

## 5 vragen over... De beschermings- portefeuille onder de solidaire premieregeling

### Achmea Investment Management

In het huidige FTK heeft bij de invulling van de LDI-portefeuille altijd de nadruk gelegen op het beperken van risico. In de SPR is het nemen van een verantwoorde mate van risico niet alleen wenselijk, maar ook noodzakelijk om aan de rendementsdoelstellingen te voldoen. Bij de keuze voor indirect beschermingsrendement ligt dit rendement bij voorkeur boven de risicovrije rente. Dat betekent dat pensioenfondsen op een andere wijze naar de inrichting van de beschermingsportefeuille gaan kijken. Een pensioenfonds heeft verschillende mogelijkheden om aan zijn rendementsdoelstelling te kunnen voldoen. We beantwoorden de 5 belangrijkste vragen.

#### In hoeverre verandert de doelstelling van de beschermingsportefeuille?

Dat hangt af van de keuze die een pensioenfonds maakt over de methode om het beschermingsrendement te bepalen. In de SPR maken we onderscheid tussen direct en indirect beschermingsrendement. Bij direct beschermingsrendement wordt het daadwerkelijk behaalde rendement op de beschermingsportefeuille toegekend aan deelnemers terwijl bij indirect beschermingsrendement het toegekende rendement is gebaseerd op de rentetermijnstructuur (RTS) van DNB, ofwel de swapcurve. In de praktijk lijken pensioenfondsen vooral te kiezen voor indirect beschermingsrendement.

De doelstelling bij indirect rendement is om in ieder geval de RTS te behalen tegen een zo laag mogelijk risico. Het verschil tussen het daadwerkelijk behaalde beschermingsrendement en het toegekende beschermingsrendement op basis van de RTS zorgt voor mismatchrisico. Dit risico komt via het overrendement voornamelijk terecht bij de jongere leeftijdscohorten, aangezien zij de grootste blootstelling naar het overrendement hebben. Het mismatchrisico ontstaat door meerdere factoren, sommige daarvan zijn onvermijdelijk terwijl andere te sturen zijn.

*De Wet Toekomst Pensioenen (WTP) betekent een overstap naar een nieuwe wereld. De pensioen-toezegging wordt vervangen door een premie-toezegging en een persoonlijk pensioenvermogen. Straks wordt er alleen nog pensioen opgebouwd in premieregelingen. Dit heeft consequenties voor de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen.*

*Het nieuwe pensioen moet beter aansluiten bij de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en krijgt een beleggingsbeleid dat nauw is afgestemd op de leeftijd en risicobereidheid van deelnemers. Pensioenfondsen hebben daarbij de keuze tussen de Solidaire Premieregeling (SPR) en de Flexibele Premieregeling (FPR). Een breed gespreid beleggingsuniversum blijft gewenst.*

*Samen naar uw duurzame financiële toekomst, dat is waar Achmea IM voor staat. Daarom kijken onze specialisten vooruit en maken ze het verschil voor onze klanten bij de transitie van het beleggingsbeleid richting WTP.*

Eén factor die (deels) te sturen valt is spreadrisico. Dit is het risico dat de rente op een obligaties anders beweegt dan de swaprente.

Omdat de beschermingsportefeuille met name is bedoeld voor het beschermen van het opgebouwde vermogen van de oudere leeftijdscohorten, dient een pensioenfonds goed na te denken hoeveel spreadrisico op te nemen in de beschermingsportefeuille. Aangezien obligaties een belangrijke rol spelen in de renteafdekking en als onderpand moeten worden aangehouden, beschouwen wij dit spreadrisico deels als een onvermijdelijk restrisico.

Het is belangrijk dat pensioenfondsen rekening houden met de effecten van dit restructuurrisico tussen verschillende leeftijdsgroepen.

### Kan er leverage worden toegepast in de beschermingsportefeuille?

Dat kan zeker. De doelstelling van de beschermingsportefeuille is om het renterisico van een deel van de toekomstige uitkeringen af te dekken. Dit kan door de portefeuille in te vullen met vastrentende waarden en renteswaps. In de praktijk is de beschermingsportefeuille te klein om het renterisico alleen met vastrentende waarden af te dekken. Dit komt omdat pensioenfondsen vaak kiezen voor een lifecycle met een hoge allocatie naar de rendementportefeuille. Er blijft hierdoor maar weinig geld over om in de beschermingsportefeuille te beleggen. Om het renterisico toch af te kunnen dekken, zal het pensioenfonds renteswaps inzetten.

Door renteswaps te gebruiken ontstaat er een liquiditeitsbehoefte. Het pensioenfonds moet voldoende geschikte obligaties en liquiditeiten achter de hand hebben om onderpand te kunnen storten. Er kan dus niet onbeperkt leverage worden toegepast. Daarnaast kan veel leverage ervoor zorgen dat het verwachte rendement op obligaties en liquiditeiten te laag is om de RTS goed te maken.

### Passen illiquide beleggingen in de beschermingsportefeuille?

Beleggingen die minder liquide zijn, passen zeker in de beschermingsportefeuille. Een voorbeeld hiervan zijn hypotheken, die voor veel fondsen nu ook onderdeel zijn van de LDI-portefeuille. Het voordeel is dat door de liquiditeitspremie het verwachte rendement toeneemt waardoor de rendementsdoelstelling van de beschermingsportefeuille kan worden gerealiseerd. Keerzijde hierbij is dat de verhandelbaarheid van de beschermingsportefeuille hiermee afneemt. Met deze keuze doet een pensioenfonds hier dus een concessie aan. Verder kunnen illiquide beleggingen niet als onderpand worden gestort.

Het is onwenselijk om de hele beschermingsportefeuille vullen met illiquide beleggingen omdat er dan onvoldoende onderpand is en het niet mogelijk is om de in- en uitstroom van de beschermingsportefeuille te faciliteren. Onder de SPR verwachten wij dat de in- en outflows uit de beschermingsportefeuille toenemen.

Door de marktbewegingen veranderen namelijk de verwachte uitkeringen en dat is een maand later terug te zien in de allocatie naar de beschermingsportefeuille en de af te dekken kasstromen.

### Welke veranderingen zijn er te verwachten in de portefeuille met staatsobligaties?

De overgang naar de SPR biedt pensioenfondsen de kans om de inrichting van de staatsobligatieportefeuille opnieuw onder de loep te nemen. Een aantal factoren die in het FTK een grote rol speelden, zijn in de SPR minder van belang.

Ten eerste zullen veel pensioenfondsen minder staatsobligaties als onderpand nodig hebben. Dit komt omdat voor veel fondsen de renteafdekking daalt. Verder daalt geleidelijk de omvang van bilaterale renteportefeuille als gevolg van de clearingverplichting. Hierdoor zijn staatsobligaties niet langer de hofleverancier van onderpand maar wordt de nadruk verschoven naar goed liquiditeitsmanagement. Er ontstaat hierdoor ruimte in de portefeuille om staatsobligaties om te wisselen voor andere vastrentende waarden met een hoger verwacht rendement.



Naast onderpandcriteria, hadden pensioenfondsen onder het FTK ook nog een andere reden om te kiezen voor enkel staatsobligaties met de hoogste kredietwaardigheid (AAA). Deze obligaties zijn namelijk vrijgesteld voor het bepalen van de kredietopslag voor het VEV. Obligaties met een lagere, maar nog steeds zeer hoge kredietwaardigheid, kennen die vrijstelling niet. Met het verdwijnen van deze beperking kan het pensioenfonds de selectie van

uitgevend landen uitbreiden. Het toevoegen van meer landen in de beschermingsportefeuille verhoogt de diversificatie, en verlaagt daarmee het risico in de portefeuille. Daarnaast biedt dit een hoger verwacht rendement wat noodzakelijk is om het indirecte beschermingsrendement te behalen. Een brede selectie aan landen betekent ook dat een breed universum aan liquide instrumenten ter beschikking staat van de portefeuillemanager. Dit draagt bij aan flexibiliteit in het managen van de portefeuille en het beperken van transactiekosten. Ten slotte betekent het uitbreiden van staatsobligaties in de beschermingsportefeuille ook dat er voor pensioenfondsen meer kansen ontstaan om ESG-factoren mee te laten wegen in de inrichting van de beschermingsportefeuille.

Naast de uitbreiding van het aantal landen bestaat ook meer ruimte om in de beschermingsportefeuille in andere obligaties te beleggen. Hierdoor kan de rendementsdoelstelling beter worden gerealiseerd.

### **Wat verandert er in de praktijk aan het proces van bijsturing van de beschermingsportefeuille?**

Als gevolg van marktbevingen verwachten wij dat er maandelijks grotere aanpassingen in de beschermingsportefeuille nodig zijn dan onder het FTK. Onder het FTK zijn de verwachte pensioenuitkeringen redelijk constant. De grootste verandering komt doorgaans doordat er jaarlijks een indexatie of korting van de verwachte uitkeringen plaatsvindt. Onder de SPR krijgt iedere deelnemer een persoonlijk pensioenvermogen waardoor de verwachte pensioenuitkeringen maandelijks fluctueren. Dit kan aanleiding zijn om de renteafdekking vaker bij te sturen. Daarnaast kan ook de in- en outflows in en uit de beschermingsportefeuille groter zijn dan onder het FTK. Dit komt omdat de persoonlijke pensioenvermogens en de af te dekken kasstromen van maand-op-maand sterker bewegen dan in het FTK. Ten slotte is in het proces van bijsturing een gestroomlijnde afstemming met de pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) noodzakelijk om de gegevens correct en tijdig te kunnen verwerken zodat de vermogensbeheerder de bijsturing adequaat kan uitvoeren. Dit betekent dat een efficiënt beleggings- en bijsturingproces in de SPR nog belangrijker wordt dan het nu al is.

## Auteurs



**Jasper Valstar**  
Sr. Portfolio Manager LDI



**Marten Naaktgeboren**  
Manager Balansmanagement  
Advies

[www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl)

### **Goed voorbereid op de WTP**

Op [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel) vindt u nog veel meer informatie om u goed voor te bereiden op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel.

### **Contact**

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management. Of met Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@achmea.nl](mailto:Mark.Bakker@achmea.nl), +31 6 101 851 94.

## 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 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. Dit is reclame. 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 ontleen. 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](https://www.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.