

Hoe robuust is uw SPR beleggingsbeleid?

Veel pensioenfondsen hebben de contouren van hun beleggingsbeleid voor de solidaire premieregeling (SPR) vastgesteld, maar vaak ontbreekt nog een belangrijk aspect: de uitvoerbaarheid op de langere termijn. In het kort: markten bewegen, rendementen worden toebedeeld, persoonlijke vermogens en kasstromen muteren en op totaal niveau is een nieuwe allocatie vereist tussen de rendements- en matchingsportefeuille. Het is mogelijk dat deze nieuwe verdeling niet uitvoerbaar is, bijvoorbeeld omdat teveel kapitaal in de rendementsportefeuille benodigd is of omdat de onderpandseis van de matchingsportefeuille problematisch wordt. Door flexibiliteit en aanpassingsvermogen in te bouwen in het beleggingsbeleid kunnen pensioenfondsen ervoor zorgen dat de SPR-regeling op de lange termijn succesvol blijft en de beloofde doelen kan behalen.

Hoe zit het ook alweer? – In de SPR is de portefeuilleverdeling dynamisch

In de SPR wordt net als nu één totale portefeuille beheerd. Echter, risico's worden niet langer collectief gedragen en deelnemers krijgen een eigen persoonlijk gereserveerd vermogen. Dit vermogen groeit maandelijks door toebedeling van rendement op basis van het gekozen beleid voor beschermings- en overrendement. Dit heeft verschillende gevolgen:

De **vermogens** van de deelnemers veranderen, wat leidt tot veranderingen in de vereiste blootstelling aan overrendement. Hierdoor verandert ook de totale vereiste allocatie naar de rendementsportefeuille.

De **geprojecteerde uitkeringen** veranderen, wat invloed heeft op de af te dekken kasstromen en daarmee op de onderpandseis.

Dit betekent dat de vereiste allocatie naar de rendementsportefeuille beweegt door de tijd, want deze is afhankelijk van de vermogens die periodiek wijzigen. Hetzelfde geldt voor de renteafdekking, die afhankelijk is van de geprojecteerde uitkeringen die periodiek muteren. Deze dynamiek is fonds specifiek en kan dus voor iedere regeling anders uitpakken.

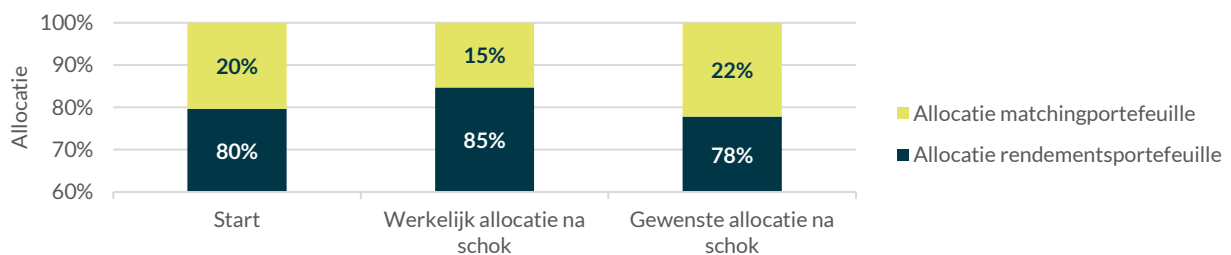
Het effect van marktschokken op de vereiste portefeuilleverdeling is afhankelijk van drie aspecten:

De samenstelling van deelnemers in het fonds (leeftijd, vermogen en geprojecteerde uitkeringen).

De omvang van de schokken en mutaties op financiële markten.

Het beleid van het fonds inclusief de benodigde mate van bescherming en de concrete invulling van het overrendement

Figuur 1 Portefeuille-allocatie



Bron: VLK IM

Figuur 1 illustreert de impact van een rentestijging van +1% en een negatieve schok van -20% op de rendementsportefeuille. De werkelijke allocatie naar de rendementsportefeuille neemt toe (+5%-punt), terwijl de benodigde 'nieuwe' allocatie aan de

rendementsportefeuille juist daalt (-2%-punt). Na de schok en na toebedeling van het rendement is het dus nodig om te herbalanceren naar de nieuwe vereiste norm. Effectief wordt dan 8% van de rendementsportefeuille verkocht.

Pas op: Het beleid voor lifecycles kan in potentie niet meer uitvoerbaar zijn...

Zoals eerder geïllustreerd zal het vereiste collectieve beleid door de tijd wijzigingen door marktbevingen. Dit leidt tot het reële risico dat het beleid niet langer uitvoerbaar is. Zo kunnen scenario's zich voordoen waarin het fonds of in liquiditeitsproblemen komt (niet kunnen voldoen aan onderpandis voor de renteafdekking), of niet kan herbalanceren naar de benodigde allocatie naar de rendementsportefeuille. Dit laatste kan gebeuren als de vereiste allocatie naar de rendementsportefeuille zo groot wordt dat te weinig vermogen resteert om de renteafdekking zonder onaanvaardbare liquiditeitsrisico's in te vullen.

In een dergelijk scenario is het beoogde beleid niet langer uitvoerbaar en dit heeft onbedoelde consequenties voor de deelnemers. Dit betekent dat compromissen moeten worden gesloten met betrekking tot de beloofde mate van overrendement en/of bescherming. Het beleid moet mogelijk herzien worden. Met andere woorden, de pensioenregeling is in dit geval niet robuust tegen grote schokken op financiële markten.

Waardoor ontstaat dit robuustheidsrisico?

De kracht van de solidaire premieregeling (SPR) zit in de combinatie van een collectief beleid met de mogelijkheid risico's leeftijdsspecifiek toe te wijzen. Hierdoor is het beleggingsbeleid efficiënter vorm te geven dan normaliter mogelijk is in de traditionele DC producten, waarbij veelal sprake is van unit-linked producten.

Bijvoorbeeld, de individuele toewijzing van beleggingsrisico wordt in SPR in mindere mate begrensd. Zo kunnen jongeren voor meer dan 100% blootgesteld worden aan de rendementsportefeuille gecombineerd met 20% renteafdekking en kan voor gepensioneerden 100% afdekking van het renterisico gecombineerd worden met 50% blootstelling aan de rendementsportefeuille. In het collectieve beleid kan dit vervolgens efficiënt vormgegeven worden via voor pensioenfondsen gebruikelijke structuur van een matching- en rendementsportefeuille.

Het effect van bovenstaand voorbeeld is dat de allocatie naar de rendementsportefeuille binnen de collectieve portefeuille voor de meeste fondsen gaat toenemen ten opzichte van het huidige beleid, waardoor de facto de matchingportefeuille kleiner wordt.

Bij aanvang worden de verdeelsleutels voor overrendement en beschermingsrendement vaak zodanig ingericht dat er zo min mogelijk onbenut vermogen resulteert, zodat elke euro aan het werk wordt gezet voor de deelnemers.

Het is echter, wanneer de markten fluctueren en de individuele vermogens muteren, na verloop van tijd noodzakelijk dat het collectieve beleid van de SPR in lijn blijft met de vastgestelde lifecycles. Dit kan op termijn knellen door de liquiditeitsvereiste van de matchingportefeuille en/of door de benodigde aanpassing van de rendementsportefeuille. Hierdoor ontstaat de kans dat het beleggingsbeleid niet geherbalanceerd kan worden naar het benodigde beleggingsbeleid.

...maar met een robuustheidstoets kan het beleid gekeurd worden

Wij zijn van mening dat het belangrijk is om herbalanceringseffecten van het beleid te stresstesten. Dit noemen wij de robuustheidstoets. Robuustheid kent twee dimensies:

Het voldoen aan beleid voor overrendement op de lange termijn: voldoende kapitaal aan de rendementsportefeuille kunnen blootstellen.

Voldoen aan beleid voor beschermingsrendement op de lange termijn: het hebben van voldoende liquide middelen om te voldoen aan de onderpandis voor de renteafdekking.

Door een combinatie van deterministische stress scenario's voor rente en de rendementsportefeuille te analyseren, kan worden beoordeeld of een beleid nog steeds kan worden uitgevoerd en onder welke scenario's dit knelt. Hierbij wordt rekening gehouden met de vermogensverdeling in het fonds en het vormgegeven beleid.

Componenten van een robuust beleid

Hieronder worden de drie belangrijke componenten besproken die invloed hebben op de robuustheid (lange termijn uitvoerbaarheid) van een pensioenregeling. Om te zorgen dat het beleid uitvoerbaar blijft, kunnen pensioenfondsen deze

componenten gebruiken voor het ijken van het beleggingsbeleid. Daarnaast kunnen fondsen ook (tijdelijke) maatregelen opnemen in hun strategisch beleid die gebruikmaken van deze componenten, in het geval dat het beleid in de praktijk niet meer uitvoerbaar is. Wanneer zo'n tijdelijke maatregel wordt genomen, fungeert deze ook als signaal om kritisch naar het beleid te kijken en indien nodig te herzien.

1. Lifecycle beschermingsrendement

De liquiditeitsvereiste vanuit de matchingportefeuille (LDI) speelt een essentiële rol in de robuustheid van een beleid. Het liquiditeitsrisico moet te allen tijde voldoende beheerst worden, anders kan het beleid voor beschermings- of overrendement niet meer worden uitgevoerd. Dit leidt tot een minimaal benodigde omvang van de matchingsportefeuille. Als meer bescherming wordt geboden, neemt de onderpandis toe en daarmee de minimale omvang van de matchingsportefeuille. **Een regeling met een hoge renteafdekking per leeftijd zal eerder tegen de grenzen van robuustheid aanlopen dan een regeling met minder renteafdekking.** Een mogelijke (tijdelijke) maatregel die het fonds kan opnemen in het beleid, wanneer de regeling niet meer uitvoerbaar is, is het verminderen van de renteafdekking door de lifecycle voor beschermingsrendement aan te passen voor de verschillende leeftijdscohorten of door bewust een mismatch risico toe te staan binnen de gestelde grenzen.

2. Lifecycle allocatie rendementsportefeuille

De vertaling van de lifecycle naar de omvang van de rendementsportefeuille en de vermogens per cohort bepalen de collectieve allocatie naar de rendementsportefeuille. **Een regeling met een hoge allocatie naar de rendementsportefeuille zal eerder tegen de grenzen van robuustheid aanlopen, dan een regeling met een lage allocatie naar de rendementsportefeuille.** Een mogelijke (tijdelijke) maatregel die het fonds kan opnemen in het beleid, wanneer de regeling niet meer uitvoerbaar is, is het bewust de allocatie naar de rendementsportefeuille onder het benodigde niveau houden, wat impliceert dat de blootstelling naar overrendement lager ligt dan vereist is.

3. Diversificatie met vastrentende waarden in de portefeuille

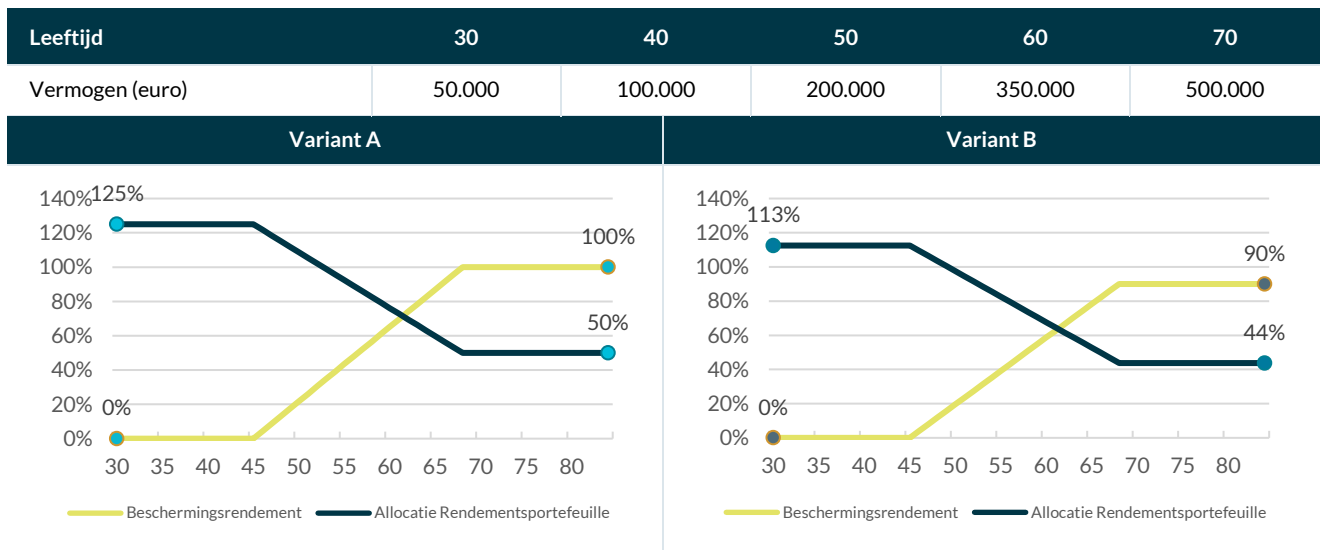
Vastrentende waarden hebben een diversifiërende rol in het de portefeuille. Echter, vastrentende waarden leveren historisch minder overrendement op dan zakelijke waarden. Ook zijn vastrentende waarden zoals hypotheek en bedrijfsobligaties minder kapitaalefficiënte instrumenten voor de renteafdekking in vergelijking tot derivaten in de LDI-portefeuille. Oftewel, het gebruik van diversificatie zorgt voor een beter gediversifieerd beleid, maar leidt ook tot groter benodigde allocaties om de gestelde ambities en doelen te realiseren. **Een regeling met een grote allocatie naar vastrentende waarden in de portefeuille zal eerder tegen de grenzen van robuustheid aanlopen, dan een regeling met een kleine allocatie naar vastrentende waarden in de portefeuille.** Een mogelijke (tijdelijke) maatregel die het fonds kan nemen, wanneer de regeling niet meer uitvoerbaar is, is het omzetten van vastrentende waarden naar zakelijke waarden voor de rendementsportefeuille en naar liquiditeiten voor de matchingportefeuille. Hierbij wordt effectief diversificatie ingeruild voor liquiditeit.

Voorbeeldanalyse van een robuust en niet-robuust beleid

Aannames

In deze analyse gebruiken we een fictief pensioenfonds met vijf deelnemers zonder solidariteitsreserve. Er wordt uitgegaan van een vlakke rentecurve van 2%. We onderzoeken twee beleidsvarianten voor beschermings- en overrendement voor dit fonds, die sterk op elkaar lijken. Beleidsvariant A biedt relatief veel beschermings- en overrendement, terwijl beleidsvariant B iets minder beschermings- en overrendement biedt. Figuur 2 toont de vermogensverdeling en het beleid voor beschermings- en overrendement. Beide varianten hebben dezelfde allocatie naar beleggingscategorieën binnen de rendementsportefeuille, met een blootstelling aan 80% zakelijke waarden en 20% vastrentende waarden. De allocatie naar de rendementsportefeuille sluit aan bij de lifecycle voor overrendement.

Figuur 2 Vermogensverdeling van een fictief fonds en twee beleidsvarianten voor beschermings- en overrendement



Bron: VLK IM

Aan de start, vóór marktschokken, lijken beide beleidsvarianten robuust...

Figuur 2 toont de resultaten van de robuustheidsanalyse van beide beleidsvarianten voor het fictieve pensioenfonds. Onder 'start' is te zien dat beide beleidsvarianten bij aanvang uitvoerbaar zijn. Het beleid voldoet aan de vereiste allocatie naar de rendementsportefeuille en tegelijkertijd bevat de matchingportefeuille voldoende liquide middelen. Sterker nog, na aftrek van de onderpandis voor LDI hebben beide varianten een liquiditeitsbuffer in de matchingportefeuille (respectievelijk 6% en 16% voor beleidsvarianten A en B).

...maar op de langere termijn is variant A niet meer uitvoerbaar

We belichten een extreem scenario waarin de rente met +5% stijgt en de rendementsportefeuille over een langere periode een resultaat van -50% behaalt. De resultaten worden weergegeven onder 'na schok'.

Na het voltrekken van dit scenario blijkt dat beleidsvariant A niet meer uitvoerbaar is. Er is €256,000 nodig in de rendementsportefeuille om te voldoen aan de lifecycle voor overrendement en €107,000 in de matchingportefeuille om te kunnen voldoen aan de onderpandis. Helaas is er niet voldoende kapitaal om deze allocaties in te vullen, zoals blijkt na herbalancering, waarbij het vermogen in de matchingportefeuille negatief is. Met andere woorden, de vereiste herbalancering kan niet uitgevoerd worden en er kan niet meer aangesloten worden bij het vereiste beleid. Deze beleidsvariant is niet robuust. Daarentegen is beleidsvariant B wel robuust. Er is voldoende kapitaal voor de vereiste allocatie naar de rendementsportefeuille en matchingportefeuille na schok.

Tabel 3 Resultaten robuustheidsanalyse van beleidsvarianten A en B voor een fictief pensioenfonds

Start	Beleid A		Beleid B	
	€	%	€	%
Allocatie rendementsportefeuille	€ 921,196	77%	€ 819,429	68%
Allocatie matchingportefeuille (X)	€ 278,804	23%	€ 380,571	32%
Vereiste allocatie rendementsportefeuille	€ 921,196	77%	€ 819,429	68%
Onderpandis matchingportefeuille (Y)	€ 209,089	17%	€ 188,180	16%
Allocatie matchingportefeuille na aftrek onderpandis (X-Y)	€ 69,715	6%	€ 192,390	16%
Na schok (+5% rente, -50% rendementsportefeuille)				
Allocatie rendementsportefeuille	€ 460,598	149%	€ 409,715	102%
Allocatie matchingportefeuille	-€ 151,256	-49%	-€ 6,483	-2%

	Beleid A		Beleid B	
Vereiste allocatie rendementsportefeuille	€ 256,731	83%	€ 290,543	72%
Na herbalancering (naar vereiste allocatie na schok)				
Allocatie rendementsportefeuille	€ 256,731	83%	€ 290,543	72%
Allocatie matchingportefeuille (X)	€ 52,612	17%	€ 112,688	28%
Vereiste allocatie rendementsportefeuille	€ 256,731	83%	€ 290,543	72%
Onderpandais matchingportefeuille (Y)	€ 107,279	35%	€ 104,292	26%
Allocatie matchingportefeuille na aftrek onderpandais (X-Y)	-€ 54,668	-18%	€ 8,396	2%
Robuust (op lange termijn uitvoerbaar)?	Nee		Ja	

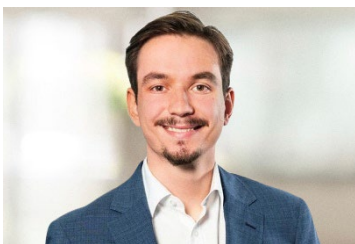
Bron: VLK IM

Tabel 3 geeft een overzicht van de resultaten van de robuustheidsanalyse voor beide beleidsvarianten van het fictieve fonds. Op basis van dit voorbeeldscenario concluderen we dat beleidsvariant A niet robuust is, terwijl beleidsvariant B wel robuust is. In de praktijk worden meerdere scenario's onderzocht, waaronder ook scenario's met een rentedaling en een positief rendement op de rendementsportefeuille. In het laatste scenario kan een 'luxeprobleem' ontstaan, waarbij het collectieve vermogen aanzienlijk toeneemt door positieve beschermings- en overrendementen. Deze vermogensstijging kan echter knellen in de uitvoerbaarheid omdat het sterk toegenomen vermogen resulteert in hogere geprojecteerde uitkeringen en daarmee bescherming en vereist onderpand. Daarnaast hangt de impact van marktschokken ook af van de kenmerken van het fonds. Als het vermogen anders verdeeld is over de deelnemers, kan het beleid al bij kleinere marktschokken de grenzen van robuustheid bereiken.

Kortom, houd rekening met de robuuste uitvoerbaarheid van het beleggingsbeleid

Pensioenfondsen moeten het beleid testen en rekening houden met verschillende marktsituaties. Door ervoor te zorgen dat het beleid veerkrachtig is, kunnen pensioenfondsen zich beter wapenen tegen veranderingen in de markt en de belangen van de deelnemers op de lange termijn beschermen. Bij Van Lanschot Kempen Investment Management staan we klaar om onze klanten te helpen bij het onderzoeken van de robuustheid van hun voorgenomen beleggingsbeleid voor de SPR en de vormgeving van hun strategisch beleid. Neem gerust contact met ons op voor meer informatie en advies.

Auteurs



Maxim Akimov
Fiduciary Manager, Institutional Clients
m.akimov@vanlanschotkempen.com



Jan Tol
Fiduciary Manager, Institutional Clients
jan.tol@vanlanschotkempen.com

Disclaimer

Van Lanschot Kempen Investment Management NV heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. Dit document dient slechts ter informatie. De inhoud is niet bedoeld als beleggingsadvies, biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen en dient ook niet te worden beschouwd als een aanbod of als een uitnodiging om enige van de hierin genoemde financiële instrumenten te kopen of te verkopen.

Overige informatie

Dit document van Van Lanschot Kempen Investment Management NV (VLK Investment Management) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van VLK Investment Management.

VLK Investment Management heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten. VLK Investment Management wil uitdrukkelijk voorkomen dat de benchmarks die gebruikt worden in dit document gepubliceerd of beschikbaar worden gemaakt voor het publiek in de zin van de Benchmarkverordening. Daarom is de informatie in dit document uitsluitend voor intern zakelijk en niet commercieel gebruik aan u ter beschikbaar gesteld. Gebruik van (de informatie uit) dit document anders dan voor de doeleinden als hierboven beschreven, is alleen geoorloofd na voorafgaande toestemming van VLK Investment Management.



INVESTMENT MANAGEMENT

Beethovenstraat 300
1077 WZ Amsterdam
Postbus 75666
1070 AR Amsterdam

T +31 20 348 80 00

vanlanschotkempen.com/investment-management