

UPDATE PENSIOENTRANSITIE

LDI in de SPR

DRIELUIK LDI IN DE WTP, DEEL II

Het opheffen van de leenrestrictie

Op 30 mei 2023 stemde de Eerste Kamer in met de Wet Toekomst Pensioenen (WTP). Dit betekent dat pensioenfondsen voor ongeveer EUR 1500 miljard aan pensioenvermogen een keus moeten maken tussen de twee nieuwe regelingen: de solidaire premieregeling (SPR) of de flexibele premieregeling (FPR).

In deel 2 van dit LDI-drieluik over de WTP staan we stil bij de SPR en dan met name bij de mogelijkheid die de SPR biedt om de leenrestrictie op te heffen. Dit houdt in dat de deelnemers met meer dan 100% van het vermogen kunnen beleggen. Wel zit hier een maximum aan van 150%. De mate waarin een pensioenfonds hiervoor kiest raakt de inrichting van de LDI-portefeuille van het pensioenfonds.

Samenvatting

- De SPR is vormgegeven als een impliciete lifecycle. Binnen de SPR ontvangen deelnemers altijd een variabel pensioen. De variabiliteit is daarbij voor een belangrijk deel afhankelijk van de ontwikkelingen op de financiële markten.
- De SPR biedt de mogelijkheid om de leenrestrictie op te heffen, en daarmee de allocatie naar de rendementsportefeuille te vergroten. We verwachten dat pensioenfondsen dit doorgaans zullen inrichten door derivaten in te zetten in de beschermingsportefeuille. Dit heeft gevolgen voor de inrichting van de beschermingsportefeuille.
- De keuze voor de allocatie naar de rendementsportefeuille en de gewenste blootstelling naar het beschermingsrendement maakt het pensioenfonds bij invaren. Het pensioenfonds heeft vervolgens enkel nog invloed op de inrichting van de beschermingsportefeuille. Hier dient het pensioenfonds zorgvuldig te kijken of de invulling voldoende flexibiliteit biedt om aan deze doelstellingen te voldoen. Dat is met name bij de herbalancering van de portefeuille van belang.

[Lees verder op de volgende pagina →](#)

Kijk hier voor deel 1 van dit LDI-drieluik: LDI in de FPR

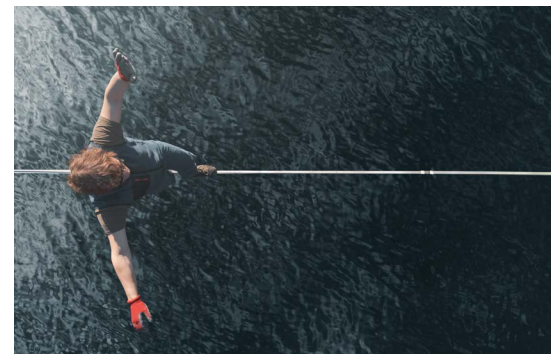
AUTEURS



Jasper Valstar,
Senior Portfoliomanager
LDI



Karin Visser,
Portfoliomanager LDI



De SPR: individueel pensioenkapitaal, collectief beleggingsbeleid

De SPR is een premiereregeling die bestaat uit een persoonlijk geadmistreerd pensioenkapitaal in combinatie met solidaire elementen. Het beheer van de beleggingen vindt onder deze regeling plaats via één collectieve portefeuille. De behaalde rendementen worden vervolgens verdeeld over de persoonlijke pensioenkapitalen via leeftijdsafhankelijke toedelingsregels. Die rendementen splitst het pensioenfonds uit in een beschermingsrendement en een overrendement.

Het beheer van de beleggingen via één collectieve portefeuille wordt in de SPR ook bevorderd doordat er geen expliciete scheiding is tussen opbouwfase en uitkeringsfase. Het persoonlijk pensioenvermogen van gepensioneerde deelnemers blijft daarom na pensioendatum ook belegd via de collectieve beleggingsportefeuille. Binnen de SPR ontvangen deelnemers, afhankelijk van de gekozen toedelingsregels, altijd een variabel pensioen. De variabiliteit is daarbij voor een belangrijk deel afhankelijk van de ontwikkelingen op de financiële markten.

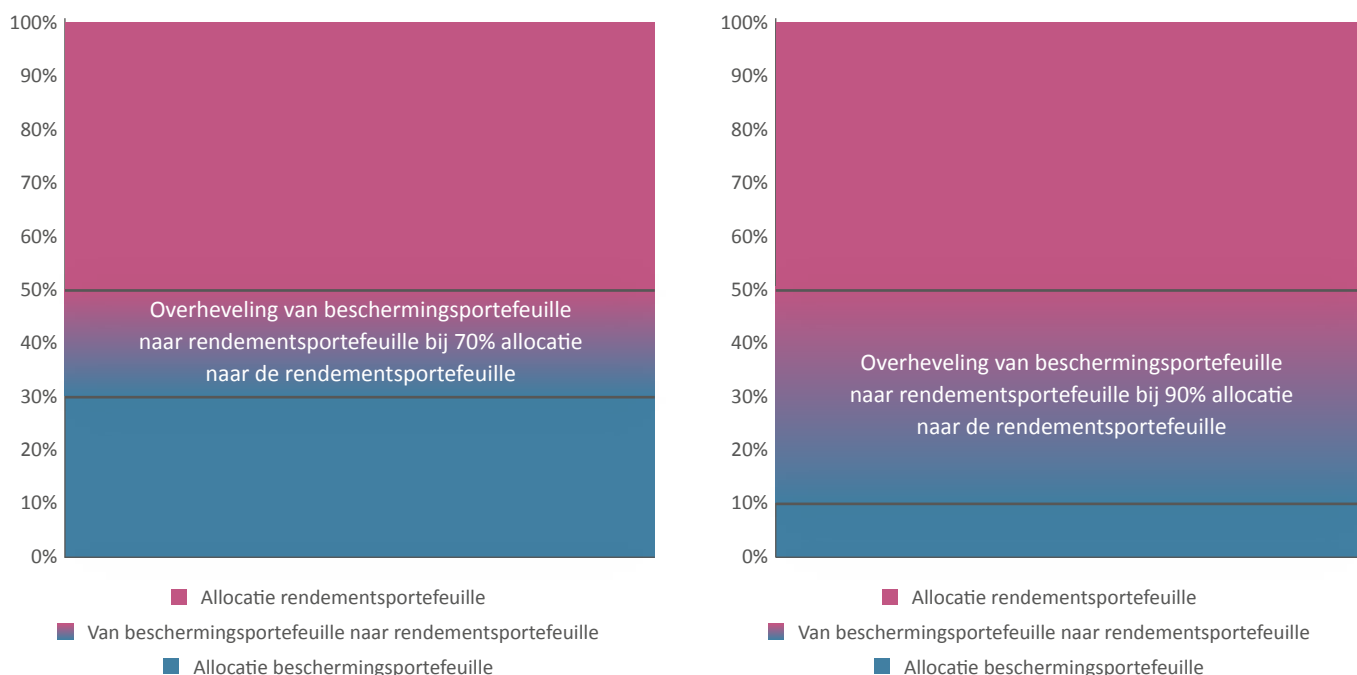
Een belangrijk onderscheidend element van de SPR is de mogelijkheid om de leenrestrictie op te heffen. Hierbij is het toegestaan dat de blootstelling van een deelnemer naar het overrendement groter is dan het persoonlijk pensioenvermogen. Hier geldt wel een maximum van 150% voor.

Impact van het opheffen van de leenrestrictie op de beschermingsportefeuille

Door het opheffen van de leenrestrictie belegt het pensioenfonds meer dan 100% van het vermogen. Dat kan door inzet van leverage en het gebruik van derivaten. Het pensioenfonds kan zowel in het rendementsdeel van de portefeuille, ook wel rendementsportefeuille, als in het beschermingsdeel, ook wel beschermingsportefeuille, deze derivaten inzetten. In de rendementsportefeuille zou dat bijvoorbeeld kunnen met futures, maar het ligt meer voor de hand dat in de beschermingsportefeuille te doen door renteswaps in te zetten. Op die manier is de rendementsportefeuille volledig belegd. De extra benodigde liquiditeiten hiervoor onttrekt het pensioenfonds dan uit de beschermingsportefeuille.

Hieronder is dat schematisch weergegeven in een voorbeeld. Dit pensioenfonds heeft, gemiddeld over alle deelnemers, respectievelijk 70% en 90% blootstelling naar de rendementsportefeuille en 50% naar de beschermingsportefeuille: op totaalniveau een onttrekking van respectievelijk 20% en 40% van het vermogen uit de beschermingsportefeuille. Om met minder liquiditeiten toch de gewenste blootstelling naar het beschermingsrendement en de gewenste afdekking van het renterisico mogelijk te maken, zet het pensioenfonds renteswaps in. De keuze om de leenrestrictie op te heffen, en in welke mate, heeft daarmee direct invloed op instrumentkeuze in de beschermingsportefeuille.

Figuur 1: Schematische weergave allocatie naar rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille bij resp. 70% en 90% allocatie naar de rendementsportefeuille



Bron: Achmea IM

Gebruik van renteswaps

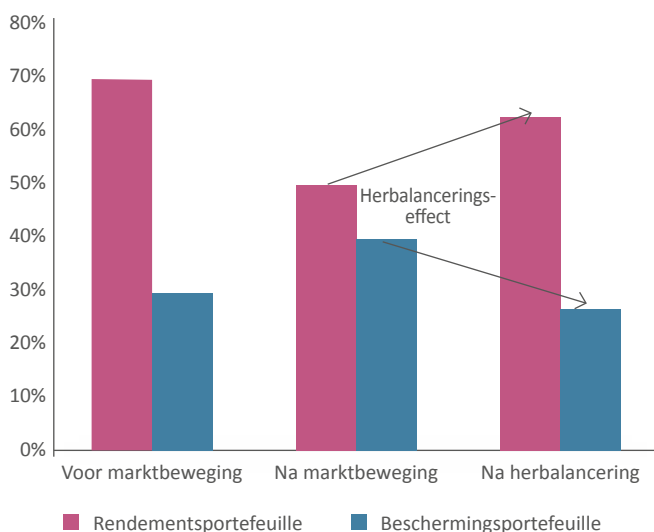
Daarbij geldt: hoe groter de mate waarin het pensioenfonds leverage toepast, hoe kleiner het bedrag aan liquiditeiten dat beschikbaar is voor de beschermingsportefeuille. Die ruimte voor leverage is wel begrensd, omdat een pensioenfonds een minimumvereiste van aanwezige liquiditeiten zal hebben. Zelfs bij de keuze om de beschermingsportefeuille volledig met renteswaps in te richten, dienen in de beschermingsportefeuille liquiditeiten aanwezig te zijn. Voor het gebruik van renteswaps is namelijk onderpand nodig. Een pensioenfonds hanteert een liquiditeits- en onderpandbeleid waaruit, gegeven de swappositie, een liquiditeitsbuffer volgt. Het volledig overhevelen van de liquiditeiten van de beschermingsportefeuille naar de rendementsportefeuille is daarom niet mogelijk.

Bovendien heeft een pensioenfonds verschillende redenen om een minimum invulling met obligaties als extra vereiste te stellen. Obligaties dienen ter diversificatie in de beschermingsportefeuille en voegen mogelijkheden toe om aan de gewenste ESG-standaarden te voldoen. Ook dienen obligaties als onderpand voor nog bestaande bilaterale swapcontracten die het pensioenfonds mogelijk wil behouden.

Herbalancing en flexibiliteit

De verhouding tussen de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille in figuur 1 verandert doordat de beschermingsportefeuille en de rendementsportefeuille verschillende rendementen behalen. Periodiek zal daarom een herbalancing plaatsvinden om weer te voldoen aan de toedelingsregels. Hierbij stroomt geld van de rendementsportefeuille naar de beschermingsportefeuille of vice versa, wat leidt tot transacties in beide portefeuilles. In onderstaande figuur 2 is dit herbalancingseffect weergegeven.

Figuur 2: Schematische weergave herbalancingseffect



Bron: Achmea IM

Inclusief de leverage is de verdeling tussen de rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille 70 om 30. Een tegenvallend rendement op de rendementsportefeuille, en een goed rendement op de beschermingsportefeuille leiden tot de tweede grafiek. Met herbalancing brengen we de verdeling tussen beide portefeuilles weer terug naar de initiële verdeling van 70/30.

Binnen de SPR verwachten we dat de herbalancingseffecten groter en frequenter zullen zijn dan in het huidige stelsel. Dit komt omdat we verwachten dat herbalanceren onder de SPR veel nauwer luistert. Een afwijking van de beoogde allocaties raakt elke leeftijdsgroep op een andere manier: elk leeftijdscohort heeft een eigen blootstelling aan zowel de rendementsportefeuille als de beschermingsportefeuille. Een overweging in de rendementsportefeuille (en daarmee onderweging in de beschermingsportefeuille) leidt daarom tot verschillende uitkomsten voor verschillende leeftijden.

Sommige leeftijdscohorten zullen hier voordeel van hebben en anderen juist nadeel. Dit is een ongewenst effect. Strakker herbalanceren wordt daarom belangrijker. Naar verwachting zijn meer transacties nodig waarmee ook meer transactiekosten gemoeid zullen zijn. Het pensioenfonds kan, door bepaalde keuzes te maken, deze kosten beperken.

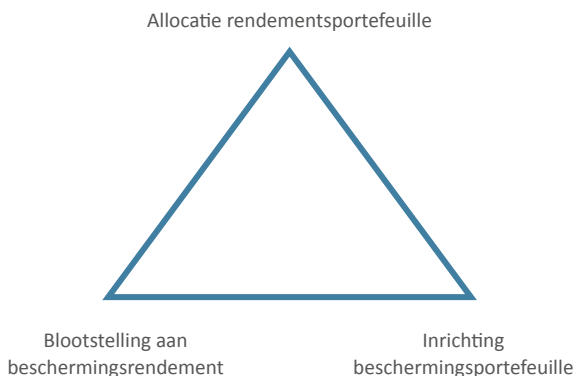
In de beschermingsportefeuille is naast deze verandering van vermogen ook de verandering in de rentegevoeligheid van belang. Dat is immers de blootstelling van de cohorten aan het beschermingsrendement. Dit is daarmee een extra factor om rekening mee te houden in de herbalancing.

De LDI-driehoek in de SPR

We kunnen hiermee concluderen dat de combinatie van de toedelingsregels en het opheffen van de leenrestrictie nieuwe eisen stellen aan de inrichting van een LDI-portefeuille (die we nu beschermingsportefeuille noemen). Ook zien we dat die eisen strikter worden naarmate een pensioenfonds meer allocert aan de rendementsportefeuille (en daarmee een hogere mate van leverage toepast). Aan de andere kant dient de portefeuille een zekere blootstelling aan de beschermingsportefeuille te realiseren, feitelijk de gewenste renteafdekking van het pensioenfonds. Hiermee ontstaat een verzameling afhankelijkheden tussen de allocatie aan de rendementsportefeuille (ofwel de mate van leverage), de hoogte van blootstelling aan het beschermingsrendement (ofwel de renteafdekking) en de inrichting van de beschermingsportefeuille, zoals grafisch weergegeven in figuur 3 op de volgende pagina.

Bij het invaren in de SPR zal het pensioenfonds een keuze moeten maken over de hoogte van blootstelling aan het beschermingsrendement (linksonder in de figuur) en de allocatie

Figuur 3: De LDI-driehoek in de SPR



Bron: Achmea IM

naar de rendementsportefeuille (boven in de figuur). Een hogere allocatie naar de rendementsportefeuille kan het pensioenfonds inrichten door óf te kiezen voor een lagere blootstelling aan het beschermingsrendement óf door meer renteswaps in te zetten in de beschermingsportefeuille. Een verhoging van de blootstelling aan het beschermingsrendement kan door óf meer renteswaps in te zetten in de beschermingsportefeuille óf door minder aan de rendementsportefeuille te alloceren.

Nadat het pensioenfonds is ingevaren in de SPR staan de keuzes boven en linksonder in de driehoek voorlopig vast en volgen hieruit de toedelingsregels. De toedelingsregels beschrijven de blootstelling aan het beschermingsrendement en overrendement (van de rendementsportefeuille) per leeftijdscohort. Dan is het enige ventiel waaraan het pensioenfonds kan draaien, de inrichting van de beschermingsportefeuille. Deze keuzes bepalen daarmee in hoeverre veel of weinig lucht in en uit de driehoek loopt door dit ventiel.

Een grotere blootstelling aan het beschermingsrendement in combinatie met een grotere allocatie aan de rendementsportefeuille betekent dat minder vermogen beschikbaar is om het renterisico af te dekken. Kortom, in deze situatie stellen we hogere eisen aan de beschermingsportefeuille qua liquiditeit en flexibiliteit in de bijsturing.

Hoe zorgt een pensioenfonds voor liquiditeit en flexibiliteit in de beschermingsportefeuille

Om liquiditeit te waarborgen is er ten eerste behoefte aan een hogere liquiditeitsbuffer. Vanuit het onderpandbeleid zal de buffer aan liquide middelen in de SPR sterk gecorreleerd blijven aan de positie in renteswaps. In de SPR valt additioneel te denken aan een link met de mate van leverage: hoe meer leverage het pensioenfonds toepast, hoe hoger de liquiditeitsbuffer dient te zijn. Als een herbalancering leidt tot een kasstroom van de

beschermingsportefeuille naar de rendementsportefeuille, dan kan het pensioenfonds deze eerst opvangen met de buffer en zijn transacties niet direct nodig.

Verder zal het pensioenfonds een goede afweging moeten maken over het opnemen van illiquide beleggingen in de beschermingsportefeuille. In situaties waarin de buffers aan liquide middelen niet toereikend zijn tijdens de herbalancering van de portefeuille, zal het pensioenfonds alsnog transacties dienen uit te voeren. Het pensioenfonds kan illiquide beleggingen niet of moeilijker aan- of verkopen om te voldoen aan de liquiditeitsbehoefte. Daarnaast zal bij een grote allocatie naar de rendementsportefeuille en de daarbij behorende hogere mate van leverage, het gewicht van deze beleggingen continu fluctueren ten opzichte van de liquide beleggingen, waardoor het sturen hierop lastiger zal zijn.

Ten slotte kan het proces rondom de bijsturing anders ingericht worden om meer flexibiliteit te garanderen. Des te meer discretie de portefeuillemanager heeft, des te meer flexibiliteit de portefeuillemanager geniet in de bijsturing van de beschermingsportefeuille: met de beschikbare liquiditeit (het resultaat van de allocatie aan de rendementsportefeuille) zorgt de portefeuillemanager voor de gewenste blootstelling aan het beschermingsrendement. Daarmee kiest de portefeuillemanager de verdeling tussen renteswaps en obligaties. Dit betekent overigens niet dat het pensioenfonds voor alle obligatiecategorieën binnen de beschermingsportefeuille deze integrale aanpak dient te hanteren. In de praktijk blijft het goed mogelijk om binnen een beschermingsportefeuille, afgescheiden obligatieportefeuilles met een vaste allocatie te beheren.

Conclusie

In de SPR is het mogelijk om de leenrestrictie op te heffen. Het opheffen van de leenrestrictie en de gewenste renteafdekking stellen allebei eisen aan de beschermingsportefeuille. Een grotere mate van het opheffen van de leenrestrictie leidt tot minder vermogen in de beschermingsportefeuille, en daarmee zullen meer renteswaps nodig zijn. Daarnaast heeft de keuze voor een hogere renteafdekking een vergelijkbaar effect op de inrichting van de beschermingsportefeuille. Dit vraagt om flexibiliteit en met een integrale aanpak kan een pensioenfonds de beschermingsportefeuille het meest flexibel inrichten. De noodzaak voor flexibiliteit neemt af als het pensioenfonds de leenrestrictie niet opheft of kiest voor een lagere renteafdekking.

We verwachten dat in de SPR de herbalancering strikter plaats zal vinden, om zo dicht mogelijk in de buurt van de door het pensioenfonds vastgestelde toedelingsregels te blijven. Ook hier kan een flexibel ingerichte en liquide beschermingsportefeuille waarde toevoegen.



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers 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 weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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 onlenen. 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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.