

HET NIEUWE PENSIOEN- CONTRACT: EERLIJK ZULLEN WE ALLES VERDELEN

Door Rik Albrecht en Marcel Kruse

Een grote uitdaging van het Nieuwe Pensioencontract (NPC) is de evenwichtige verdeling van het rendement over de deelnemers. Pensioenfondsen hebben de keuze uit twee toedelingsmethoden. Dit artikel zet de methoden naast elkaar.

In het NPC heeft iedere deelnemer zijn individuele pensioenvermogen, maar dit wordt belegd in een collectieve portefeuille. Het is een collectieve vorm van life cycle-beleggen, waarbij het gerealiseerde rendement van de collectieve beleggingsportefeuille over de verschillende deelnemers wordt verdeeld op basis van door het bestuur van tevoren vastgestelde toedelingsregels.

Kern van het nieuwe pensioencontract is dat deelnemers niet langer een vastgestelde pensioenuitkering wordt toegezegd. In plaats daarvan wordt een premie toegezegd, die aan ieders

individuele pensioenvermogen wordt toegevoegd en collectief wordt belegd. De uiteindelijke hoogte van de pensioenuitkering is onzeker. Om toekomstige pensioenen te stabiliseren, wordt een beschermingsrendement toegezegd, dat meer een rol speelt bij ouderen dan bij jongeren. Hierdoor wordt de uitkering aan ouderen minder gevoelig gemaakt voor renteveranderingen. Uitgangspunt is tevens dat bij de toedelingsregels geen herverdeling van risico's mag plaatsvinden.

Helaas is een evenwichtige toedeling makkelijker gezegd dan gedaan. Op de top-down toedelingsmethode, zoals die in de hoofdlijnennotitie van 22 juni 2020 staat beschreven, is namelijk wel wat af te dingen. Het kan namelijk leiden tot herverdeling van renterisico tussen jong en oud. Daarom is aan het consultatiedocument van 18 december 2020 een bottom-up toedelingsmethode toegevoegd.

Pensioenfondsbestuurders zullen een keuze moeten maken tussen beide toedelingsmethodieken. Bij het bepalen van het beleggingsbeleid is dit een van de belangrijkste beslissingen die pensioenbestuurders moeten maken. Het is de bedoeling dat deelnemers een passend rendement krijgen en dat alle belangen evenwichtig worden afgewogen. Wat zijn die twee methoden? Welke is het meest passend?

Het voorkomen van herverdeling van risico's is een van de grootste uitdagingen bij het toedelen van beschermingsrendement.

METHODE 1: TOCH HERVERDELING VAN RISICO'S

In de eerste methode, de top-down methode is het beschermingsrendement afhankelijk van mutaties van de nominale rentetermijnstructuur van DNB. Als een (oudere) deelnemer recht heeft op 100% beschermingsrendement, dan ontvangt die precies het rendement dat DNB heeft bepaald. Dat is eenvoudig uit te leggen. Heel transparant.

Probleem is alleen dat het in de praktijk niet mogelijk is de nominale rentetermijnstructuur van DNB risicovrij te verdienen. Een swap is immers geen belegging, maar slechts een uitwisseling van rentes. Het pensioenfonds ontvangt de lange rente, maar moet de korte rente betalen. Om die korte variabele rente te verdienen, zal het pensioenfonds het geld moeten beleggen in een portefeuille van cash en kortlopende



Rik Albrecht

obligaties, waardoor spreadrisico ontstaat. Bovendien is het in de praktijk onbegonnen werk om een matchingportefeuille in te richten die exact aansluit bij het toegezegde beschermingsrendement van de verschillende deelnemers. Hierdoor ontstaat er ruis tussen het rendement dat op basis van de nominale rentetermijnstructuur van DNB moet worden uitgekeerd en het gerealiseerde rendement van de matchingportefeuille.

Het grote gevaar is dat deze ruis via de achterdeur van het overrendement alsnog wordt herverdeeld over alle deelnemers, precies dat wat in het nieuwe stelsel moest worden voorkomen. Jongeren krijgen onverwacht en ongewenst met allerlei mismatchrisico's te maken, die ontstaan als gevolg van een toegezegd beschermingsrendement voor ouderen waar zij niets mee te maken hebben.

Omdat in de top-down methode wordt gewerkt met een matchingportefeuille is de administratie ervan tamelijk eenvoudig en kunnen de kosten laag worden gehouden. Dat is een grote plus.

METHODE 2: EVENWICHTIG MAAR GECompliceerd

Bij de tweede methode, ook wel de bottom-up methode genoemd, richt het pensioenfonds aparte renteportefeuilles in met verschillende looptijden waar de leeftijdscohorten in participeren. Dit komt overeen met de LDI-portefeuilles, waar veel pensioenfondsen nu al mee werken. Deze renteportefeuilles kunnen bestaan uit staatsobligaties, bedrijfsobligaties, hypotheek, swaps et cetera. Achteraf wordt berekend wat het gerealiseerde rendement van deze renteportefeuilles is en de verschillende participanten krijgen dat rendement bijgeschreven. Dat rendement zal grotendeels uit rente bestaan, maar ook kredietrisico en andere mismatchrisico's kunnen daaraan bijdragen.

Het grote voordeel van de bottom-up methode is dat herverdeling van risico's wordt voorkomen. Nadeel is dat de invulling van de renteportefeuille per pensioenfonds zal verschillen. De

methode is ook weinig transparant. Deelnemers weten niet precies hoeveel en welke risico's zij lopen. Rendementen zijn lastig te verifiëren. Daarnaast is deze methode gecompliceerd, lastig te administreren en duurder.

DE WINNAAR IS?

Welke methode heeft de voorkeur? De eerste methode is in beginsel eenvoudig uit te leggen, want de methode is transparant en verifieerbaar. Het is fijn oudere deelnemers harde toezeggingen te kunnen doen. Voordeel is ook dat het beschermingsrendement voor alle pensioenfondsen hetzelfde is, want deze wordt door DNB vastgesteld. Administreren is relatief eenvoudig. Problematisch is wel dat deze top-down methode aanleiding kan zijn tot de herverdeling van risico's. Het verwijt van misleiding ligt dan al snel op de loer. Zeker jongeren kunnen reden hebben tot klagen als het beschermingsrendement voor ouderen deels wordt afgetrokken van hun overrendement.

De tweede methode is evenwichtiger, maar minder transparant. Immers, deelnemers ontvangen geen heldere toezegging en participeren in een aantal ondoorzichtige renteportefeuilles waarvan de inhoud, werking en risico's voor hen onduidelijk zijn. Herverdeling van risico's is niet aan de orde.

Voor beide methoden geldt dat een pensioenfonds heel helder moet communiceren wat de bescherming precies behelst en wat niet. Bij de eerste methode zal moeten worden verteld dat ruis in de rente-afdekking via het overrendement bij jongeren terecht komt. Bij methode twee is het beschermingsrendement minder concreet, waardoor ouderen een minder stabiele pensioenuitkering krijgen dan voorgespiegeld.

Bestuurders moeten zelf de afweging maken welke methode het beste past. Wel moet het bestuur zich bewust zijn van de consequenties van de keuze. Bij deze keuze zal zeker ook worden gekeken naar het kostenverschil. Bij methode twee komt meer administratie kijken. De



Foto: Archief Marcel Kruse

Marcel Kruse

eerste methode is simpel, waardoor het eenvoudig is de kosten laag te houden. Mocht er om die reden voor deze methode worden gekozen, dan moet het bestuur zoveel mogelijk beperken dat risico's worden herverdeeld door de matchingportefeuille zo goed mogelijk af te stemmen op het toegezegde beschermingsrendement. «

SAMENVATTING

- In het NPC is deelnemers een evenwichtige rendementsverdeling toegezegd, maar deze toezegging is in de praktijk lastig te realiseren.
- Pensioenfondsen hebben de keuze uit twee toedelingsmethoden.
- De eerste methode, top-down, is eenvoudig uit te voeren, maar kan leiden tot herverdelingsrisico's. Methode twee, die bottom-up is, blijkt evenwichtig maar complex.
- Pensioenfondsen moeten zelf afwegen welke methode het beste past. Het kostenaspect zal daarbij een grote rol spelen.

Dit artikel werd geschreven voor Rik Albrecht, Professioneel Pensioenfondsbestuurder Vermogensbeheer, en Marcel Kruse, Director Pension & Investment Risk bij Milliman.