat er vermogen naar en uit beleggingscategorieën moet gefaciliteerd kunnen worden zodoende de portefeuille bij te sturen naar wat strategische wordt beoogd. Dit kan een uitdaging zijn voor private markten beleggingen zoals private equity, vastgoed of infrastructuur omdat zij een beperkte verhandelbaarheid kennen en hoge(re) transactiekosten.

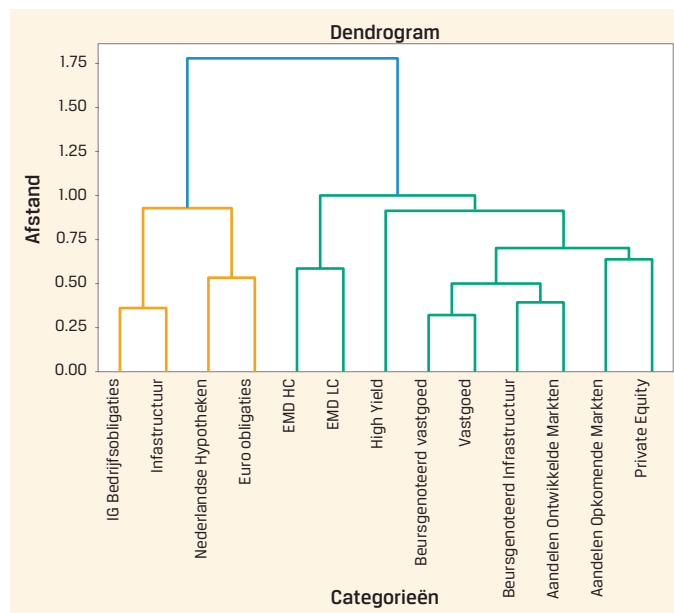
Een mogelijkheid om private markten op te nemen in de portefeuille en voldoende liquiditeit (voor herbalancering) te behouden is door private markten beleggingen te combineren met hun beursgenoteerde evenknie. Dit houdt in dat de allocaties naar de private- en beursgenoteerde beleggingscategorie een gezamenlijke allocatie binnen de portefeuille krijgen. De allocatie naar de beursgenoteerde beleggingscategorie wordt gedefinieerd als de totale strategische allocatie van de combinatie minus de daadwerkelijke allocatie naar de private beleggingscategorie.

MET HET VORMEN VAN COMBINATIES KAN DE PORTEFEUILLE EFFICIËNT WORDEN GEHERBALANCEERD

Welke beleggingscategorieën zich lenen voor een combinatie laten wij zien in de dendrogram in figuur 3. We nemen een set van veelvoorkomende beleggingscategorieën in een pensioenfondsportefeuille. De verticale as (afstand) laat zien in welke mate beleggingscategorieën gecorreleerd zijn. Een kleine afstand impliceert een hoge(re) correlatie. De dendrogram laat een duidelijke opsplitsing zien: enerzijds beleggingscategorieën met een voorname rentegevoeligheid (de matchingportefeuille); anderzijds categorieën met een sterke rendementspotentie (de rendementsportefeuille). Binnen laatstgenoemde zien we private equity een cluster vormen met aandelen (opkomende markten); beursgenoteerd vastgoed met privaat vastgoed. Binnen de matchingportefeuille wordt er een cluster gemaakt tussen Investment-Grade Credits en Infrastructuur en Euro obligaties en Hypotheken.

Door het vormen van combinaties is het in mindere mate nodig om de bredere portefeuille aan te spreken voor herbalancerings-transacties. Hoe dit in z'n werk gaat lichten we toe aan de hand van de in tabel 3 genoemde resultaten. Bij een positief overrendement van 5%, komt de allocatie naar de rendementsportefeuille uit op 49.1% tegen een (dynamisch) strategische allocatie van 48.1%. Er moet dus 1%-punt vermogen van de rendementsportefeuille worden onttrokken.

Figuur 3
Dendrogram – op basis van (15 jaar) BlackRock 3^{de} kwartaal 2024 Capital Market Assumptions



We gaan uit dat het niet mogelijk is om de allocatie naar de illiquide beleggingen aan te passen. In een pro-rata benadering zouden daarom alle liquide allocaties aangepast worden op basis van de relatieve gewichten van de verschillende liquide beleggingen in de rendementsportefeuille. Met combinaties tussen private- en beursgenoteerde beleggingscategorieën wordt een grotere onttrekking gemaakt uit de beursgenoteerde (dichtstbijzijnde) equivalent en blijft de private categorie onaangesproken. De overige liquide categorieën worden hierbij aangepast in overeenstemming met hun strategische gewicht in de totale rendementsportefeuille.

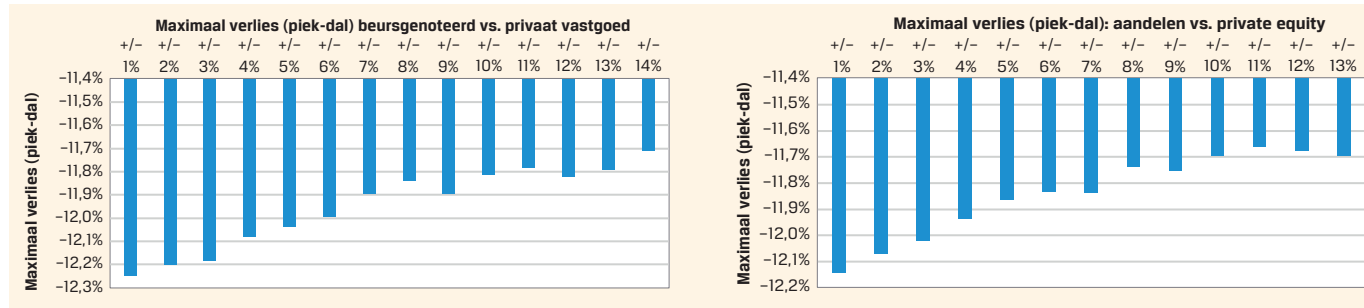
Deze dynamiek wordt verder toegelicht in tabel 5. Er wordt hierbij aangenomen dat de allocatie naar de verschillende sub-categorieën niet is gewijzigd als gevolg van koersbewegingen en dat er een onttrekking van 1% dient te worden gefaciliteerd. Liquide categorie 3 en de Illiquide categorie 4 vormen een paar en hebben een gezamenlijke strategische allocatie van 50%. In kolom “Pro-rata” wordt duidelijk categorie 1, 2 en 3 na herbalancering eenzelfde gewicht hebben en dat zij de ontstane overweging van de illiquide categorie in gelijke mate compenseren. In de kolom “Paren” is het procentuele gewicht van categorie 1 en 2 na herbalancering gelijk aan het strategische gewicht van

Tabel 5
Asset allocatie als gevolg van onttrekking. Ter illustratie

| | Strategische allocatie | Pro-rata | Paren |
|------------------|------------------------|---------------|---------------|
| Liquide cat. 1 | 25.0% | 24.9% | 25.0% |
| Liquide cat. 2 | 25.0% | 24.9% | 25.0% |
| Liquide cat. 3 | 25.0% | 24.9% | 23.7% |
| Illiquide cat. 4 | 25.0% | 25.3% | 25.3% |
| Totaal | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

Figuur 4

Maximaal (maandelijks) verlies (piek-dal) bij verschillende onder- en overwegingen. Resultaten op basis van bootstrapping historische data tussen juni 2014-juni 2024. Maandelijkse rendementen van aandelen op basis van MSCI ACWI, beursgenoteerd vastgoed FTSE EPRA Nareit Developed World index. Voor private equity gebruiken wij de rendementen van de Efront Buyout Index en voor privaat vastgoed Efront Real Estate index



25%. Hetzelfde geldt voor het gezamenlijke procentuele gewicht van categorie 3 en 4 (50%), waarbij in relatieve zin categorie 3 een onderweging heeft ten opzichte van het strategische gewicht en categorie 4 een overweging. De beursgenoteerde beleggingscategorie fungeert dus als liquide schil en de allocatie naar de combinatie (beursgenoteerd plus privaat) blijft constant

Met het vormen van combinaties kan de portefeuille efficiënt worden geherbalanceerd en (hogere) transactiekosten in private markten worden gemitigeerd. Door de paren te selecteren op basis van de in de dendrogram bepaalde clusters, wordt er tevens voor gezorgd dat de karakteristieken van de portefeuille na de herbalancering in hogere mate in lijn blijft met de beoogde rendementsdrijvers en risicofactoren zoals deze strategisch worden nagestreefd. Oftewel, dat de portefeuille dichterbij de optimale Sharpe-portefeuille blijft.

In relatie tot bovengenoemd voorbeeld, is een vervolgvraag wat de uitwerking op het rendementsprofiel is wanneer combinaties worden gevormd. We kijken hiervoor naar twee combinaties: beursgenoteerde aandelen versus private equity en beursgenoteerd vastgoed versus privaat vastgoed. We kijken naar een risicomaatstaf (maximale verlies) om een beeld te vormen van de dynamiek. Voor privaat en beursgenoteerd vastgoed hanteren we een onderlinge allocatie van 50%-50%. Voor beursgenoteerde aandelen en private equity 70%-30%. Figuur 4 laat zien dat het verlies piek-dal afneemt naarmate grotere onder- en overwegingen tussen de categorieën onderling worden toegestaan. Het toestaan van 'dynamiek' tussen de private en beursgenoteerde beleggingscategorie zorgt ervoor dat de impact van een marktschok wordt gereduceerd. Dit kan verklaard worden door het feite waarderingen in private markten zich trager aanpassen, en dat beursgenoteerde (aandelen)markten sneller herstellen. Naarmate onderlinge over/onderwegingen groter worden, zien we het verlies afnemen.

5. CONCLUSIE

Portefeuilleconstructie onder WTP geeft nieuwe uitdagingen en dynamieken. Diversificatie blijft een essentieel onderdeel om een goede spreiding te realiseren en de risicohouding, in termen van rendement-risico, optimaal te benutten. Het sturen op basis van een DNB-gemapte portefeuille helpt om het risico-rendementsprofiel te verbeteren. Onder WTP wordt de strategische

asset allocatie naar de matching- en de rendementsportefeuille dynamisch. Dit geldt ook voor de af te dekken rentegevoeligheid van de verwachte pensioenen. Het is van vitaal belang deze dynamieken vroegtijdig in kaart te brengen om zodoende (liquiditeit-)risico's en operationele uitdagingen te signaleren. Ook in WTP blijft er ruimte voor private markten. Het maken van combinaties tussen beursgenoteerd en private markten beleggingscategorieën kan een antwoord zijn op de vraag hoe portefeuille blootstelling te beheersen en efficiënt bij te sturen naar wat als optimaal is gedefinieerd.

Literatuur

- Bodie, Z., Merton, R. C., & Samuelson, W. F. (1992). Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(3-4), 427-449.
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest, as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity*. New York: The Macmillan Company.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. National Bureau of Economic Research, No. 63, General Series. Princeton University Press.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247-257.
- Merton, R. C. (1971). Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous-Time Model. *Journal of Economic Theory*, 3(4), 373-413.
- Merton, R. C. (1992). Financial Innovation and Economic Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(4), 12-22.
- Modigliani, F. (1966). The Life Cycle Hypothesis of Savings, the Demand for Wealth and the Supply of Capital. *Social Research*, 33, 160-217.
- Samuelson, P. A. (1969). Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 239-246.

Noten

- 1 Zie: <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020871/2025-01-17> (artikel 13 lid 8 en artikel 3a lid 5).
- 2 Zie: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/verzamel pagina-transitie-wet-toekomst-pensioenen/contract/hoe-zorgt-pensioenuitvoerder-voor-beheerste-inrichting-bescherming-tegen-renterisico-solidaire-premieregeling/>
- 3 In de analyse is afgezien van de mogelijkheid om resultaten te spreiden en het toepassen van de solidariteitsreserve om negatieve effecten op het pensioenresultaat op te vangen. Beiden zullen een, zij het beperkte, demping hebben op de bewegelijkheid van de af te dekken rentegevoeligheid.