

Analyse beschermingsrendement NPC: pas op voor herverdeling van vermogen



Zeist, 27 november 2020

Patrick Riegel, senior adviseur balansmanagement Achmea IM

Richard Kragtwijk, senior portfolio manager LDI Achmea IM



Achmea Investment Management

Introductie

Het nieuwe pensioenakkoord introduceert nieuwe begrippen, waaronder het beschermingsrendement. In deze notitie lichten we toe hoe het gebruik van het beschermingsrendement impact heeft op de verdeling van rendementen over deelnemers. In het nieuwe pensioenakkoord zal er sprake zijn van een collectief beleggingsbeleid met een individueel geadmistreerd vermogen en dit vraagt om toedelingsregels voor het totale behaalde rendement. Het is de bedoeling dat deze niet tot herverdelingen tussen leeftijdscohorten leiden. We laten zien dat in de voorgestelde opzet hier toch sprake van is. We benoemen verschillende factoren die deze herverdelingen veroorzaken en geven een beeld van de omvang daarvan. Dit doen we aan de hand van voorbeelden en historische analyses. We concluderen dat de impact substantieel kan zijn. Als pensioenfondsen hier rekening mee willen houden dan kunnen ze de invulling van het beleggingsbeleid hierop aanpassen. De effecten zijn bijvoorbeeld te verkleinen door de inzet van credits en hypotheeklen te beperken, wat vanuit het oogpunt van rendement en diversificatie niet altijd wenselijk is. We benoemen daarom ook alternatieve manieren om het beschermingsrendement in de wetgeving te implementeren, waarbij dit nadeel niet optreedt.

Nieuwe begrippen: beschermingsrendement en overrendement

Het nieuwe pensioencontract en het FTK zijn beide kapitaal gedekte stelsels, waarin de ingelegde premies en beleggingsrendementen de basis vormen voor toekomstige uitkeringen. Belangrijke doelstellingen daarbij zijn het stabiliseren van uitkeringen en het zo laag mogelijk houden van de premies. Het beleggingsbeleid is daarmee het resultaat van een afweging tussen bescherming van kapitaal versus kapitaalgroei. Bij kapitaalgroei past een returnportefeuille met zakelijke waarden en bij kapitaalbehoud een stabiele portefeuille met vastrentende waarden (en renteswaps).

Een knelpunt in het FTK is de koppeling van de beleggingsbeleidsruimte aan de dekkingsgraad. Hierdoor is er op dit moment voor pensioenfondsen met een herstelplan weinig bewegingsruimte in het beleggingsbeleid, omdat ze geen risico mogen toevoegen. Het nieuwe pensioencontract biedt hier met het vervallen van de solvabiliteitstoets (het Vereist Eigen Vermogen) meer vrijheid. Binnen het FTK hanteren pensioenfondsen één uniform collectief beleggingsbeleid voor alle deelnemers. Eén van de gevolgen is dat ouderen een deel van het renterisico van jongeren overnemen. Het nieuwe pensioencontract biedt de mogelijkheid om leeftijdsafhankelijk beleid te definiëren. Daarbij ligt voor jongeren de focus op kapitaalgroei, terwijl deze voor ouderen op de stabiliteit van uitkeringen ligt.

In het nieuwe pensioencontract vindt het beheer van de beleggingen collectief plaats, met leeftijdsafhankelijke toedeling van rendementen. Het totale fondsrendement wordt hierbij opgesplitst in een component voor bescherming van kapitaal, het **beschermingsrendement** en een component voor kapitaalgroei, het **overrendement**. Het beschermingsrendement wordt met voorrang aan deelnemers toegekend. Het overrendement is gelijk aan het verschil tussen het totale fondsrendement en het berekende beschermingsrendement.

In de hoofdlijnennotitie staat dat verdeling van het beschermingsrendement plaatsvindt op basis van een berekend in plaats van een gerealiseerd rendement. De berekening hiervan vindt plaats op basis van de DNB rentetermijnstructuur. De exacte wijze van berekening staat niet in de hoofdlijnennotitie, maar het ligt voor de hand om het deel van de verwachte toekomstige uitkeringen, dat beschermd moet worden, als kasstroomprofiel te hanteren. Het berekende beschermingsrendement is dan gelijk aan de waardeverandering van dit kasstroomprofiel, als gevolg van de gewijzigde DNB rentetermijnstructuur. Dit kasstroomprofiel van verwachte uitkeringen is gebaseerd op het actuele vermogen van de deelnemer. Het vermogen van deelnemers wijzigt continue, door beleggingsrendementen en premies. Het kasstroomprofiel beweegt direct mee met deze wijzigingen in het vermogen. Dit is een wezenlijk verschil met het FTK, waarbij kasstromen van "verplichtingen" niet direct aangepast worden voor beleggingsresultaten. Deze leiden in het FTK in eerste instantie tot een wijziging van de dekkingsgraad en pas op een later moment (via kortingen of indexatie) tot een aanpassing van individuele aanspraken.

De grotere gevoeligheid voor ontwikkelingen op de financiële markten leidt tot de verwachting dat in het nieuwe pensioencontract jonge en oude leeftijdscohorten een verschillende doelstelling zullen nastreven. Oudere leeftijdscohorten hanteren vooral bescherming van kapitaal als doelstelling, het beperken van de volatiliteit van hun uitkeringen is voor hen van belang. Voor jongere leeftijdscohorten ligt de focus vooral op kapitaalgroei. Het is daarom waarschijnlijk dat jonge leeftijdscohorten een laag afdekkingspercentage hanteren en ouderen een hoog afdekkingspercentage. Het kasstroomprofiel van oudere leeftijdscohorten heeft een lage duratie, terwijl dat van jongere leeftijdscohorten een hoge duratie heeft. De lagere afdekking van een hoge duratie voor jongeren leidt tot een kleinere beschermingsportefeuille. De omvang van de beschermingsportefeuille van ouderen neemt juist toe door de hogere afdekking. De toename in rentegevoeligheid is echter beperkt door de lage duratie. Het is aannemelijk dat voor de meeste pensioenfondsen de afname van de beschermingsportefeuille bij jongere leeftijdscohorten groter is dan de toename van de

beschermingsportefeuille bij oudere leeftijdscohorten. De algemene verwachting is daarom dat de omvang van de renteafdekking in het nieuwe pensioencontract afneemt, evenals de behoefte aan langlopende renteswaps.

Toedeling van rendementen in de praktijk

Het toedelen van beschermings- en overrendementen leggen we uit aan de hand van een pensioenfonds met drie leeftijdscohorten. In werkelijkheid kunnen pensioenfondsen een ander aantal leeftijdscohorten (waarschijnlijk meer) hanteren. Tabel 1 toont de karakteristieken per leeftijdscohort en van het totale fonds in termen van vermogen, beleggingsbeleid, rentegevoeligheid en renteafdekking.

Cohort	Vermogen (EUR)	Allocatie Beschermingsportefeuille	Allocatie Rendementsportefeuille	Afdekkingspercentage	Duratie Uitkeringen	Berekend beschermingsrendement
Jong	100.000.000	30%	70%	20%	50 jaar	1.000.000
Midden	600.000.000	60%	40%	40%	30 jaar	7.200.000
Oud	300.000.000	80%	20%	70%	10 jaar	2.100.000
<i>Pensioenfonds</i>	<i>1.000.000.000</i>	<i>63%</i>	<i>37%</i>	<i>40%</i>	<i>26 jaar</i>	<i>10.300.000</i>

Tabel 1: Voorbeeld pensioenfonds met 3 leeftijdscohorten.

Voor dit pensioenfonds kenmerken we leeftijdscohort Jong als volgt:

- een klein aandeel in het totale vermogen (10%)
- een hoge allocatie naar de rendementsportefeuille (70%)
- een lage afdekking van verwachte uitkeringen, met een hoge rentegevoeligheid (20% van duratie 50).

De kenmerken voor leeftijdscohort Oud zijn tegenovergesteld aan die van Jong. Voor leeftijdscohort Midden liggen de allocaties, rentegevoeligheid en afdekking het meest in de buurt van die van het pensioenfonds als geheel.

Elk leeftijdscohort krijgt periodiek de berekende “waardeverandering” van het eigen af te dekken kasstroomprofiel toegekend. Stel dat de DNB rentetermijnstructuur over een periode daalt met 10 basispunten over de hele rentecurve. De laatste kolom in tabel 1, geeft het berekende beschermingsrendement voor deze situatie weer, gegeven het vermogen, het afdekkingspercentage en de duratie per leeftijdscohort. Het totale berekende en toe te delen beschermingsrendement komt uit op 10,3 miljoen euro. De verdeling van het berekende beschermingsrendement vindt daarmee plaats in de verhouding 1 : 7 : 2 (na afronding). Verder veronderstellen we dat de beschermingsportefeuille exact het berekende beschermingsrendement van 10,3 miljoen euro behaalt.

Stel vervolgens dat het totale rendement van dit pensioenfonds over deze periode 20,3 miljoen euro bedraagt. Dan resteert er na toedelen van het beschermingsrendement een overrendement van 10 miljoen euro. De toedeling van dit overrendement over de leeftijdscohorten vindt plaats aan de hand van de allocatie van het vermogen per leeftijdscohort naar de rendementsportefeuille. Tabel 2 toont dit in detail.

Cohort	Vermogen (EUR) (A)	Allocatie rendementsportefeuille (B)	Omvang rendementsportefeuille (EUR) (A * B)	Omvang rendementsportefeuille per leeftijdscohort als % van totale rendementsportefeuille (C)	Toedeling Overrendement (C * 10 miljoen)	Toebedeeld rendement % van vermogen per cohort
Jong	100.000.000	70%	70.000.000	19%	1.900.000	1,9%
Midden	600.000.000	40%	240.000.000	65%	6.500.000	1,1%
Oud	300.000.000	20%	60.000.000	16%	1.600.000	0,5%
<i>Pensioenfonds</i>	<i>1.000.000.000</i>	<i>37%</i>	<i>370.000.000</i>	<i>100%</i>	<i>10.000.000</i>	<i>1,0%</i>

Tabel 2: Voorbeeld toedeling overrendement

De toedeling van het overrendement naar de leeftijdscohorten vindt plaats op basis van de blootstelling aan de rendementsportefeuille. De vierde en vijfde kolom geven deze verhouding weer in euro's en als percentage van het totale pensioenfonds. Wat opvalt in de laatste kolom ("Toebedeeld rendement % van vermogen per cohort") is dat de impact van toedeling van het overrendement per euro vermogen voor leeftijdscohort Jong bijna twee keer zo groot is als voor leeftijdscohort Midden en bijna vier keer zo groot als voor leeftijdscohort Oud. Deze (afgeronde) 4 : 2 : 1 verhouding gebruiken we ook in latere voorbeelden.

Het verschil tussen berekend en gerealiseerd beschermingsrendement leidt tot ex ante herverdeling

Het mechanisme van toedeling leidt ertoe dat verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement terechtkomen in het overrendement. Deze verschillen worden dus verdeeld over de leeftijdscohorten op basis van hun allocatie naar de rendementsportefeuille. Het gevolg hiervan is dat rendementen, die voornamelijk gerealiseerd zijn op basis van het vermogen van oudere leeftijdscohorten, via de toedelingsregels bij andere (jongere) leeftijdscohorten terechtkomen, die veel blootstelling hebben naar het overrendement. De hoofdlijnennotitie stelt als uitgangspunt bij de verdeling van risico's/rendementen dat er in beginsel geen ex ante herverdeling van vermogen optreedt¹. Vanuit dat perspectief ligt het niet voor de hand om rendementen, die behaald zijn met het doel om kapitaal te beschermen, toe te delen op basis van het vermogen dat kapitaalgroei als doel heeft.

We borduren verder op de situatie zoals weergegeven in tabel 1 en 2 en illustreren de herverdeling tussen leeftijdscohorten aan de hand van een voorbeeld. Stel dat het gerealiseerde beschermingsrendement voor de leeftijdscohorten Jong en Oud precies gelijk is aan het berekende en toe te delen beschermingsrendement. Veronderstel nu dat het gerealiseerde beschermingsrendement voor leeftijdscohort Midden, om wat voor reden dan ook, nul bedraagt. Leeftijdscohort Midden heeft daarmee een verschil van -7,2 miljoen euro tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement. De toedeling aan de leeftijdscohorten vindt plaats op basis van de blootstelling aan de rendementsportefeuille. Het gevolg is dat het tekort aan beschermingsrendement van leeftijdscohort Midden ook deels terechtkomt bij de leeftijdscohorten Jong en Oud, die zelf wel goed afgedekt waren. Tabel 3 toont de uitwerking van dit voorbeeld in detail. In het toebedeelde overrendement als percentage van het vermogen per cohort (de laatste kolom) zien we de eerdergenoemde 4 : 2 : 1 verhouding terug.

Cohort	Verdeling Overrendement (A)	Toedeling Beschermingsrendement (B)	Gerealiseerd Beschermingsrendement (C)	Vershil gerealiseerd en berekend Beschermingsrendement (B-C)	Herverdeling verschil (A * 7,2 miljoen)	Herverdeling verschil via Overrendement als % van Vermogen
Jong	19%	1.000.000	1.000.000	0	-1.368.000	-1,4%
Midden	65%	7.200.000	0	-7.200.000	-4.680.000	-0,8%
Oud	16%	2.100.000	2.100.000	0	-1.152.000	-0,4%
<i>Pensioenfonds</i>	<i>100%</i>	<i>10.300.000</i>	<i>3.100.000</i>	<i>-7.200.000</i>	<i>-7.200.000</i>	<i>-0,7%</i>

Tabel 3: Voorbeeld van herverdeling van het verschil tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement via het overrendement

Belangrijkste factoren die ex ante herverdeling van vermogen veroorzaken

Als pensioenfondsen grip willen hebben op deze herverdelingen dan is het belangrijk om een beeld te hebben van de oorzaken en de mogelijke omvang. Let wel, in het FTK bestaan ook herverdelingseffecten, bijvoorbeeld op het gebied van renterisico. Deze zijn mogelijk nog groter dan in het nieuwe pensioencontract, maar zijn niet zichtbaar. In het nieuwe pensioencontract zijn de genoemde herverdelingseffecten wel inzichtelijk te maken. Daarnaast werkt in het FTK de herverdeling niet direct door in individuele vermogens. In het FTK krijgen deelnemers aanspraken toegewezen, die in eerste instantie alleen veranderen als gevolg van inleg van premie, indexatie of kortingen. Financiële mee- of tegenvallers leiden uiteindelijk ook tot een aanpassing van de aanspraken, maar deze kunnen worden uitgesteld totdat de herstelcapaciteit van de dekkingsgraad in gevaar komt, zoals we de afgelopen jaren zagen. In het nieuwe pensioencontract ligt het financiële risico bij de deelnemers. Positieve en negatieve rendementen leiden wel direct tot een aanpassing van het vermogen. Hoe zouden deelnemers aankijken tegen wijzigingen van 'hun' vermogen door herverdelingseffecten?

¹ Hoofdlijnennotitie uitwerking pensioenakkoord, pagina 13.

Of en in welke mate een herverdeling voor een individuele deelnemer voor- of nadelig uitpakt, hangt van een aantal factoren af:

1. *De omvang van ongunstige marktbevingen.* Hoe groter de marktbeving, hoe groter het mogelijke verschil tussen werkelijk en toebedeeld beschermingsrendement. De herverdeling is in dat geval groter.
2. *De mate van verschillen in beleggingsbeleid tussen de leeftijdscohorten.* In ons voorbeeld met drie leeftijdscohorten, met een allocatie naar de rendementsportefeuille van 70% / 40% / 20%, is de verhouding voor herverdeling 4 / 2 / 1, terwijl toedelen van beschermingsrendement in de verhouding 1 / 7 / 2 plaatsvindt. In de praktijk zullen pensioenfondsen waarschijnlijk meer leeftijdscohorten hanteren, waardoor de verschillen in beleggingsbeleid tussen de jongste en oudste leeftijdscohorten mogelijk groter zijn dan in ons voorbeeld. Dit kan ook door het opheffen van de leenrestrictie. De jongste leeftijdscohorten kunnen dan meer dan 100% van hun vermogen alloceren naar de rendementsportefeuille, in combinatie met een zeer kleine (of zelfs afwezige) beschermingsportefeuille, waardoor de verhouding 'schever' wordt en de herverdelingseffecten groter.
3. *De omvang van het vermogen per leeftijdscohort.* In ons voorbeeld gingen we uit van een pensioenfonds met een gemiddelde leeftijdsopbouw. Als er sprake zou zijn van een 'oud' pensioenfonds, dan is het vermogen van oude leeftijdscohorten groter dan dat van jonge leeftijdscohorten. De omvang van de beschermingsportefeuille is in dat geval waarschijnlijk ook groter dan bij een 'jong' pensioenfonds. Dit leidt voor het totale pensioenfonds mogelijk tot grotere verschillen (in euro's) tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement en dus tot een grotere herverdeling. Voor jonge pensioenfondsen geldt het omgekeerde.

In het vervolg van deze notitie gaan we dieper in op de eerst genoemde factor: ongunstige marktbevingen. Dit doen we aan de hand van het eerder gehanteerde voorbeeld. De specifieke karakteristieken van een pensioenfonds zijn bepalend voor de andere twee genoemde factoren. Deze stippen we kort aan, maar hier gaan we niet uitgebreid op in.

Marktbevingen veroorzaken verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement

We onderscheiden drie oorzaken, waardoor marktbevingen tot verschillen leiden tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement:

1. Beleggingen in vastrentende waarden met een spreadrisico ten opzichte van de swaprente
2. Afwijken van het gewenste afdeckingspercentage (bijvoorbeeld door het hanteren van een bandbreedte)
3. De frequentie van toedeling van rendementen en de bijsturing van de allocatie en renteafdekking verschillen

We onderzoeken voor elk van deze oorzaken aan de hand van een backtest hoe groot het herverdelingseffect is. Deze backtest baseren we op marktdata van 2004 tot nu, voor aandelen, staatsobligaties, credits, liquiditeiten en renteswaps².

1. Spreadrisico ten opzichte van de swaprente

De beschermingsportefeuille zal minimaal bestaan uit renteswaps, staatsobligaties en liquiditeiten, eventueel uitgebreid met credits en hypotheek. Door veranderingen in de creditspread wijkt het resultaat op vastrentende waarden af van het resultaat op renteswaps. In theorie is het ook mogelijk om een beschermingsportefeuille in te richten met zeer weinig creditspreadrisico, door (bijna) volledig te beleggen in liquiditeiten en renteswaps. Een nadeel hiervan is dat liquiditeiten belegd worden via geldmarktfondsen of op een bankrekening staan. Het rendement is in beide gevallen vaak enkele tientallen basispunten lager dan de 6-maands Euribor, die verschuldigd is als variabele rente binnen de renteswap. Het gerealiseerde rendement op de beschermingsportefeuille is hierdoor met zekerheid lager dan het berekende beschermingsrendement. In het nieuwe pensioencontract wordt dit tekort aangevuld vanuit het overrendement, waardoor het vooral jonge leeftijdscohorten raakt.

In het vervolg van deze notitie gaan we uit van een "normale" beschermingsportefeuille, die gelijk verdeeld is over staatsobligaties en credits, aangevuld met renteswaps voor de gewenste afdekking (zie tabel 4). We nemen aan dat de rentegevoeligheid van de portefeuille altijd precies in lijn is met het strategische doel. Het verschil tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement is hierdoor in dit geval alleen afhankelijk van het creditspreadrisico. Deze verschillen voegt het pensioenfonds toe aan het overrendement en worden verdeeld over de leeftijdscohorten op basis van de blootstelling aan de rendementsportefeuille. Het gevolg hiervan is dat de daadwerkelijke blootstelling aan creditspreadrisico anders is dan de allocatie naar creditspreadrisico voor elk leeftijdscohort.

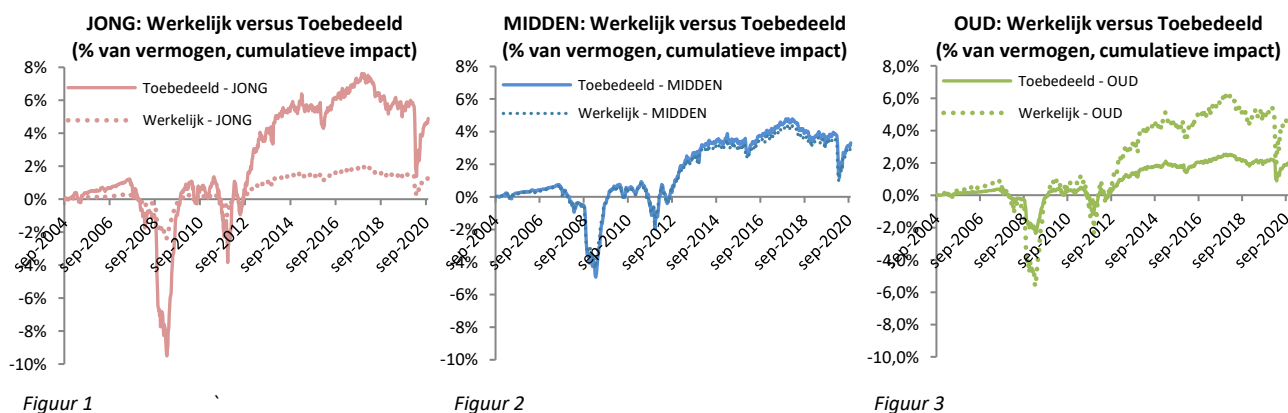
² Een gedetailleerde beschrijving van de backtest is op te vragen bij Achmea Investment Management.

De laatste twee kolommen in tabel 4 geven dit weer. De daadwerkelijke blootstelling naar creditspreadrisico per leeftijdscohort heeft een verhouding van 4 : 2 : 1 (60% : 34% : 17%). Dit is conform verwachting gelijk aan de verhouding voor de toedeling van het overrendement³. Leeftijdscohort Jong staat hierdoor bloot aan vier keer zoveel creditspreadrisico dan het eigen beleggingsbeleid (60% versus 15%). Voor leeftijdscohort Oud is dit ongeveer half zo veel, terwijl alleen leeftijdscohort Midden blootstaat aan de hoeveelheid creditspreadrisico zoals bedoeld.

Cohort	Vermogen (EUR)	Strategische allocatie spreadrisico in Beschermingsportefeuille			Verdeling Overrendement	Werkelijke allocatie spreadrisico	
		Credits	Staatsobligaties	Totaal		Credits	Staatsobligaties
Jong	100,000,000	15%	15%	30%	19%	60%	60%
Midden	600,000,000	30%	30%	60%	65%	34%	34%
Oud	300,000,000	40%	40%	80%	16%	17%	17%
Pensioenfondsen	1,000,000,000	32%	32%	63%	100%	32%	32%

Tabel 4: Voorbeeld strategische versus werkelijke allocatie naar creditspreadrisico, als gevolg van herverdeling

Om een idee van de impact te krijgen, voerden we een backtest uit op basis van bovenstaand voorbeeld. Figuur 1, 2 en 3 tonen hiervan de resultaten. De stippellijn in elke figuur geeft voor de beschermingsportefeuille het cumulatief behaalde rendement door creditspreadrisico weer, als percentage van het vermogen per leeftijdscohort. Dit is echter niet gelijk aan het rendement dat elk leeftijdscohort daadwerkelijk ontvangt. De verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement worden namelijk eerst geaggregeerd en vervolgens verdeeld over de leeftijdscohorten op basis van hun blootstelling aan het overrendement. De doorlopende lijn in elke figuur hieronder geeft de cumulatieve ontwikkeling van deze werkelijke toedeling weer.



Figuur 2 geeft de situatie voor leeftijdscohort Midden weer. We verwachten hier op basis van tabel 4 dat er weinig verschil is tussen behaald rendement en toebedeeld rendement als gevolg van creditspreadrisico. De backtest bevestigt deze verwachting, omdat het behaalde rendement door creditspreadrisico (de stippellijn) en het toebedeelde rendement door creditspreadrisico (doorlopende lijn) erg dicht bij elkaar blijven.

Figuur 1 laat een heel ander beeld zien voor leeftijdscohort Jong. Binnen hun beleggingsbeleid is de blootstelling naar creditspreadrisico beperkt. Dit zien we terug in Figuur 1 doordat het behaalde rendement als gevolg van creditspreadrisico (de gestippelde lijn), lager ligt in vergelijking tot die van leeftijdscohort Midden in Figuur 2. Het toebedeelde rendement als gevolg van creditspreadrisico (doorlopende lijn) is als gevolg van de toedelingsregels fors hoger voor dit leeftijdscohort. Het gevolg is dat leeftijdscohort Jong veel rendement uit creditspreadrisico van andere leeftijdscohorten ontvangt (bij een positief rendement) of voor andere leeftijdscohorten aanvult (bij een negatief rendement).

³ 60% / 34% / 17% is dezelfde verhouding als 70% / 40% / 20%, de allocatie van elk leeftijdscohort naar de rendementsportefeuille, die als basis dient voor de toedeling van het overrendement.

Figuur 3 laat tenslotte de situatie zien voor leeftijdscohort Oud. De situatie voor dit leeftijdscohort is gespiegeld aan die van leeftijdscohort Jong. Het behaalde rendement door creditspreadrisico is hoog (stippellijn), terwijl de toedeling van rendement als gevolg van creditspreadrisico juist laag is (doorlopende lijn).

De backtest laat zien dat er een ont koppeling ontstaat tussen blootstelling aan rendement/creditspreadrisico en toedeling van rendement/creditspreadrisico. Als we kijken naar de periode 2012 tot 2017, een periode van slechts vijf jaar, dan zien we dat over deze periode leeftijdscohort Jong hiervan structureel profiteert ten koste van leeftijdscohort Oud. Daarbij loopt het voordeel op tot ongeveer 4% over het vermogen van leeftijdscohort Jong en het nadeel tot ongeveer 2% over het vermogen van leeftijdscohort Oud. In de backtest zien we alleen in tijden van crisis, de kredietcrisis in 2008/2009 en de coronacrisis in 2020, dat er een grotere tegengestelde beweging plaatsvindt. In de kredietcrisis leidde dit voor leeftijdscohort Jong tot een nadelig verschil in werkelijk versus toebedeeld beschermingsrendement van 7% van het vermogen.

Zoals eerder aangegeven, zijn de herverdelingseffecten naast marktbevingen ook afhankelijk van de verschillen in beleggingsbeleid tussen leeftijdscohorten en de leeftijdsopbouw van het pensioenfonds. De backtest zal dus voor verschillende fondsen tot verschillende uitkomsten leiden. Het opheffen van de leenrestrictie, waardoor jongere deelnemers meer dan 100% in overrendement kunnen beleggen, kan tot grotere verschillen in beleggingsbeleid leiden en daarmee tot (veel) grotere herverdelingen.

In dit voorbeeld zijn we uitgegaan van credits, een beleggingscategorie die zeer liquide is en waarvan (wijzigingen in) creditspreads dagelijks zijn waar te nemen in de financiële markten. Voor minder liquide spreadproducten, zoals hypotheekleningen in bijvoorbeeld infrastructuur, vindt aanpassing van de creditspread niet dagelijks maar met een vertraging plaats. Inzet van deze beleggingen leidt daarom mogelijk tot herverdelingen met grotere schokken.

2. Afwijkend afdekkingspercentage en curverisico's.

In de dagelijkse praktijk wijkt het werkelijke afdekkingspercentage vaak af van het gewenste afdekkingspercentage. Belangrijke redenen hiervoor zijn mandaatrestricties en uitvoering, waarbij in beide gevallen het beperken van transactiekosten een rol speelt. Een beperkte afwijking is daarom vaak acceptabel. De bepaling van het beschermingsrendement vindt waarschijnlijk plaats op basis van het gewenste afdekkingspercentage. Dit leidt tot verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement. Deze verschillen komen in het overrendement terecht en leiden tot herverdeling over leeftijdscohorten.

Ook per looptijd kan de werkelijke afdekking afwijken van de gewenste afdekking. Hierdoor ontstaat curverisico. Dit curverisico leidt ook tot verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement. Deze verschillen zullen doorgaans kleiner zijn dan de verschillen op basis van afwijkende afdekkingspercentages. Niettemin ontstaan hierdoor ook herverdelingen over leeftijdscohorten⁴.

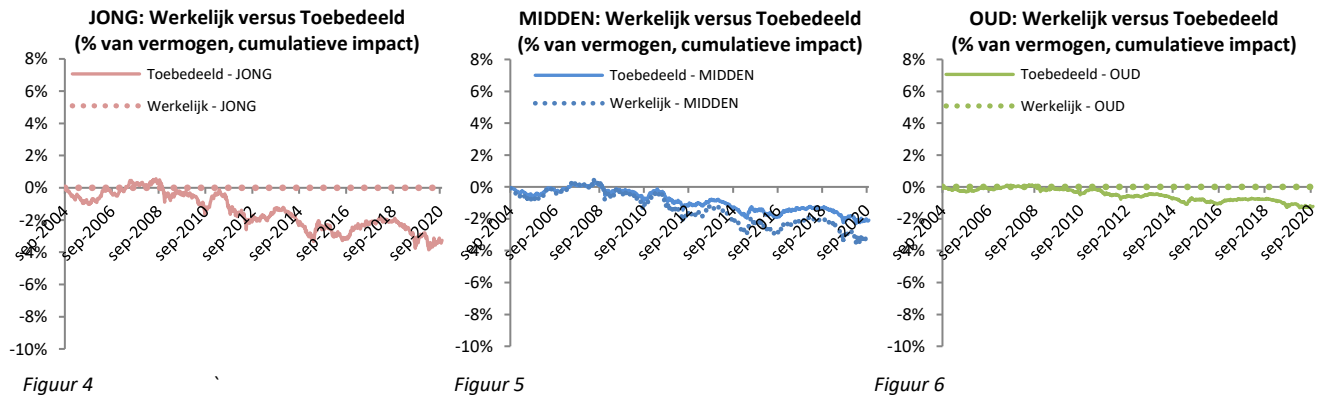
We hebben een backtest gedaan aan de hand van het eerdere voorbeeld, met de volgende variatie:

- De beschermingsportefeuille heeft voor geen van de leeftijdscohorten creditspreadrisico. We nemen dus aan dat het gerealiseerde rendement op de beschermingsportefeuille net als het berekende beschermingsrendement gebaseerd is op de DNB rentetermijnstructuur.
- We nemen aan dat het werkelijke afdekkingspercentage voor leeftijdscohort Jong en Oud in lijn is met het strategische doel van 20%. Leeftijdscohort Midden dekt echter structureel 5% te weinig af, dus 35% in plaats van 40%.

Figuren, 4, 5 en 6 tonen de resultaten van deze backtest. Per leeftijdscohort wordt het verschil tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement weergegeven door de stippellijn. Voor de leeftijdscohorten Jong en Oud is er, zoals verwacht, geen verschil tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement. Leeftijdscohort Midden heeft een negatief gerealiseerd rendement, vanwege de structureel te lage afdekking in combinatie met gemiddeld dalende rentes over de gehele historie. De toedeling via het overrendement zorgt er voor dat een relatief groot deel van het verschil in

⁴ Als er in het beleid van het pensioenfonds gestuurd wordt op marktrenteafdekking (zonder UFR), dan kunnen werkelijke resultaten afwijken van het op de DNB rentetermijnstructuur gebaseerde beschermingsrendement. Dit geldt dan met name voor jonge leeftijdscohorten, omdat de DNB rentetermijnstructuur (op basis van de nieuwe UFR methodiek) tot het 30-jaars punt de marktrente volgt en daarna pas afwijkt.

gerealiseerd versus berekend beschermingsrendement van leeftijdscohort Midden bij leeftijdscohort Jong terecht komt en een relatief kleiner deel bij leeftijdscohort Oud (de doorlopende lijnen). Het aan leeftijdscohort Midden toebedeelde rendement is hierdoor minder negatief dan het gerealiseerde beschermingsrendement. Voor leeftijdscohort Jong is de impact over de hele periode gelijk aan circa 4% van het vermogen. Voor de leeftijdscohorten Midden en Oud is dit 2% en 1%. We zien hier opnieuw de eerdergenoemde 4 : 2 : 1 verhouding terug van de verdeling van het overrendement.



3. Andere frequentie van toedeling versus rebalancing en bijsturing.

De hoofdlijnennotitie is niet expliciet over de frequentie van toedeling van rendementen aan leeftijdscohorten. In een deelnemersbestand vinden dagelijks wijzigingen plaats door bijvoorbeeld waardeoverdrachten, overlijden en scheidings. Het ligt daarom voor de hand om de vaststelling van de vermogens per deelnemer, inclusief toedeling, hier niet te ver van af te laten wijken.

Bijsturen van de beleggingsportefeuille of de renteafdekking vindt in de praktijk minder frequent dan dagelijks of wekelijks plaats. Als de frequentie van toedeling en bijsturing van elkaar afwijken dan leidt dit tot verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement. Dit komt doordat de werkelijke renteafdekking dan gebaseerd is op minder actuele vermogensstanden dan de toebedeelde vermogens.

Uit de backtest komt naar voren dat variëren in frequentie tussen toedeling en bijsturing van de genoemde oorzaken de kleinste impact heeft. De cumulatieve herverdelingseffecten bedragen in het voorbeeld ongeveer 1% van het actuele vermogen voor leeftijdscohort Jong.

Conclusie en aanbevelingen

We hebben laten zien dat de voorgestelde systematiek uit de hoofdlijnennotitie voor het toedelen van verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement kan leiden tot een herverdeling over leeftijdscohorten. De belangrijkste bronnen van herverdeling zijn het creditspreadrisico en afwijkingen tussen werkelijk en gewenst afdekkingspercentage. De verschillen kunnen zowel positief als negatief zijn en kunnen elkaar dus tegenwerken of versterken. Jonge leeftijdscohorten krijgen vanwege hun grote blootstelling naar de rendementsportefeuille een relatief groot deel van de verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement toebedeeld. Deze verschillen worden echter voor een relatief groot deel door de oudere leeftijdscohorten veroorzaakt, vanwege hun hoge afdekking, grote vermogens en daaruit voortvloeiende grote beschermingsportefeuilles.

De backtests laten zien dat de omvang van de herverdelingen substantieel kan zijn. Gedurende een kortstondige financiële crisis of gedurende lange periodes van trendmatige marktbevingen liepen de herverdelingen voor het jonge leeftijdscohort op tot 7% van het vermogen.

De mate waarin herverdelingen plaatsvinden, hangt af van marktbevingen, verschillen in beleggingsbeleid tussen leeftijdscohorten en de leeftijdsopbouw van het pensioenfonds. Het is daarom waarschijnlijk dat een backtest voor een specifiek pensioenfonds een andere impact laat zien dan het pensioenfonds uit ons voorbeeld. Als pensioenfondsen de leenrestrictie opheffen en jonge leeftijdscohorten meer dan 100% van het vermogen aan overrendement willen toedelen, kunnen herverdelingseffecten flink groter zijn dan in ons voorbeeld.

Enkele doelstellingen van het nieuwe pensioencontract waren: het vergroten van transparantie, het vertrouwen in de pensioensector herstellen, het voorkomen van pech en geluk generaties en het voorkomen van risicodeling tussen generaties/leeftijdscohorten. De huidige opzet van de toedelingsregels, waarbij een **berekend beschermingsrendement** met voorrang uitgekeerd wordt, leidt juist tot herverdelingen tussen leeftijdscohorten. Wanneer de herverdelingen structureel en langdurig eenzelfde kant op bewegen dan kan dit leiden tot pech en geluk generaties. Wij zien geen economische redenen voor herverdeling van verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement via het overrendement. Wij vinden het dan ook verstandig als, bij de nadere uitwerking van de wetgeving, de mogelijkheid onderzocht wordt om af te stappen van een berekend beschermingsrendement.

Er zijn alternatieve manieren van implementatie denkbaar, waarbij de effecten vermeden worden of een stuk kleiner zijn:

- *Gerealiseerd beschermingsrendement toedelen.* Als het gerealiseerde beschermingsrendement wordt toebedeeld in plaats van het berekende rendement, wordt herverdeling van het verschil volledig voorkomen. Dit biedt ook meer ruimte voor maatwerk in het beleggingsbeleid per leeftijdscohort. Restricties voor de beschermingsportefeuille zijn in dat geval, al dan niet wettelijk verankerd, op zijn plaats. Te denken valt aan restricties voor de invulling van beschermingsportefeuille, zoals maximale allocaties per belegging of minimale kredietwaardigheid. Een andere optie is een bepaalde mate van variatie ten opzichte van het berekende beschermingsrendement toe te staan, bijvoorbeeld in termen van een maximale ex ante tracking error versus de DNB rentetermijnstructuur.
- *Extra beleggingsportefeuilles:* In de hoofdlijnennotitie zijn er aparte toedelingsregels voor de beschermingsportefeuille en het overrendement. Het uitgangspunt is daarmee dat er slechts twee portefeuilles nodig zijn om het collectieve beleggingsbeleid vorm te geven: een rendementsportefeuille en een beschermingsportefeuille. Een opzet met drie portefeuilles biedt meer ruimte voor maatwerk. Dit zou er zo uit kunnen zien:
 - o Een beschermingsportefeuille, met alleen focus op afdekking van het renterisico. Deze portefeuille bestaat voornamelijk uit staatsobligaties, cash en renteswaps.
 - o Een hoog risico rendementsportefeuille die risicovol belegt met een focus op kapitaalgroei. Hieronder vallen voornamelijk zakelijke waarden.
 - o Een laag risico rendementsportefeuille met focus op kapitaalgroei, maar met een duidelijk lager risico dan de hoog risicorendementsportefeuille. In deze portefeuille passen bijvoorbeeld vastrentende waarden met substantieel creditspreadrisico.

Deze opzet vereist complexere toedelingsregels. Als het beschermingsrendement een berekend rendement blijft, is er nog steeds sprake van herverdelingen, maar waarschijnlijk met een beperktere omvang. De onbedoelde herverdeling vanuit creditspreadrisico wordt namelijk sterk gereduceerd. Andere oorzaken, zoals afwijkende afdekkingspercentages, worden echter niet weggenomen.

Wellicht zijn er naast bovenstaande alternatieven nog andere opties. Mochten in de uiteindelijke wetgeving de toedelingsregels gebaseerd blijven op een berekend beschermingsrendement, dan is het voor pensioenfondsen raadzaam om voor hun specifieke situatie te analyseren waardoor herverdelingen kunnen ontstaan en wat de mogelijke impact is op de verschillende leeftijdscohorten. Het is vervolgens mogelijk om de herverdeling te meten en monitoren. Bij de invulling en de uitvoering van het beleggingsbeleid kan het pensioenfonds hier dan vervolgens rekening mee houden. Bijvoorbeeld door bewust bepaalde beleggingen wel/niet op te nemen in de beschermingsportefeuille, door kleine bandbreedtes en krappe restricties toe te passen of door herverdelingen achteraf terug te draaien. Dit laatste kan door het inzetten van de solidariteitsreserve binnen het nieuwe pensioencontract. Deze is in te zetten om verschillen tussen gerealiseerd en berekend beschermingsrendement te bufferen. Bij een positief verschil, leidt dit tot opbouw van de solidariteitsreserve en bij een negatief verschil worden individuele vermogens aangevuld vanuit deze reserve. Een nadeel van deze aanpak is dat de solidariteitsreserve niet alleen hiervoor ingezet wordt en daarmee leeg kan zijn op het moment dat aanvulling nodig is. Het daarom misschien ook hier beter om het adagium: "voorkomen is beter dan genezen", te volgen.

Een belangrijk aandachtspunt bij de herverdelingen is dat deelnemers in de praktijk migreren van het ene naar het volgende leeftijdscohort. Hierdoor is het niet zeker dat gunstige/ongunstige herverdelingen behaald in het ene leeftijdscohort gecompenseerd worden in een volgend leeftijdscohort. Idealiter neemt een pensioenfonds de herverdeling daarom ook mee in een ALM proces. De mogelijke impact op het verwachte pensioenresultaat per deelnemer is dan te bekijken over de hele life-cycle. Er kan dan ook rekening gehouden worden met toekomstige premie-instroom, beleggingsbeleid, ambities en de rol van de solidariteitsreserve.

Zeist, november 2020

Patrick Riegel, senior adviseur balansmanagement Achmea IM

Richard Kragtwijk, senior portfolio manager LDI Achmea IM

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.