

Implicaties van het nieuwe pensioencontract

# Beschermingsrendement

November 2020

Marcel Kruse



## Beter af met risicofactorallocatie

Het nieuwe pensioenstelsel lost veel op, maar de gekozen rendementsverdeling tussen oude en jonge pensioendeelnemers kan voor de nodige teleurstelling zorgen. Gelukkig zijn er voor dit potentiële hoofdpijndossier oplossingen te bedenken. Zo kunnen pensioenfondsbesteders door risicofactorallocatie het behaalde beleggingsresultaat op transparante wijze toewijzen aan de verschillende leeftijdscohorten. Dat maakt de kans op teleurstellingen kleiner. Het is ook nog eens goed uitlegbaar aan alle pensioendeelnemers.

Als de Tweede en Eerste kamer akkoord zijn, dan treedt per 1 januari 2022 het nieuwe pensioenstelsel in werking. De bedoeling is dat dit nieuwe contract transparanter en persoonlijker is dan het oude stelsel. Zo hebben pensioendeelnemers meer inzicht in de opgebouwde rechten, de persoonlijke reserve waardoor zij - in theorie althans - vrij eenvoudig hun beleggingsrendement kunnen narekenen. Dit betekent voor pensioenbestuurders dat zij ervoor moeten zorgen dat de verwachting van de deelnemers aansluit op de uitkomst. Afgezien van duidelijke communicatie is een passend beleggingsbeleid gevraagd, waarbij de belangen van alle pensioendeelnemers evenwichtig worden behartigd.

## Risico's jongeren

De verwachting van deelnemers loopt gevaar als het behaalde rendement van de matchingportefeuille (we gaan er hier voor het gemak vanuit dat er een matchingportefeuille is) niet overeenkomt met het uit te keren beschermingsrendement. Dit beschermingsrendement wordt in de Hoofdlijnennotitie Pensioenakkoord van Koolmees beschreven. Het beschermt deelnemers van verschillende leeftijdscohorten, voor een vooraf bepaald percentage, tegen een daling van de rentetermijnstructuur van de DNB. Vooral jongeren, die minder bescherming genieten, lopen risico's. Want mocht het resultaat van de matchingportefeuille lager zijn dan het vastgestelde beschermingsrendement, dan betalen jongeren alsnog mee aan de pensioenen van oudere generaties.

## Ouderen goed beschermd

Ofwel, de gekozen nieuwe rendementsverdeling levert potentieel de nodige hoofdpijn op voor pensioenbestuurders. Dat probleem was er voorheen minder, doordat er ruimte was om te sturen met kortingen en indexatiebeleid. Nu is er geen sprake van verdeling van rendement. Alles vloeit in de grote pot en wie daar het eerst geld uithaalt, is spekkoper. Bij de nieuwe rendementsverdeling is vastgelegd wie beschermd wordt bij veranderingen in de rentetermijnstructuur, en voor hoeveel. De uitkeringen van ouderen zijn grotendeels beschermd als de rentestructuur daalt. Simpel gesteld: hoe hoger de leeftijd van een pensioendeelnemer, hoe groter de bescherming. In de toekomstige praktijk komt het er, simpel gezegd, op neer dat ouderen, die het meest beschermd worden, als eerste langs de kassa gaan om rendement op te halen. Vervolgens wordt het restant verdeeld. Bij onvoldoende rendement betalen jongeren de rekening.

## Altijd teleurstelling bij onvolledige matching

De basis van de vastgestelde hoogte van het beschermingsrendement is gebaseerd op de verandering van de DNB-rentetermijnstructuur. Een probleem kan ontstaan als pensioenbestuurders besluiten de weinig renderende swaps te vervuilen voor alternatieve matchingbeleggingen, zoals bijvoorbeeld bedrijfsobligaties. Die renderen op de lange termijn beter dan swaps, maar op de korte termijn kunnen de prestaties tegenvallen. De waarde van bedrijfsobligaties wordt immers niet alleen gedreven door renteveranderingen, maar ook door veranderingen van de credit spreads (het verschil in rente met staatsobligaties). Als deze spreads sterk stijgen, zoals in maart, dan heeft het pensioenfondsbestuur het nodige uit te leggen. Want stel dat de collectieve pensioenportefeuille 3% opbrengt, maar dat het pensioenfonds door een renteschok 10% aan beschermingsrendement moet uitkeren, dan kan 3% winst voor een jonge deelnemer omslaan in een verlies als de matchingportefeuille niet die 10% heeft gerendeerd.

Het goede nieuws voor jongeren: wordt het beschermingsrendement overtroffen, dan profiteren zij juist, en is er voor ouderen reden tot klagen. Onvolledige matching leidt in die zin altijd tot teleurstellingen, ook al is het op de lange termijn de beste strategie.

## Pensioenfondsbestuurders, leg uit!

Hoe kunnen deze teleurstellingen worden voorkomen? Goed inzicht hebben in de beleggingsrisico's is essentieel. Pensioenfondsbestuurders moeten hun beleggingskeuzes kunnen uitleggen. Dat geldt vooral als de resultaten tegenvallen. De jonge pensioendeelnemers moeten begrijpen dat de solidariteit met de ouderen hun pensioenresultaat negatief beïnvloedt als het beschermingsrendement niet wordt gehaald. Alle pensioendeelnemers beschikken in het nieuwe stelsel weliswaar over een eigen pensioenpot, maar dat is wel in een collectieve omgeving. Dat moet voor de pensioendeelnemers duidelijk zijn. Juist door de transparantie van het stelsel is duidelijke en heldere communicatie alleen maar belangrijker geworden.

## Beleggingsoplossingen

Beleggingstechnisch gezien moet duidelijk zijn welke beleggingen bijdragen aan de matchingportefeuille en welke aan de returnportefeuille. In het geval van beleggingen in bedrijfsobligatiebelegging kan bijvoorbeeld worden gekozen om het rendement in twee stukken te rapporteren. De rente gaat naar de matchingportefeuille, de ontwikkeling van de creditspread naar de returnportefeuille. Dat is gemakkelijk gezegd dan gedaan, maar er zijn mogelijkheden om dat voor elkaar te krijgen. Een andere oplossing is het samenstellen van een interne, virtuele matchingportefeuille, die interne transacties afsluit op basis van marktconforme contracten. Hierdoor is inzichtelijk of het beschermingsrendement al dan niet wordt gehaald.

Belangrijk is in ieder geval dat er wordt gekozen voor een goed uitlegbare uniforme rekenmethode die het behaalde rendement verdeelt over de deelnemers. Dat bevordert de transparantie van het beleid. Op een herhaling van de pensioenonvrede die we de afgelopen tien jaar hebben meegemaakt, zit niemand te wachten. Zeker de pensioendeelnemers niet.

## Kansen voor jongeren

Dat jonge pensioendeelnemers meedelen in de garantstelling voor ouderen betekent overigens niet dat zij altijd de klos zijn. Integendeel. Bij een prudent beleggingsbeleid, waarbij de rente op een goede manier wordt afgedekt, zijn jongeren juist spekkoper. In het nieuwe pensioencontract is een knappe balans gevonden tussen individu en collectief. Jongeren kunnen straks offensiever pensioenbeleggen, waardoor zij op de lange duur een beter resultaat behalen, maar tegelijkertijd is het solidariteitsprincipe niet overboord gegooid. Voor jongeren pakt het vooral negatief uit als de matchingportefeuille minder heeft opgeleverd dan het vastgestelde beschermingsrendement. In dat geval betalen jongeren mee aan de pensioenen van ouderen.

## Uitgangspunten rekenexercitie

Een rekenexercitie, waarbij drie scenario's worden doorgenomen, laat duidelijk zien hoe het zit met de risico's die jonge pensioendeelnemers lopen.

1. Voor de berekening zijn we uitgegaan van drie leeftijdscohorten: jong (26, twee werkjaren), midden (39, vijftien werkjaren) en oud (50, dertig werkjaren). Allen ontvangen pensioen tot 80 jaar. De rentegevoeligheid van de pensioenuitkeringen is daarom gelijkgesteld aan 80 jaar minus de leeftijd van de deelnemer per cohort.
2. Het toegezegde beschermingsrendement wordt, ongeacht of het is verdiend, uitgekeerd aan de leeftijdscohorten. Jong ontvangt 0% beschermingsrendement, midden 40% en oud ontvangt veel bescherming (85%). Eerst wordt het beschermingsrendement afgetrokken van het rendement op de matchingportefeuille. Mocht dit rendement onvoldoende zijn, dan moet er worden bijgepast vanuit de returnportefeuilles van de deelnemers. Het rendement dat overblijft na het uitkeren van het beschermingsrendement wordt conform de verdelingsleutel toegekend aan de rechthebbenden. Belangrijk is ook dat het spreadrendement van matchingbeleggingen volledig wordt toegekend aan de rechthebbenden van de returnportefeuille. Onafhankelijk of het beschermingsrendement is verdiend, krijgen de rechthebbenden dit gegarandeerd uitgekeerd.
3. In de berekening zit jong voor 100% in aandelen, midden 60% en oud 15%, gelijk aan 100% minus gegarandeerd beschermingsrendement. Er wordt immers belegd volgens het life cycle-principe. Hoe jonger de deelnemer, hoe meer beleggingsrisico's worden genomen. Aandelen renderen 10%, credits hebben een coupon van 1%, swaps een couponrente van 0%. De rentegevoeligheid van de creditcomponent is 7 en de rentegevoeligheid van de matchingportefeuille is gekoppeld aan de rentegevoeligheid van het gegarandeerde beschermingsrendement.

De waarde van de pensioenportefeuille per leeftijdscohort is opgebouwd met een aangroei van 3% per jaar en een jaarlijkse inleg van 1. Dit betekent dat cohort jong minder heeft opgebouwd dan de cohorten midden en oud.

- De gebruikte scenario's verschillen van elkaar doordat in het eerste en het laatste scenario de credit ongewijzigd blijft, maar in het derde scenario de rente afdekking onvolledig wordt uitgevoerd. In het tweede scenario wordt net zoals in het eerste scenario de rente afdekking volledig uitgevoerd, maar krijgt het tweede scenario ook te maken met een credit spreaddaling van 50 basispunten.

## Uitkomst basisscenario: Jongeren profiteren

In het gebruikte basisscenario daalt de rentetermijnstructuur met 50 basispunten. Aandelen genereren 10%. De opbrengst van de matchingportefeuille ligt keurig in lijn met de verplichtingen. De matchingportefeuille kent geen spreadimpact.

Voor jongeren pakt dit scenario goed uit. Naast het rendement van 10% op hun aandelen ontvangen zij ook deel van het couponrendement bovenop de DNB rentetermijnstructuur. In plaats van 10% verdienen zij volgens ons rekenvoorbeeld 11,2%. Het laat zien dat (los van het kostenvoordeel) een collectieve aanpak rendabeler is dan werken met individuele portefeuilles. Zij nemen namelijk risico op zich waarvoor zij structureel beloond worden.

## Scenario 2: Iedereen blij

In scenario twee daalt de rentetermijnstructuur wederom met 50 basispunten en genereren aandelen 10% rendement. Ook het beschermingsrendement wordt gehaald. Verschil met het basisscenario is dat de creditspread daalt. De opbrengst van de matchingportefeuille neemt extra toe. Deze wordt verdeeld onder alle deelnemers naar rato van hun deelname daarin. In dit geval bedraagt de opbrengst voor jongeren niet 11,2% maar 15,3%. Hun garantstelling voor ouderen heeft in dit geval een extra positieve kant. Ook de ouderen delen mee, het is niet alleen feest voor de jongeren.

## Scenario 3: Jongeren hebben pijn

Ten slotte is er ook een scenario te bedenken waarbij jongeren wel degelijk de rekening betalen. In dit scenario daalt de rentetermijnstructuur wederom met 50 basispunten en genereren aandelen 10% rendement, maar helaas heeft het pensioenfonds de rente onvoldoende afgedekt. Hierdoor wordt het beschermingsrendement niet gehaald. Terwijl jongeren een positief resultaat van 10% hebben behaald, eindigen zij desondanks met een verlies van 4,5%.

In onderstaande tabel staan de resultaten samengevat.

Rendement	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Pensioenfondsen	13,3%	14,5%	8,6%
Rendement cohort: jong	11,2%	15,3%	-4,5%
Rendement cohort: Midden	12,4%	14,9%	3,0%
Rendement cohort: oud	13,7%	14,3%	11,4%

## Rechtvaardige garantstelling

Wat vertellen de rekenuitkomsten? Voor jongeren is het glas eerder halfvol dan halfleeg. Alleen wijzen op de nadelen van het nieuwe stelsel is niet het juiste verhaal. Dat verhaal is ook dat jongeren meer tijd hebben om jaren met zwakke rendementen goed te maken. Dat zij daarbij meer risico kunnen nemen, verbetert het uiteindelijke resultaat. Die mogelijkheid hebben ouderen veel minder. In die zin is de gekozen garantstelling rechtvaardig. Maar: jongeren hebben weinig vermogen opgebouwd, dus veel van het extra risico komt bij hen terecht. Dat kan verkeerd uitpakken als het beschermingsrendement niet wordt gehaald. Maar gaat het wel goed, waarbij de matchingportefeuille meer rendement opbrengt dan het beschermingsrendement, dan is het resultaat voor jongeren juist extra gunstig.

## Renteafdekking is belangrijk

Het is belangrijk dat het renterisico goed is afgedekt. Is dat niet het geval, dan pakt een dalende rente voor jongeren extra slecht uit. In het nieuwe pensioensysteem is het renterisico beter te hedgen dan in het oude stelsel omdat het renterisico expliciet gemaakt is door het beschermingsrendement. Als de rentedekking niet wordt ingevuld met negatief rentende swaps, maar wordt gekozen voor beter renderende leningen, dan kan de opbrengst van de matchingportefeuille worden verbeterd, zodat het beschermingsrendement kan worden overtroffen. Dat is in het belang van jongeren. De oproep aan pensioenfondsbestuurders: breng de renterisico's goed in kaart.

Positief voor jongeren is dat zij bij overrendement van de matchingportefeuille meer ontvangen dan hun eigen portefeuille heeft opgeleverd. Dat is dubbele winst, geen reden tot klagen.

## Risicofactorallocatie is de oplossing

Maar hoe ziet de ideale inrichting van een beleggingsportefeuille er in het nieuwe pensioencontract uit, waarbij jong én oud er goed uitspringen? Doel is dat met de matchingportefeuille in elk geval het vastgestelde beschermingsrendement wordt gehaald. Dat is immers het rendement dat gegarandeerd wordt uitgekeerd. Daarnaast moet het streven zijn om het risico van de beleggingsportefeuille in overeenstemming te brengen met de risicohouding van de pensioendeelnemers en het daarop gebaseerde risicobudget. Verwachting en realiteit moeten kloppen. Is dat niet het geval, dan hebben pensioenfondsbestuurders veel uit te leggen.

Beleggen op basis van risicofactorallocatie maakt de kans op teleurstellingen kleiner en is beter uitlegbaar aan pensioendeelnemers. Pensioenfondsen bepalen per leeftijdscohort de gewenste gevoeligheid naar een aantal risicofactoren. Denk hierbij aan renterisico, creditspreadrisico, aandelenrisico etc. De totale gevoeligheid naar deze risicofactoren in de beleggingsportefeuille is gelijk aan het risicobudget.

Expliciet beleggen op basis van risicofactorallocatie is niet wijdverbreid, maar is met het nieuwe contract wel heel verstandig om te doen. Pensioenfondsbestuurders kunnen door het alloceren naar risicofactoren het behaalde beleggingsresultaat op transparante wijze toewijzen aan de verschillende leeftijdscohorten. In het nieuwe pensioencontract is transparantie key.

## Twee portefeuilles worden één

Nu zijn de returnportefeuille en de matchingportefeuille van elkaar losgekoppeld en worden ze gescheiden van elkaar geconstrueerd. Beter lijkt ons de combinatie van een ingevulde returnportefeuille op basis van risicofactorallocatie met daar overheen een rentedekkingsstrategie om het beschermingsrendement zeker te stellen. Dat maakt het beheersen van de risico's eenvoudiger. Want we praten de hele tijd wel over twee portefeuilles, maar effectief is er natuurlijk maar eentje. Op basis van het risicobudget en van de risicofactoren kan de gehele beleggingsportefeuille worden ingericht. De mate van risico en de gevoeligheid naar de verschillende risicofactoren is hierdoor inzichtelijk. Dat maakt de kans op verrassingen kleiner.

## Plus meer transparant

Voordeel van deze meer gestructureerde aanpak is ook de transparantie ervan. Het is beter uitlegbaar dan werken met twee verschillende portefeuilles. Vooraf kan worden uitgelegd welke risico's worden genomen. Achteraf kan duidelijk worden verteld welke resultaten het heeft gebracht. Moeilijk is zo een gestructureerde aanpak niet. Het dwingt om vooraf gedegen risico-afwegingen te maken. Dat brengt niet alleen een passend of beoogd rendement dichtbij, maar heeft het voordeel dat resultaten beter uitlegbaar zijn. Zo krijgen pensioendeelnemers het rendement dat in overeenstemming is met de risico's die zij lopen en weten ook nog eens waarom. Dat is uiteindelijk toch waar pensioenfondsbestuurders het voor doen.

In dit rapport zijn drie eerder gepubliceerde artikelen samengevoegd. Deze artikelen hebben als gemene deler de rol van beschermingsrendement in het nieuwe pensioencontract en zijn in september en oktober 2020 gepubliceerd. De originele artikelen zijn terug te vinden op: <https://nl.milliman.com/nl-nl/insight/Voorkom-ellende-in-het-nieuwe-pensioencontract-door-risicofactorallocatie>.



Milliman is among the world's largest providers of actuarial and related products and services. The firm has consulting practices in life insurance and financial services, property & casualty insurance, healthcare, and employee benefits. Founded in 1947, Milliman is an independent firm with offices in major cities around the globe.

[milliman.com](https://milliman.com)

### VRAGEN?



**Marcel Kruse**  
**Director Pension & Investment Risk**  
 Amsterdam  
[marcel.kruse@milliman.com](mailto:marcel.kruse@milliman.com)  
 +31 20 7601 892

© 2020 Milliman, Inc. All Rights Reserved. The materials in this document represent the opinion of the authors and are not representative of the views of Milliman, Inc. Milliman does not certify the information, nor does it guarantee the accuracy and completeness of such information. Use of such information is voluntary and should not be relied upon unless an independent review of its accuracy and completeness has been performed. Materials may not be reproduced without the express consent of Milliman.