



Wet toekomst pensioenen: de mate van renteafdekking binnen de Solidaire Premiereregeling

Conclusies:

Binnen de Solidaire Premiereregeling (SPR) zal, als onderdeel van de rentebeschermtng, een keuze gemaakt moeten worden tussen het *theoretisch beschermingsrendement* en het *werkelijk beschermingsrendement*. Deze keuze en het specifieke beleggingsbeleid per leeftijdscohort hebben consequenties voor de mate van renteafdekking die haalbaar is voor jongere leeftijdscohorten. Het theoretisch beschermingsrendement biedt daarbij beduidend meer flexibiliteit ten aanzien van de mate van renteafdekking voor jongere leeftijdscohorten dan het werkelijk beschermingsrendement.

Inleiding

Nu de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is aangenomen, wordt het tijd om nader te kijken naar de praktische implicaties van renteafdekking binnen het nieuwe pensioenstelsel. *In deze Marktvisie onderzoeken wij de mate van renteafdekking die bereikt kan worden binnen de SPR en het effect dat de keuze voor het theoretisch beschermingsrendement dan wel het werkelijk beschermingsrendement hier op heeft.*



Arthur Stroj
LDI Client Portfolio Manager,
Investment Solutions



David van der Stee
LDI Client Portfolio Manager,
Investment Solutions



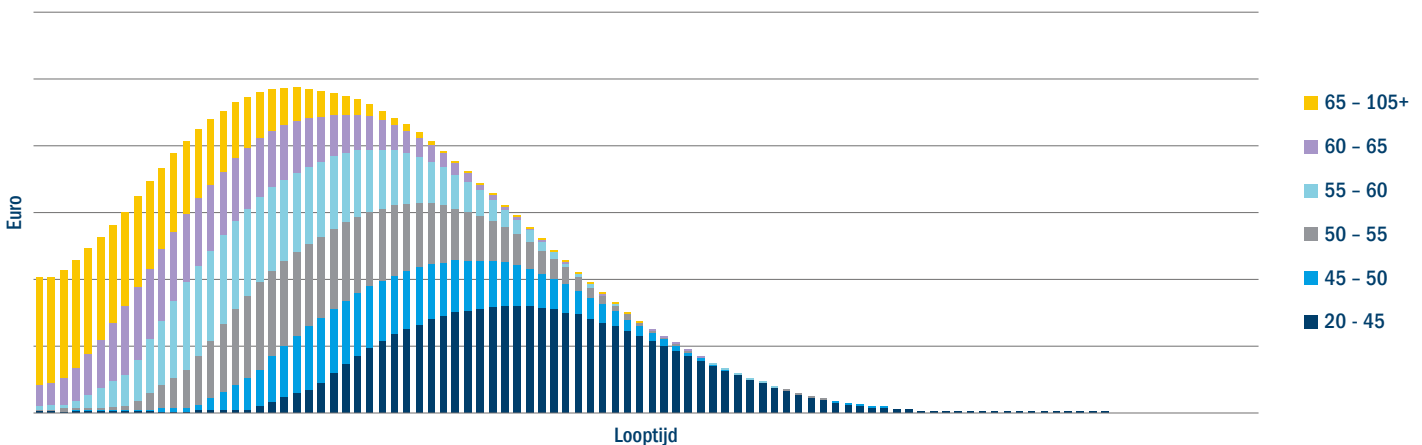
Jan Willemsen
LDI Client Portfolio Manager,
Investment Solutions

Renterisico en beleggingsbeleid in het nieuwe pensioenstelsel

In het nieuwe pensioenstelsel blijft renterisico bestaan. Het renterisico wordt echter niet meer gedeeld tussen generaties zoals in het huidige pensioenstelsel. In de SPR worden, op basis van opgebouwd vermogen, kasstromen van verwachte pensioenuitkeringen vastgesteld per leeftijdscohort. Deze kasstromen kennen net als de huidige verplichtingskasstromen een rentegevoeligheid.

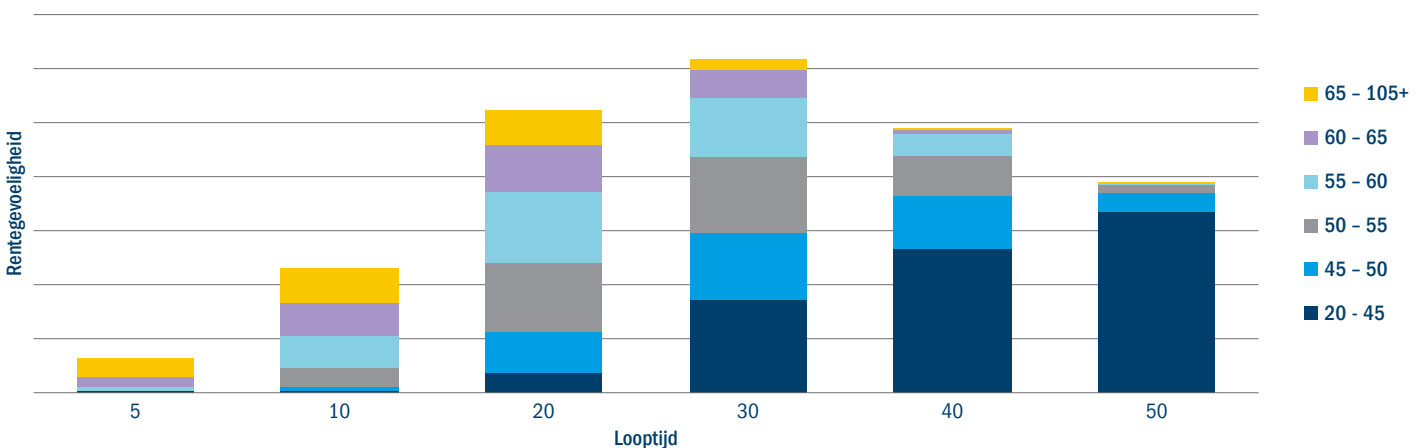
Figuren 1 en 2 geven ter illustratie kasstromen van verwachte pensioenuitkeringen per leeftijdscohort weer met bijbehorende rentegevoeligheid verdeeld naar looptijden. De definiëring van de leeftijdscohorten is voor deze analyse vereenvoudigd. Leeftijdscohorten, die hetzelfde beleggingsbeleid hanteren, zijn samengevoegd tot bredere leeftijdsgroepen. In werkelijkheid zullen de leeftijdscohorten maximaal 5 jaar zijn.

Figuur 1: Kasstromen verwachte pensioenuitkeringen per leeftijdsgroep



Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

Figuur 2: Rentegevoeligheid verwachte pensioenuitkeringen per leeftijdscohort verdeeld naar looptijden

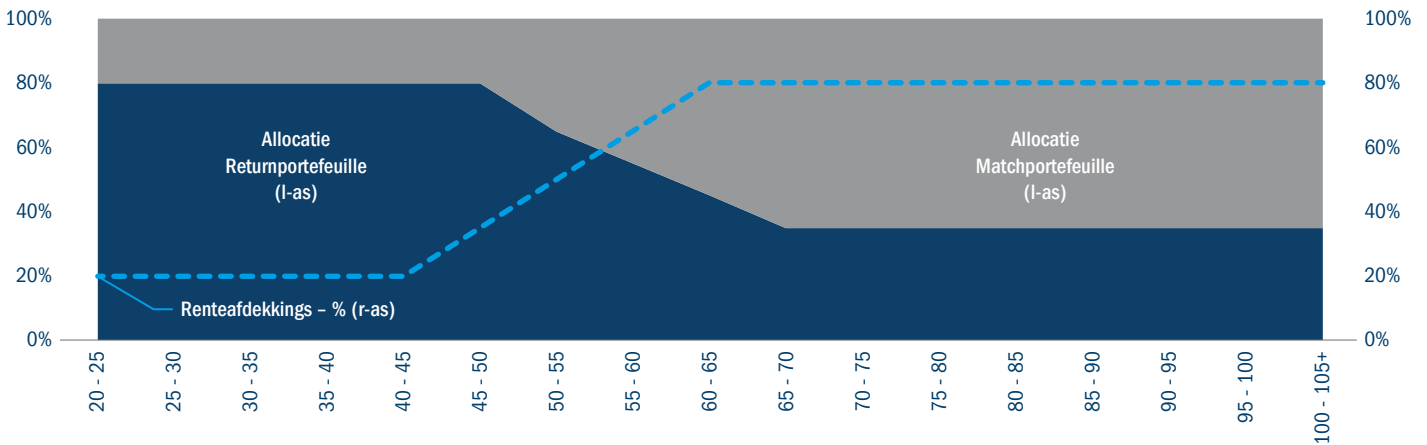


Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

Wat opvalt is dat de leeftijdsgroep 20-45 het grootste aandeel (ca. 35%) heeft in de totale rentegevoeligheid van het pensioenfonds, ondanks dat deze jonge cohorten nog relatief weinig hebben opgebouwd. Dit komt enerzijds doordat dit vanwege de vereenvoudiging van de leeftijdscohorten één van de breedst gedefinieerde leeftijdsgroepen is. Anderzijds hebben de verwachte pensioenuitkeringen van deze leeftijdsgroep – met een duratie van 39 jaar – de hoogste rentegevoeligheid. In onze verdere analyse gaan wij uit van de geïllustreerde kasstromen en leeftijdscohorten.

In het nieuwe pensioenstelsel sluit het beleggingsbeleid nauwer aan bij de behoeften van de verschillende leeftijdscohorten. Voor jongere leeftijdscohorten ligt de nadruk op vermogensopbouw en minder op renteafdekking. Voor oudere leeftijdscohorten geldt het omgekeerde en ligt er juist meer nadruk op zekerheid, waardoor er sprake is van een hogere renteafdekking. Dit betekent dat het beleggingsbeleid meer in lijn zal liggen met een typische lifecycle, waarbij de returnportefeuille wordt opgebouwd naarmate men ouder wordt ten gunste van de matchportefeuille in combinatie met een hogere renteafdekking. In Figuur 3 is een dergelijk beleggingsbeleid weergegeven.

Figuur 3: Beleggingsbeleid



Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

Tabel 1 toont het beleggingsbeleid uit Figuur 3, waarbij de leeftijdscategorieën met eenzelfde beleggingsbeleid vanuit pragmatisch oogpunt zijn samengevoegd. Hierdoor ontstaan de bredere leeftijdsgroepen 20-45 en 65-105+. De kolom "Totaal" is de resultante van de geaggregeerde leeftijdscategorieën.

Tabel 1: Beleggingsbeleid

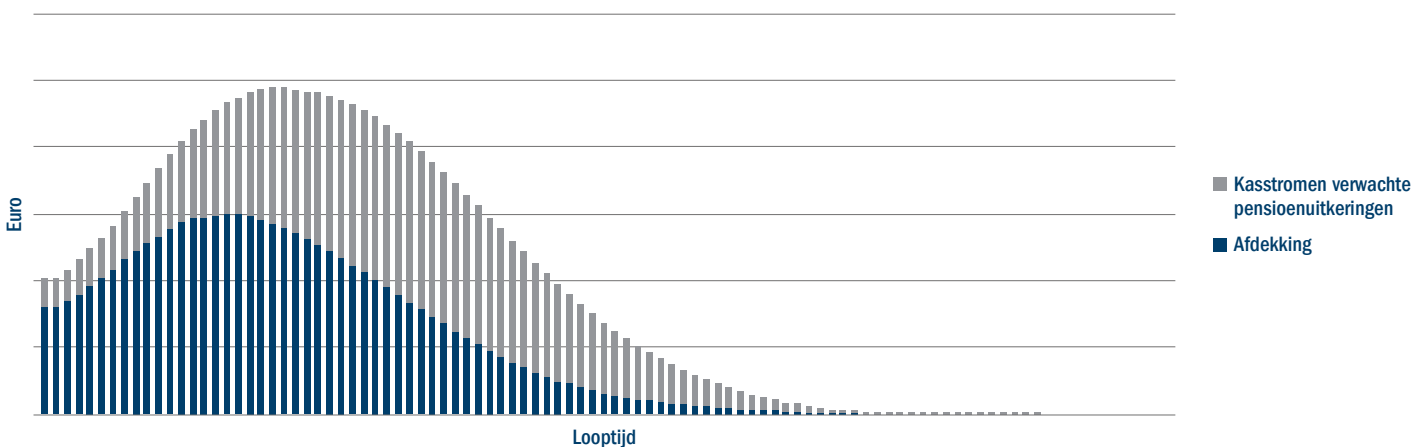
Leeftijdscategorie	20 - 45	45 - 50	50 - 55	55 - 60	60 - 65	65 - 105+	Totaal*
Rendementsportefeuille	80%	80%	65%	55%	45%	35%	60%
Matchportefeuille	20%	20%	35%	45%	55%	65%	40%
Renteafdekking	20%	35%	50%	65%	80%	80%	45%

* De kolom "Totaal" is het resultaat van het geaggregeerde beleid over de leeftijdscategorieën.

Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

Figuur 4 toont de (geaggregeerde) renteafdekking van het beleggingsbeleid in relatie tot de afgedekte kasstromen.

Figuur 4: Afgedekte kasstromen



Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

Dit figuur laat zien dat het beleid aansluit bij de behoeften van de leeftijdscategorieën, namelijk een hogere afdekking in de kortere looptijden voor oudere leeftijdscategorieën en een lagere afdekking voor jongere leeftijdscategorieën.

Voor de analyse in deze Marktvisie gaan wij uit van bovenstaand beleggingsbeleid.

Theoretisch beschermingsrendement

Indien een pensioenfonds kiest voor het theoretisch beschermingsrendement, wordt dit rendement toebedeeld aan alle leeftijdscohorten. Het theoretisch rendement correspondeert met de verandering van de waarde van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen over een zekere periode en is gebaseerd op de swapcurve. Het verschil tussen het werkelijk rendement van de onderliggende matchportefeuille en het toebedeelde theoretisch beschermingsrendement komt terecht in het overrendement.

Doordat het theoretisch beschermingsrendement niet gebaseerd is op de daadwerkelijke beleggingen per leeftijdscohort kan er één matchportefeuille worden gevoerd door het pensioenfonds. De rentegevoeligheid van deze matchportefeuille zal in lijn liggen met de optelling van rentegevoeligheden van het af te dekken deel van de verwachte pensioenuitkeringen van de verschillende leeftijdscohorten. Met andere woorden: er is dan sprake van één rentegevoeligheidsprofiel.

De mate van afdekking kan worden vastgesteld door 'top-down' voor de matchportefeuille de maximaal haalbare rentegevoeligheid vast te stellen. Dit komt neer op het vaststellen van een maximale leverage voor de matchportefeuille waarbij onderpand in voldoende mate aanwezig is om waardeveranderingen in de swapportefeuille comfortabel op te vangen.¹ Omdat er bij de keuze voor theoretisch beschermingsrendement sprake is van één matchportefeuille voor de gezamenlijke cohorten wordt er ook gebruik gemaakt van één onderpandportefeuille. Tabel 2 toont de mate van afdekking die haalbaar is op totaalniveau.

Tabel 2: Maximale afdekking theoretisch beschermingsrendement

Totale matchportefeuille	
Maximaal mogelijke leverage factor	2,3
Matchportefeuille	40%
Maximaal haalbare renteafdekking	92%
Maximaal haalbare rentegevoeligheid	10.300k

Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

De totale renteafdekking, die bereikt kan worden bij een acceptabel geachte leverage, is 92% van de verwachte pensioenuitkeringen. Dit staat voor ons illustratieve pensioenfonds gelijk aan een maximale rentegevoeligheid van PV01 10,3 mln. Deze maximaal haalbare renteafdekking hoort specifiek bij het eerder benoemde beleggingsbeleid en overige karakteristieken van het fonds en is dus niet generiek toepasbaar. De maximale rentegevoeligheid van de matchportefeuille op totaalniveau (PV01 10,3 mln) kan vervolgens verdeeld worden over de leeftijdscohorten. De allocatie van de totale maximale rentegevoeligheid van de matchportefeuille naar de verschillende cohorten is een arbitraire keuze. Voor deze analyse hanteren wij de volgende verdeelsleutel: voor de twee oudere cohorten wordt 100% afgedekt en de mate van afdekking voor de resterende jongere cohorten wordt gelijk gehouden op 89%. De resultaten worden weergegeven in Tabel 3.

Tabel 3: Maximale afdekking theoretisch beschermingsrendement per leeftijdscohort

Leeftijdscohort	20 - 45	45 - 50	50 - 55	55 - 60	60 - 65	65 - 105+	Totaal
Rentegevoeligheid matchportefeuille	3.470k	1.550k	1.710k	1.520k	1.120k	900k	10.300k
Maximaal haalbare afdekking o.b.v. verdeelsleutel	89%	89%	89%	89%	100%	100%	92%
Gewenste afdekking	20%	35%	50%	65%	80%	80%	n.v.t.
Gewenste afdekking haalbaar?	✓	✓	✓	✓	✓	✓	n.v.t.

Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.

¹ De mate van renteafdekking wordt gemaximeerd door gebruik van renteswaps en leverage.

De conclusie is dat de gewenste renteafdekking, zoals in dit beleggingsbeleid is vastgesteld, voor elk leeftijdscohort geïmplementeerd kan worden.

Werkelijk beschermingsrendement

Wanneer een pensioenfonds kiest voor het werkelijk beschermingsrendement, krijgt een leeftijdscohort het daadwerkelijk behaalde beschermingsrendement van de beleggingen in de matchportefeuille voor dit cohort. Dat impliceert dat duidelijk moet zijn welke beleggingen in de matchportefeuille voor een specifiek leeftijdscohort bedoeld zijn. Er kan daardoor geen sprake zijn van één gezamenlijke matchportefeuille zonder dat er afspraken worden gemaakt over bijvoorbeeld verdeling van het rendement van de onderpandportefeuille en het storten en afromen van onderpand. Wij zijn van mening dat wanneer er met één onderpandportefeuille gewerkt wordt, het toewijzen van onderpandstromen aan specifieke cohorten erg complex is. In onze analyse gaan wij derhalve uit van separate matchportefeuilles voor elk leeftijdscohort.²

In tegenstelling tot de analyse voor het theoretisch beschermingsrendement benaderen we de analyse voor de maximaal haalbare renteafdekking daarom 'bottom-up'. Dat wil zeggen dat elk leeftijdscohort de rentegevoeligheid van zijn toekomstige pensioenbetalingen afdekt met een eigen matchportefeuille. Ditmaal wordt voor elke afzonderlijke matchportefeuille van een leeftijdscohort vastgesteld hoeveel leverage er maximaal kan worden ingezet, waarbij onderpand in voldoende mate aanwezig is om waardeveranderingen in de swapportefeuille op te vangen. Voor oudere cohorten is een hoger leverage-niveau acceptabel vanwege de lagere duratie van de af te dekken pensioenuitkeringen, voor jongere cohorten geldt het omgekeerde. Onderstaande Tabel 4 toont de resultaten.³

De maximaal haalbare mate van afdekking op totaalniveau is in dit geval 80% en blijft daarmee achter bij het maximaal haalbare niveau bij het theoretisch beschermingsrendement (92%). De jongere cohorten kunnen als gevolg van de separate matchportefeuille minder leverage realiseren en daarmee ook een lagere haalbare afdekking. Voor de leeftijdsgroep 45-50 is de gewenste afdekking van 35% zelfs niet mogelijk. De oudere cohorten kunnen met de eigen matchportefeuille de gewenste afdekking ruim realiseren en zelfs renteafdekkingen van meer dan 100% bereiken. Dit komt door de combinatie van een hogere strategische allocatie naar de matchportefeuille en de kortere duratie van de verwachte pensioenuitkeringen.

Conclusie

Binnen de Solidaire Premiereregeling zal er een keuze gemaakt moeten worden tussen *theoretisch beschermingsrendement* en *werkelijk beschermingsrendement*. De keuze voor theoretisch beschermingsrendement en werkelijk beschermingsrendement heeft consequenties voor de mate van renteafdekking die haalbaar is voor jongere leeftijdscohorten. Doordat er bij de keuze voor het theoretisch beschermingsrendement één matchportefeuille kan worden gehanteerd en derhalve de onderpandportefeuille wordt gedeeld tussen leeftijdscohorten, kan voor jongeren een hogere leverage worden gehanteerd en zo een hogere renteafdekking worden behaald. Voor het werkelijk beschermingsrendement bestaat deze flexibiliteit niet, omdat er voor een elk leeftijdscohort een separate matchportefeuille opgezet dient te worden.

Het theoretisch beschermingsrendement biedt beduidend meer flexibiliteit ten aanzien van de mate van renteafdekking voor met name de jongere leeftijdscohorten.

De maximaal haalbare renteafdekking is bij zowel het theoretisch als werkelijk beschermingsrendement afhankelijk van het gekozen beleggingsbeleid voor de lifecycles. Het is daarom aan te bevelen om het voorgestelde beleggingsbeleid altijd te onderzoeken of dit ook daadwerkelijk geïmplementeerd kan worden.

Tabel 4: Maximale afdekking werkelijk beschermingsrendement

Leeftijdscohort	20 - 45	45 - 50	50 - 55	55 - 60	60 - 65	65 - 105+	Totaal*
Maximaal mogelijke leverage factor	1,5	1,7	2,1	2,4	2,9	3,9	2,0
Matchportefeuille	20%	20%	35%	45%	55%	65%	~40%
Maximaal haalbare renteafdekking	30,8%	34,5%	72,9%	106,6%	157,1%	252,8%	80%
Gewenste afdekking	20%	35%	50%	65%	80%	80%	n.v.t.
Gewenste afdekking haalbaar?	✓	✗	✓	✓	✓	✓	n.v.t.

* De kolom "Totaal" is het resultaat van de geaggregeerde leeftijdscohorten.


Bron: Columbia Threadneedle Investments, illustratief.


² Deze separate portefeuilles kunnen bijvoorbeeld met een beperkt aantal LDI-looptijdfondsen gerealiseerd worden, waarbij ieder leeftijdscohort een andere portefeuillesamenstelling over de LDI-fondsen krijgt.


³ De maximale afdekking is bepaald op basis van cohorten van 5 jaar en vervolgens geaggregeerd tot de getoonde leeftijdsgroepen.


Contactgegevens

 **Columbia Threadneedle Investments**
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam

 **Arthur Stroj**
LDI Client Portfolio Manager, Investment Solutions
arthur.stroj@columbiathreadneedle.com
+44 787-286-7438

 **David van der Stee**
LDI Client Portfolio Manager, Investment Solutions
david.vanderstee@columbiathreadneedle.com
+44 751-371-4136

 **Jan Willemsen**
LDI Client Portfolio Manager, Investment Solutions
jan.willemsen@columbiathreadneedle.com
+44 780-950-1103

 columbiathreadneedle.nl

Telefoongesprekken kunnen worden opgenomen

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl



Belangrijke Informatie:

© 2023 Columbia Threadneedle Investments. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.

Alleen voor professionele beleggers.

Dit financiële promotiemateriaal wordt in Nederland uitgegeven door Columbia Threadneedle Investments en is uitsluitend bedoeld voor marketing- en informatiedoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

Financieel promotiemateriaal wordt uitgegeven voor marketing- en informatiedoeleinden; in het Verenigd Koninkrijk door Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in de EU door Columbia Threadneedle Netherlands B.V., waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM); en in Zwitserland door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH, die optreden als vertegenwoordigingskantoor van Columbia Threadneedle Management Limited.