

WIJZIGING  
PENSIOEN

# S&V Reflector

## Beleggen in het nieuwe pensioencontract

Een eerste impact analyse

Juni 2020



### **Opmerking vooraf**

In bijgaande reflector gaan wij in op de impact van het (voorgenomen) pensioenakkoord op het beleggingsbeleid. Daarbij geven we zowel inhoudelijk (wat gaat er mogelijk veranderen in de beleggingen) en procesmatig (hoe komen we tot een nieuwe strategische asset allocatie) onze eerste gedachten.

Als altijd pretenderen wij niet de wijsheid in pacht te hebben. We zien dit document als een bijdrage aan de discussie in Beleggingscommissie en Bestuur.

We gaan er daarom graag met u over in gesprek.

## Inleiding

---

Het strategisch beleggingsbeleid voor Nederlandse pensioenfondsen is mede gedreven door regelgeving. Nu de regelgeving wijzigt, is de vraag opportuun of dit moet leiden tot een ander strategisch beleggingsbeleid. Onze focus ligt daarbij de collectieve variant van het nieuwe contract.

In deze reflector behandelen wij een viertal bestuurlijke vragen:

1. Wat zijn potentieel de grootste wijzigingen in het strategisch beleid?
2. Hoe moet dit nieuwe pensioencontract worden meegenomen in de beleggingscyclus?
3. Hoe kan een pensioenfonds (nu al) toetsen of het huidige beleid voldoet aan het nieuwe pensioencontract?
4. Is er haast om de portefeuille aan te passen?

# 1. Wat zijn potentieel de grootste wijzigingen in het strategisch beleggingsbeleid?

---

De regelgeving bepaalt mede het beleggingsbeleid van institutionele beleggers in het algemeen en van pensioenfondsen in het bijzonder. Het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) schrijft voor wanneer pensioenen moeten worden verlaagd en wanneer pensioenen mogen worden geïndexeerd. Die grenzen voor korten en indexeren zijn beide gerelateerd aan de nominale dekkingsgraad, waarbij de pensioenen worden gewaardeerd tegen een risicovrije rente (aangepast met een UFR-correctie). Het is daarom niet vreemd dat met die regelgeving rekening wordt gehouden bij de vormgeving van het beleggingsbeleid. Door die koppeling aan de dekkingsgraad is het ook “logisch” dat pensioenfondsen komen tot een verdeling van de portefeuille in een “Matching” portefeuille en een “Return” portefeuille.

In het huidige toezichtskader is tevens vastgelegd dat pensioenfondsen *geen* strategisch beleggingsrisico mogen toevoegen aan de portefeuille zolang het fonds in herstel zit. Minder risico nemen mag wel.

Ook in het nieuwe contract gaan pensioenfondsen pensioenen uitkeren en zullen daarin, net als nu, een keuze maken voor een risico-rendementsprofiel dat aansluit bij de risicohouding van de deelnemers. Het beleggingsbeleid dient vormgegeven te worden op basis van het prudent person beginsel. Dit verandert niet. Naar het zich laat aanzien biedt het nieuwe pensioencontract evenwel meer beleidsvrijheid voor pensioenfondsen. Wat ons betreft is er een aantal onderdelen in het strategisch beleid dat sterk wordt gedreven door de huidige regelgeving:

- Inrichting naar Matching en Return
- Mate van rente-afdekking
- Curve positie binnen de rente-afdekking
- Instrumenten voor rente-afdekking
- Mate van valuta-afdekking
- De mate van afdekking van het inflatierisico
- De allocatie naar zakelijke waarden

Het zijn juist deze onderdelen die potentieel wijzigen als de kaders wijzigen.

## **Inrichting naar Matching en Return - conclusie: ja dit wijzigt mogelijk in kort-lang**

Ook zonder harde<sup>1</sup> verplichtingen is het naar ons oordeel passend om een matching- en return-portefeuille te voeren. Het pensioenfonds heeft immers nog steeds de ambitie om pensioenen uit te keren. Wij hanteren daarbij twee overtuigingen (die kunnen worden getoetst in een risicobereidheidsonderzoek):

- 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.

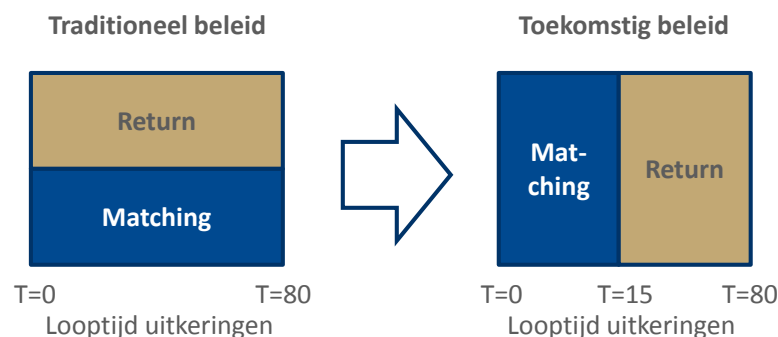
---

<sup>1</sup> Verplichtingen die met hoge mate van zekerheid (97,5%) moeten worden nagekomen.

- 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.

Op basis van deze overtuigingen wordt de portefeuille nog steeds gesplitst in een matching- en returnportefeuille, maar dan op een heel andere manier dan dit tot nu toe is gebeurd. In ons voorstel dient de matchingportefeuille om de eerste 15 uitkeringsjaren<sup>2</sup> ‘zeker te stellen’, terwijl de returnportefeuille dient om op lange termijn een aantrekkelijk rendement te behalen. Schematisch kan dit als volgt worden weergegeven:

Figuur 1. Van “Matching en Return” naar “Kort en Lang”



Uit dit schema blijkt dat in het (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 meer zekerheid wil bieden in verband met de verwachte uitkeringen, en return maken voor de lange termijn om daar een acceptabele pensioenhoogte mee te realiseren.

Het nieuwe contract geeft daarmee ruimte om het door ons geïntroduceerde “benodigd rendement”<sup>3</sup> veel bepalender te laten zijn in de invulling van de portefeuille omdat dekkingsgraadstabilisatie niet meer van belang zal zijn.

**Mate van rente-afdekking - conclusie: ja dit wijzigt mogelijk, vooral voor jonge fondsen met een hoge afdekking**

In het nieuwe contract worden rendementen leeftijdsafhankelijk toegekend. Dat leidt ertoe dat het optimale beleid meer expliciet wordt gebaseerd op het deelnemersbestand dan nu het geval is. Op basis van onze overtuigingen op de vorige pagina is het daarmee logisch dat een jong deelnemersbestand een lagere rente-afdekking heeft en een oud deelnemersbestand een hogere rente-afdekking heeft. Of het nieuwe contract tot een wijziging in rente-afdekking leidt, hangt daarmee sterk samen met de deelnemerspopulatie en de huidige mate van afdekking<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Indicatief, dit is een bestuurskeuze.

<sup>3</sup> Zie onze eerdere reflector: Het beleggingsbeleid van de toekomst.

<sup>4</sup> Daarnaast is de vraag wat de maatstaf in het nieuwe contract wordt voor rente-afdekking. Op dit moment wordt de rente-afdekking uitgedrukt als mate van rentegevoeligheid van beleggingen gedeeld door de mate van rentegevoeligheid van verplichtingen, maar wat is straks nog de rentegevoeligheid van de ‘verplichtingen’.

Figuur 2. Welke pensioenfondsen krijgen te maken met een potentiële wijziging?

Jong Bestand – Lage afdekking	Oud Bestand – Lage afdekking <sup>5</sup>
Jong Bestand – Hoge afdekking	Oud Bestand – Hoge afdekking

**Curve positie binnen de rente-afdekking - conclusie: ja minder lang(st)lopende swaps**

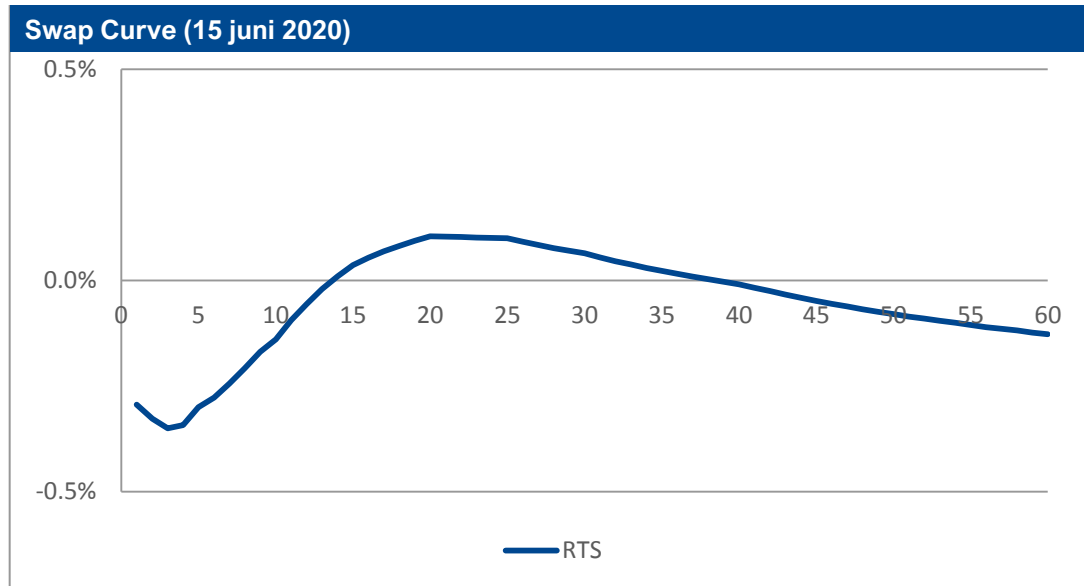
Renteswaps worden in het huidige contract ingezet om het risico van een dalende dekkingsgraad te mitigeren. Als de rente daalt, worden de verplichtingen van het pensioenfonds meer waard. De renteswaps worden dan ook meer waard, waardoor de dekkingsgraad van het fonds wordt gestabiliseerd. Het gebruik van (met name zeer langlopende) renteswaps wordt daarmee gedreven door de regelgeving.

In het nieuwe contract is het (zeer) de vraag of er nog plaats is voor deze langlopende swaps:

- Er zijn geen expliciete verplichtingen meer waardoor het “balansrisico” voor een pensioenfonds wijzigt.
- In de korte termijn (matching)portefeuille zijn geen langlopende swaps nodig. In de lange termijn portefeuille zijn langlopende swaps (+ cash) enkel wenselijk als daar een beleggingstechnisch reden voor is (bijvoorbeeld als de rentecurve steil is en/of als de rentes op een hoog niveau liggen).
- De huidige swap yield voor looptijden langer dan 40 jaar (zie ook de grafiek op de volgende pagina) is lager dan nul. Het afsluiten van een langlopende swap + cash betekent dat het fonds vastlegt, dat zij 40 jaar een negatief rendement accepteert op dit deel van de portefeuille.
- De swap curve is “inverse” waardoor geen additionele vergoeding wordt ontvangen voor een langere looptijd en debiteurenrisico. Het is de vraag hoe dat past bij de beleggingsovertuigingen van het fonds.
- In het nieuwe contract wordt de waardevastheid van pensioenen mogelijk belangrijker (zie later in dit document). Nominale swaps bewegen niet mee met een stijgende inflatie. In tegendeel: de variabele betaling die het pensioenfonds moet doen in de swaps is juist gevoelig voor de inflatie indien de korte rente meebeweegt met de inflatie, waardoor het inflatierisico wordt vergroot door het gebruik van nominale swaps.

<sup>5</sup> Wij zien hier mogelijk reden tot aanpassing. Enerzijds hebben deze fondsen in de huidige regelgeving al de mogelijkheid om de rente-afdekking te verhogen. Anderzijds werken in de huidige situatie renteschokken niet direct door in de uitkeringen (alleen in de dekkingsgraad). In de nieuwe situatie werken renteschokken direct door in de hoogte van de uitkering en om deze extra volatiliteit te voorkomen is het mogelijk toch wenselijk om de rente-afdekking voor een ‘oud bestand’ te verhogen.

Grafiek 1. Swap curve per 15 juni 2020



#### Instrumenten voor rente-afdekking - **conclusie: meer kasstroommatching**

In het huidige contract zien wij veel aandacht voor dekkingsgraadvolatiliteit en daarmee ook veel aandacht voor het zogenaamde swap spread risico. In het huidige beleggingsbeleid zien wij partijen bijvoorbeeld Nederlands staatspapier verkopen, omdat ze een spread risico hebben ten opzichte van swaps. Het nieuwe contract stuurt niet op de dagelijkse dekkingsgraadvolatiliteit. Daarmee komt er meer aandacht voor het lange termijn kredietrisico van instrumenten en minder aandacht voor de dagelijkse waarderingsverschillen tussen instrumenten (PV01's).

Er wordt kredietrisico aan de portefeuille toegevoegd indien dit op lange termijn als een beloond risico wordt gezien: indien de uitgevende partij haar verplichtingen met hoge zekerheid gaat nakomen.

Daarbij verwachten wij dat in het nieuwe contract 'matching' meer dient om uitkeringen zeker te stellen (kastroommatching) en niet om dagelijkse waarderingsverschillen te mitigeren. Dit leggen we uit aan de hand van een concreet voorbeeld: Er zijn fondsen die Franse staatsobligaties opnemen in de portefeuille, maar vervolgens de 'rentegevoeligheid paradox' ervaren. De rente op Franse staatsobligaties is hoger dan de Duitse rente. De marktwaarde van zo'n obligatie is vervolgens lager dan een vergelijkbare Duitse staatsobligatie en daarmee ook de rentegevoeligheid. Je hebt meer Franse staatsobligaties nodig dan Duitse staatsobligaties om hetzelfde renterisico af te dekken.

Wij denken dat het nieuwe contract meer de weg zal vrij maken om te denken in *kasstromen*. Het korte termijn spreadrisico is minder relevant. De matchingportefeuille zal meer worden ingericht op basis van kasstromen dan rentegevoeligheid. Het managen van een matchingportefeuille draait dan meer op het managen van kredietrisico (gaat Frankrijk wel of niet terugbetalen) dan het sturen op dagelijkse rentegevoeligheid.

**Mate van valuta-afdekking - conclusie: wijzigt alleen indien de VEV restrictie leidend is in de huidige afdekking**

Er zijn verschillende argumenten om valutarisico al dan niet af te dekken. Beleggingsovertuigingen, kosten, diversificatie (“safe haven”- gedachte), VEV restricties etcetera. In het nieuwe contract wordt het VEV naar verwachting minder of wellicht zelfs niet relevant. Binnen het VEV is een exposure naar vreemde valuta altijd bestraft met hoge buffers. Daar is beleggingstechnisch best iets op af te dingen, zeker voor safe haven valuta. De logica daarbij is dat beleggers in tijden van (met name Europese) crisis, bij dalende aandelenkoersen, vluchten in de dollar waardoor de negatieve impact op de aandelenportefeuille wordt gemitigeerd.

Uit intern S&V-onderzoek naar de dollar-afdekking (verreweg de grootste vreemde valuta positie) over de laatste 20 jaar blijkt dat een gedeeltelijke exposure naar de dollar binnen de zakelijke waarden portefeuille juist risico reducerend heeft gewerkt op totaal portefeuilleniveau. Ook Europese stress van Eiopa laten zien dat een dollarpositie diversificerend kan werken op portefeuilleniveau.

Tabel 1. Samenvatting valutarisico (USD)

Maatstaf	Leidt USD risico bij zakelijke waarden tot lager risico?
VEV	x
Safe haven	✓
Eiopa	✓
Backtest	✓

Wij verwachten per saldo dat met name de afdekking van het dollarrisico (als grootste primaire safe haven valuta) in de returnportefeuille kan worden heroverwogen bij pensioenfondsen die de VEV restrictie als belangrijkste reden zagen om de dollar volledig of vrijwel volledig af te dekken.

**Mate van afdekking van het inflatierisico - conclusie: meer ruimte voor inflatie-gerelateerde obligaties**

In het huidige contract geldt dat een hoge inflatie het realiseren van de indexatieambitie bemoeilijkt. Omdat het huidige contract sterk leunt op zekerstelling van nominale aanspraken wordt een pensioenfonds echter niet “beloond” voor het mitigeren van het inflatierisico. Dit werkt nu eerder andersom: de inflatie-gerelateerde obligaties tellen in de VEV-berekening maar half mee voor de rente-afdekking. Als dat gaat wijzigen in het nieuwe contract worden inflatie-gerelateerde obligaties mogelijk eerder als instrument opgenomen in de portefeuille in plaats van nominale obligaties.

In het huidige contract worden inflatieobligaties tevens maar beperkt opgenomen, omdat indexatie “ver weg is” bij de huidige dekkingsgraden. Als dat wijzigt in het nieuwe contract dan geeft dat potentieel een extra argument om eerder naar inflatie-gerelateerde obligaties dan naar nominale obligaties te kijken.

Aandachtspunt daarbij is dat er vooralsnog geen Nederlandse inflatie-gerelateerde obligaties beschikbaar zijn.



**Allocatie naar zakelijke waarden - conclusie: voor jonge fondsen mogelijk reden voor substantiële wijziging**

De meeste pensioenfondsen hebben als eerste investment belief opgenomen dat ze een lange termijn belegger zijn. Vanuit die overtuiging wordt er in het algemeen gekozen voor een behoorlijke positie naar zakelijke waarden omdat dit op de lange termijn tot een aantrekkelijker pensioenresultaat leidt. Wij zien uit dien hoofde geen reden waarom deze allocatie in het nieuwe pensioencontract aanzienlijk zou moeten wijzigen. Het pensioenfonds is nog steeds een lange termijn belegger. Dus ook minder liquide beleggingscategorieën blijven interessant voor pensioenfondsen.

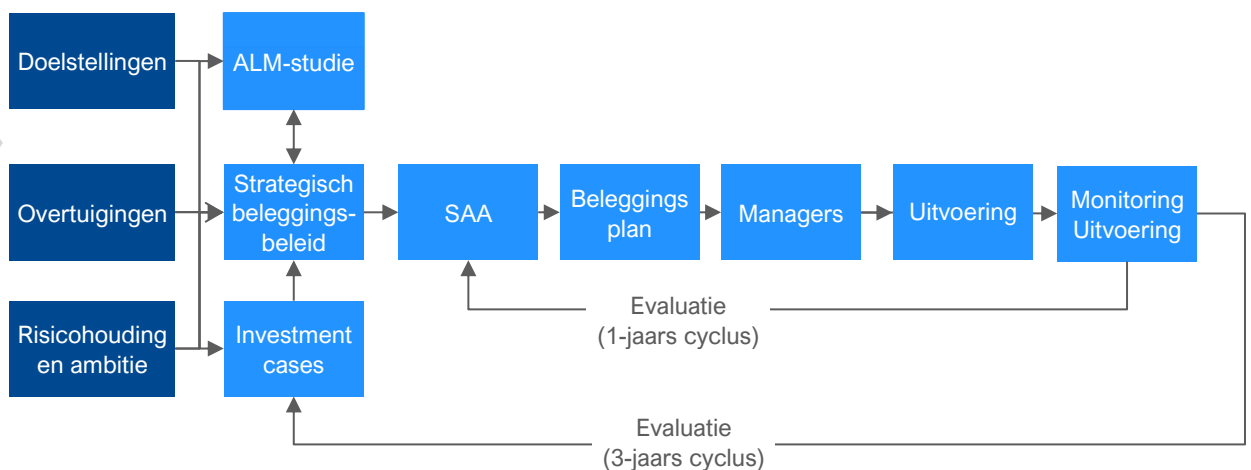
Anderzijds verwachten wij dat in het nieuwe contract meer (dan nu) zal worden aangesloten bij de deelnemerspopulatie van het pensioenfonds. Met name voor fondsen met een jonge deelnemerspopulatie zou dit kunnen leiden tot een hogere allocatie naar zakelijke waarden waar deze fondsen nu, mede vanuit een VEV restrictie, geen mogelijkheid toe hebben

## 2. Hoe moet het nieuwe pensioencontract worden meegenomen in de beleggingscyclus?

In onderstaand figuur is de beleggingscyclus weergegeven voor een gemiddeld pensioenfonds:

- Eén keer per drie jaar voert het fonds een ALM-studie uit en worden het strategisch beleggingsbeleid en de Investment Cases herzien.
- Jaarlijks doorloopt het fonds het proces van portefeuilleconstructie/budgetstudie (SAA), opstellen beleggingsplan, uitvoering tot monitoring van de uitvoering.

Figuur 3. Beleggingscyclus gemiddeld pensioenfonds



Wij denken dat de beleggingscyclus in zijn huidige vorm in stand kan blijven met een grotere rol voor sociale partners.

Ook in het nieuwe contract vormt het collectief belegd vermogen van een pensioenfonds het uitgangspunt<sup>6</sup>. Het collectief beleggen is nog steeds de basis voor de beleggingscyclus<sup>7</sup> en is daarmee gelijk aan het huidige stelsel. Daarbij merken wij op dat de Sociale Partners naar onze verwachting meer dan nu betrokken zullen worden bij de vaststelling van het strategisch beleggingsbeleid. De scheiding tussen het domein van het bestuur en dat van de sociale partners wordt minder scherp, doordat het fondsbeleid (waaronder het strategisch beleggingsbeleid) kenmerkend wordt voor het karakter van de pensioenregeling.

<sup>6</sup> Dit wordt door het CPB ook wel de Verkenningvariant en tevens ook impliciete methode genoemd.

<sup>7</sup> Dit is anders dan bij de door het CPB genoemde 'Doorontwikkelvariant (expliciete methode). In deze variant staat de portefeuille van een individuele deelnemer centraal en vormt de collectieve pot het geheel van de individuele potten.

Wij denken daarnaast dat de *invulling* van de onderdelen van de beleggingscyclus gaat veranderen. Navolgend bespreken wij de belangrijkste wijzigingen.

### Doelstelling & Risicohouding

In het nieuwe contract staan pensioenaanspraken niet meer centraal. Geen nominale zekerheid met indexatieambitie meer, maar wel vervangingsratio's<sup>8</sup> en spreiding per leeftijdsgroep. Ook wordt door academici veel gesproken over ervaren welvaart in de vorm van 'nut'<sup>9</sup>. Dit heeft consequenties voor de risicohouding.

Wellicht niet direct de wijze *waarop* fondsen tegen risico aankijken, maar de *maatstaven* veranderen wel. De risicohouding wordt fijnmaziger. Van een risicohouding op collectief niveau gaan we naar een risicohouding per leeftijdsgroep.

### ALM-studie

Een ALM-studie zal naar onze verwachting ook in het nieuwe contract een belangrijke rol blijven vervullen in de beleggingscyclus, maar zal inhoudelijk wel gaan veranderen.

- *Nieuwe maatstaven*: In FTK-ALM-studies staan dekkingsgraden, VEV, pensioenresultaat en kans op korting centraal als onderdeel van de risicohouding. In het nieuwe contract zijn deze begrippen niet meer (of veel minder?) van toepassing, maar zijn er nieuwe maatstaven, gericht op verschillende leeftijdsgroepen, nodig. De hiervoor genoemde begrippen als vervangingsratio en ervaren welvaart zullen hun intrede doen.
- *Generatieplaatjes*: Er zal voornamelijk gekeken worden naar generatieplaatjes. Dit is vergelijkbaar met de analyses uit de haalbaarheidstoets, maar dan op eigen gekozen horizon (niet per se 60 jaar) en eigen maatstaven (niet alleen pensioenresultaat). Toekomstige verdien capaciteit en premie inleg zullen hierbij belangrijke elementen worden.
- *Vaststellen expliciete rekenregels*: Het nieuwe contract kent leeftijdsafhankelijke toekenning van rendement. Van pensioenfondsen wordt verwacht dat zij rekenregels opstellen voor het verdelen van het rendement naar de verschillende leeftijdsgroepen. Hierbij is een onderscheid gemaakt naar beschermingsrendement (obligaties) en overrendement (aandelen). Naast deze verdeelregels is het vaststellen van het projectierendement<sup>10</sup> ook een ALM-vraagstuk.
- *Solidariteitsvraagstuk*: Een belangrijk onderdeel van de ALM-studie is de financiële opzet van de solidariteitsreserve. Op welke wijze gaat deze gevuld worden met premie inleg, beleggingsrendement of een combinatie van beiden? Volgt de solidariteitsreserve het beleggingsbeleid van het collectief of een eigen beleid? Op welke wijze kan er worden onttrokken uit de solidariteitsreserve?
- *Herleving 'asset only' maatstaven*: Het centraal stellen van de uitkomsten van de verschillende leeftijdsgroepen herbergt het gevaar van sub optimalisatie. Wat gebeurt er met de collectieve pot? Hoe volatiel is het rendement? Hiertoe denken wij dat asset only maatstaven zoals variantie, conditionele variantie en efficiënt frontier terugkomen in de ALM-studie.

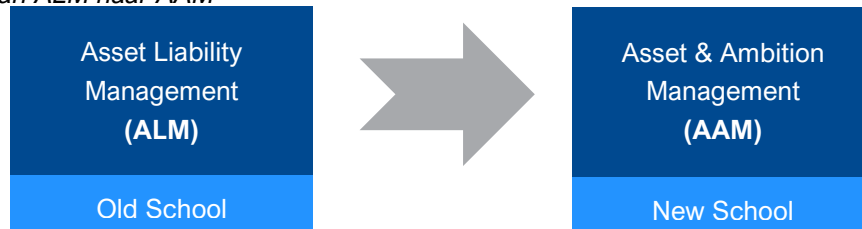
<sup>8</sup> Verhouding pensioen en gemiddeld salaris.

<sup>9</sup> Zie de CPB notitie het doorontwikkelde contractbeschrijving van varianten, opties en resultaten bijlage 4 voor meer achtergrondinformatie.

<sup>10</sup> Rendement dat wordt gehanteerd in de uitkeringsfase bij het vaststellen van de uitkeringen.

Kortom, de ‘verplichtingen (L)’ zoals wij die nu kennen, krijgen een minder prominente rol. Ambitie komt centraal te staan. **Van Asset Liability Management naar Asset en Ambition Management.**

*Figuur 4. Van ALM naar AAM*



De komende jaren zullen fondsen nog wel het **ALM-dilemma** ervaren:

- Gaan wij wachten met een nieuwe studie?
- Waar kijken wij naar in de ALM-studie? Oud contract of nieuw contract?
- Vormt de huidige risicohouding nog het vertrekpunt? Of de nieuwe?
- Welke horizon is leidend? 5 of 15 jaar of langer?
- Wat is de beste uitgangspositie voor transitie: zo hoog mogelijke dekkingsraad of een zo hoog mogelijk vermogen?
- Waar kunnen wij al voorsorteren op het nieuwe contract?

Tot dusver zien wij in de praktijk de volgende richting bij lopende ALM-studies:

- Doorgaan met het ALM-proces. Wij hebben nog te maken met het huidige kader en er is nog veel onduidelijkheid. Het ALM-proces wordt wel op twee onderdelen aangescherpt:
  1. Méér aandacht voor de financiële positie over 5 jaar (met het oog op de overgang).
  2. Uitvoeren van een robuustheidstoets om de portefeuille te toetsen op toekomstvastheid in nieuw contract (zie het volgende hoofdstuk).
- Na de ALM-studie wordt de beleggingscyclus van boven naar beneden afgelopen. Eerst wordt risicobereidheid op een andere manier vormgegeven (andere maatstaven) en daarna wordt een ALM-studie ‘nieuwe stijl’ uitgevoerd op basis van het nieuwe contract.

### **Investment cases**

In investment cases wordt onderbouwd of een beleggingscategorie past bij het fonds en op welke wijze een fonds hierin wil beleggen. Nu het kader wijzigt zou de beoordeling van beleggingscategorieën kunnen wijzigen. Illiquide beleggingen of beleggingen met een hoog VEV beslag werden vaak als minder interessant en minder passend gezien voor een fonds vanwege het FTK-kader.

Wij denken dat het nieuwe contract het beleggingsuniversum voor fondsen kan vergroten en investment cases herzien kunnen worden.

### 3. Hoe kan een pensioenfonds (nu al) toetsen of het huidige beleid voldoet aan het nieuwe contract?

Een eerste stap die gezet kan worden is het uitvoeren van een robuustheidstoets door het huidige beleggingsbeleid te vergelijken met het verwachte beleggingsbeleid onder het nieuwe contract.

Een mogelijke aanpak voor een dergelijke toets is om voor het verwachte beleggingsbeleid onder het nieuwe contract uit te gaan van de assetallocatie en rente-afdekking per deelnemer op basis van een gewone life cycle (lage risicohouding) en op basis van een life cycle met doorbeleggen (hoge risicohouding). Wij hebben hiervoor een gemiddelde life cycle gehanteerd<sup>11</sup>.

Een gewogen gemiddelde van deze allocaties per deelnemer, met het vermogen per deelnemer als gewicht, geeft een indicatie van de beleggingsmix op totaalniveau onder het nieuwe contract.

Deze exercitie hebben wij uitgevoerd voor een jong fonds, een gemiddeld fonds en een oud fonds. De uitkomsten worden weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 2. Robuustheidstoets

Uitkomsten robuustheidstoets				
	Zonder doorbeleggen (lage risicobereidheid)		Met doorbeleggen (hoge risicobereidheid)	
Jong (gem. lft. = 48 <sup>12</sup> )	Afdekking:	10%	Afdekking:	10%
	Return:	80%	Return:	80%
Gemiddeld (gem. lft. = 58 <sup>12</sup> )	Afdekking:	25%	Afdekking:	20%
	Return:	55%	Return:	65%
Oud (gem. lft. = 68 <sup>12</sup> )	Afdekking:	95%	Afdekking:	90%
	Return:	5%	Return:	25%

Uit de resultaten blijkt dat er voor een gemiddeld fonds een rente-afdekking zal zijn van circa 20% tot 25% en een allocatie naar return van 55% tot 65%. Dit betreft een verhoging van de allocatie naar return en een verlaging van de rente-afdekking ten opzichte van de beleggingsstrategie van het gemiddelde pensioenfonds onder het huidige stelsel, waarbij circa 50% naar return wordt gealloceerd en 50% van het renterisico wordt afgedekt.

Voor het jonge fonds zal de overgang naar het nieuwe stelsel mogelijk leiden tot een nog verdere verhoging van de allocatie naar return en een verdere verlaging van de rente-afdekking. Voor oudere fondsen zal de overgang weinig impact hebben, aangezien een oud fonds nu naar verwachting ook een hoge mate van afdekking hanteert.

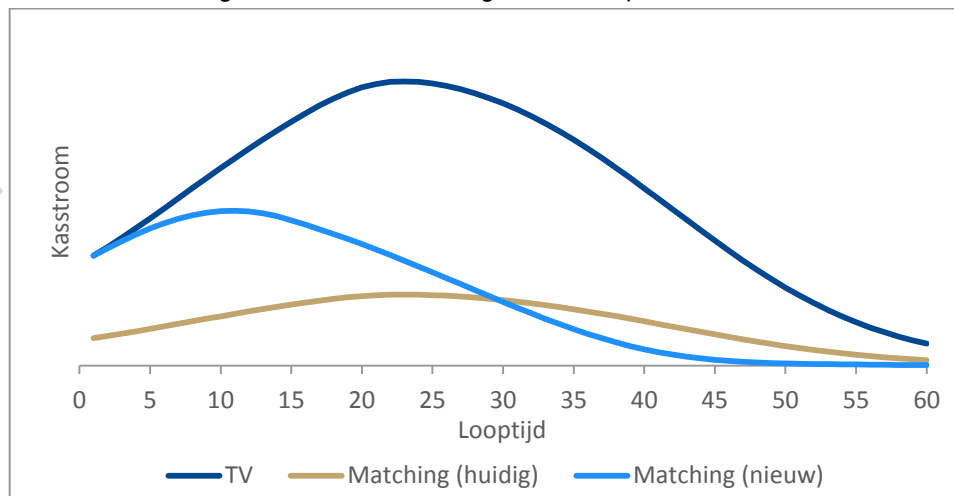
<sup>11</sup> Zie ook ons onderzoek: DC aanbieders 2018.

<sup>12</sup> Gewogen op basis van voorziening.

Daarnaast kan ook de impact op de inrichting van de matchingportefeuille worden onderzocht. Bij een life cycle wordt immers ook een bepaald rente-afdeckingspercentage nagestreefd per leeftijd. Het is daarom mogelijk om per verwachte kasstroom in een gegeven toekomstig jaar te bepalen, wat de afdekking hiervan zou zijn. Dit kan gedaan worden door de verwachte toekomstige uitkeringen op te splitsen naar leeftijden.

In de onderstaande grafiek worden de uitkeringen weergegeven voor het gemiddelde pensioenfonds. De bruine lijn geeft hierin aan hoe de huidige inrichting van de matchingportefeuille er in beginsel uit ziet, namelijk een vast afdeckingspercentage per toekomstige kasstroom. Onder het nieuwe contract gaat dit er naar verwachting uit zien zoals de lichtblauwe lijn.

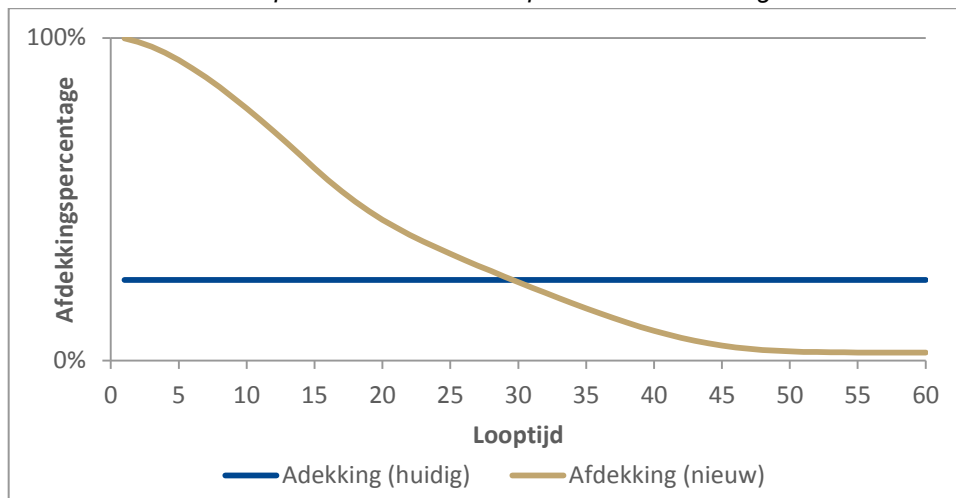
*Grafiek 2. Uitkeringenstructuur voor het gemiddelde pensioenfonds*



Dit betekent dat er naar verwachting een hogere mate van afdekking zal zijn voor (verwachte) kasstromen die in de nabije toekomst zullen plaatsvinden en minder afdekking voor (verwachte) kasstromen over zeer lange tijd, met het omslagpunt rond de 30-jarige looptijd.

In de grafiek op de volgende pagina wordt weergegeven hoe dit er als afdeckingspercentage uitziet.

Grafiek 3 Potentiele impact nieuw contract op de rente-afdekking.



Hieruit volgt ook dat de afdekking onder het nieuwe contract mogelijk niet gelijk is voor alle looptijden, maar vooral hoog is voor uitkeringen die in de nabije toekomst liggen, dus voor de oudere/gepensioneerde deelnemers.

## 4. Is er haast om de portefeuille aan te passen?

In hoofdstuk 1 hebben wij een eerste impactanalyse gemaakt van mogelijke wijzigingen in de portefeuille. In de onderstaande tabel vatten wij deze potentiële wijzigingen kort samen, waarbij wij aangeven of er naar onze mening reden is voor pensioenfondsen om vaart te maken om de portefeuille anders in te richten.

*Tabel 3. samenvatting van de mogelijke wijzigingen in het beleggingsbeleid*

Mogelijke wijziging in portefeuille	Conclusie	Haast maken?
1. Inrichting naar Matching en Return	Ja dit wijzigt mogelijk in kort-lang	Nee
2. Mate van rente-afdekking	Ja dit wijzigt mogelijk voor jonge fondsen met een hoge afdekking	Nee
3. Curve positie binnen de rente-afdekking	Ja minder lang(st)lopende swaps	Ja
4. Mate van valuta-afdekking	Wijzigt alleen indien de VEV restrictie leidend is in de huidige afdekking	Nee
5. Mate van afdekking van het inflatierisico	Meer ruimte voor inflatie-gerelateerde obligaties	Nee
6. Allocatie naar zakelijke waarden	Voor jonge fondsen mogelijk reden voor substantiële wijziging	Nee

Wij zien slechts één mogelijke wijziging waar pensioenfondsen relatief snel over zouden moeten nadenken: de allocatie naar zeer langlopende swaps in portefeuille. Dit betreft een relatief illiquide markt met een scheve vraag/aanbod verhouding.

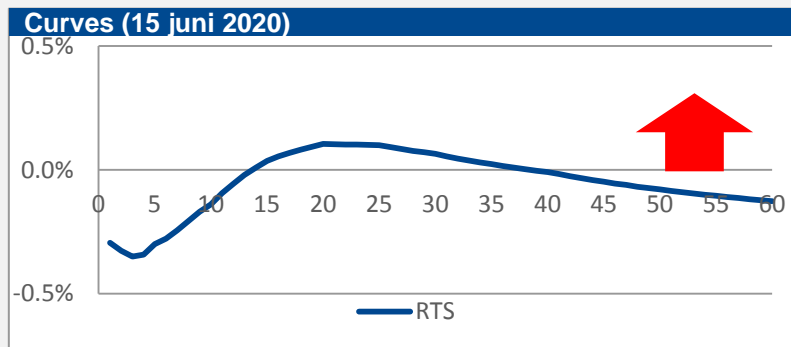
De swap markt is een markt van vraag en aanbod. De hoogte van de lange rente wordt daarmee bepaald door vraag en aanbod. Als de vraag toeneemt dan neemt de rente af, als de vraag afneemt dan neemt de rente toe.

Indien een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen binnen afzienbare tijd de langlopende swaps van de hand doen, 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. Dit pakt zeer nadelig uit voor het nieuwe contract, waarin de waarde van het pensioenvermogen van groter belang is (en niet de dekkingsgraad).



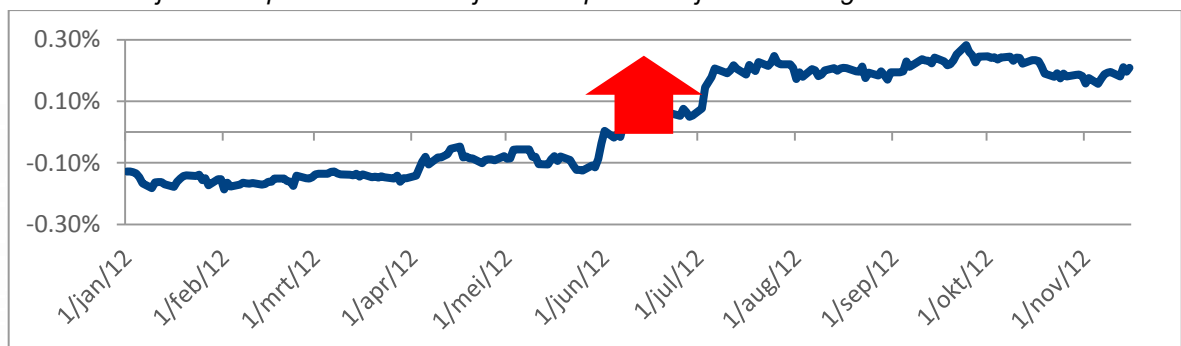
Wij voorzien daarbij het volgende risico-scenario:

In concreto is het “gevaar” voor pensioenfondsen dat de wijzigende regelgeving leidt tot een verkoopgolf van de langstlopende swaps waardoor de 30-50 jaars swap rente zal stijgen ten opzichte van de kortere looptijden. De curve zal daardoor normaliseren (niet langer inverse zijn).



In het verleden hebben wij meerdere keren gezien dat wijzigende regelgeving kan leiden tot een andere rentecurve. Wij hebben dat eerder gezien bij de invoering van de (oude) UFR. Dit leidde tot een verkoopgolf van zeer langlopend papier waardoor het verschil tussen de 50-jaars swap rente en de 20-jaars swap rente in twee weken tijd met 30 basispunten (0,3%) afnam.

Grafiek 4: 50jaars swap rente minus 20-jaars swap rente bij de invoering van de UFR



## Conclusies

---

In deze reflector hebben wij onze eerste inzichten gegeven van de impact van het pensioenakkoord op het strategisch beleggingsbeleid. Daarbij hebben we vooral gefocust op de collectieve variant van het nieuwe contract.

Beleggingstechnisch gaat er naar onze verwachting het nodige wijzigen, met name op het gebied van de inrichting van de portefeuille naar Matching en Return en de rente-afdekking, zoals wij die nu kennen. Veel van die wijzigingen kunnen naar ons oordeel in alle rust worden onderzocht in de reguliere beleggingscyclus. Die cyclus is volgens ons ook nog prima toepasbaar in het nieuwe contract en wij zien geen aanleiding om die cyclus te wijzigen. Wij verwachten daarbij wel dat sociale partners een belangrijkere rol krijgen in de beleggingscyclus en de vaststelling van het strategisch beleid van het fonds. De curvepositie in de rente-afdekking is een beleidsonderdeel, waar met meer spoed naar kan worden gekeken.

Daarnaast doen wij een suggestie om nu al een (eenvoudige) robuustheidstoets te doen van het huidige beleggingsbeleid. Daarmee wordt de vraag beantwoord of de huidige strategische portefeuille past bij het nieuwe contract. In deze reflector geven wij aan op welke wijze u die toets zou kunnen uitvoeren.

Zoals wel vaker sluiten wij af met de opmerking dat wij de wijsheid niet in pacht hebben, dat er nog het nodige onduidelijk is in het nieuwe contract en dat wij ongetwijfeld ook het nodige voortschrijdende inzicht zullen hebben. Met deze woorden, hopen wij dat deze uitgave u zowel in het proces als met de inhoud kan helpen om de juiste discussies op het juiste moment te voeren.

→  
**WIJZIGING  
PENSIOEN**  
←

## Onze specialismen

Investment Consulting



Data Oplossingen

Legal



Risicomanagement

Compliance



Transitiemanagement

Actuariaat



Pensioenadvies

### **Sprenkels & Verschuren**

Sprenkels & Verschuren is een puur Nederlands actuariel adviesbureau. Wij willen onze klanten helpen om de juiste beslissingen te nemen. Daarbij zijn wij in staat om het zeer ingewikkeld te maken, maar wij houden het bij voorkeur eenvoudig. Ons team bestaat uit 70 ervaren professionals. Voor meer informatie zie [www.sprenkelsenverschuren.nl](http://www.sprenkelsenverschuren.nl) of mail naar [martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl](mailto:martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl), [bertjan.kobus@sprenkelsenverschuren.nl](mailto:bertjan.kobus@sprenkelsenverschuren.nl) of [ewout.schotanus@sprenkelsenverschuren.nl](mailto:ewout.schotanus@sprenkelsenverschuren.nl)