

# Verschillen tussen de renteaftdekking voor SPR en FPR

*Renteaftdekking is traditioneel de hoeksteen van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen. Ook in de Wet toekomst pensioenen (Wtp) blijft renteaftdekking een belangrijk onderdeel van het beleggingsbeleid. In deze serie analyseren we hoe de renteaftdekking ingevuld kan worden in het nieuwe stelsel. In het eerste artikel hebben we gekeken wat de overgang naar de nieuwe pensioenregeling betekent voor de renteaftdekking. In dit tweede artikel lichten we toe hoe de renteaftdekking er op hoofdlijnen uit gaat zien in de twee nieuwe pensioenregelingen.*

De overgang naar de Wtp introduceert twee nieuwe pensioenregelingen; de solidaire (SPR) en de flexibele premiereregeling (FPR). Beide regelingen zijn in beginsel premiereregelingen, waarbij de premie vaststaat, er een persoonlijk pensioenvermogen wordt opgebouwd en waarbij de uitkering afhankelijk is van hoeveel pensioen er 'ingekocht' kan worden op basis van de kostprijs van het pensioen<sup>1</sup>. Zoals in het eerste artikel is beschreven, is een belangrijk verschil met de huidige defined benefit (DB) pensioenregeling dat er geen verplichtingen of aanspraken meer zijn, enkel verwachte pensioenuitkeringen of kasstromen. De invulling van de renteaftdekking hangt af van de contractkeuze die wordt gemaakt: SPR of FPR. In dit artikel lichten we toe hoe de renteaftdekking er op hoofdlijnen uit gaat zien voor beide varianten.

## Renteaftdekking in de FPR

Van de twee nieuwe pensioenregelingen komt de FPR het dichtst in de buurt van een pure individuele premiereregeling (defined contribution). Het vermogen van de deelnemers wordt veelal via een lifecycle in verschillende beleggingsfondsen belegd, waarbij het totale rendement voor de deelnemer direct volgt uit het rendement van deze fondsen. Met het opgebouwde vermogen koopt de deelnemer op pensioenleeftijd een vaste uitkering (annuïteit) in, of kiest voor doorbeleggen waarbij de uitkering dan meebeweegt met de financiële markten. In beide gevallen is de hoogte van de pensioenuitkering afhankelijk van de rentestand die de kostprijs van het pensioen bepaalt.

De renteaftdekking wordt dan ook per individuele deelnemer ingeregeld door blootstelling te geven aan obligaties of derivaten met de gewenste vaste kasstromen. Door de kasstromen van deze beleggingen zo goed mogelijk te matchen met de verwachte kasstromen van de deelnemer zelf, bewegen de beleggingen mee met de kostprijs van het pensioen. Hierdoor neemt de impact van renteveranderingen op de in te kopen pensioenuitkering af. De deelnemer krijgt zodoende bescherming voor het risico op een rentedaling omdat de stijging van de kostprijs samenvalt met een stijging van het pensioenvermogen als de rente daalt.



**Gosse Alserda**

Investment  
Strategist



**Yiyi Huang**

Investment  
Solutions  
Consultant

<sup>1</sup>De kostprijs van het pensioen is het pensioenvermogen dat nodig is om € 1 aan vaste pensioenuitkering in te kunnen kopen na pensionering.

In de FPR is het daarom belangrijk om de rentegevoeligheid van de beleggingen goed aan te laten sluiten op de rentegevoeligheid van de verwachte kasstromen. Dit vereist een lifecycle waarbij goed is nagedacht over de rentegevoeligheid op elke leeftijd, met frequent herbalanceren en een efficiënt onderpandbeheer, zodat ook voldoende vermogen beschikbaar blijft om in zakelijke waarden te beleggen. In kader 1 wordt een voorbeeld gegeven van een lifecycle voor de FPR.

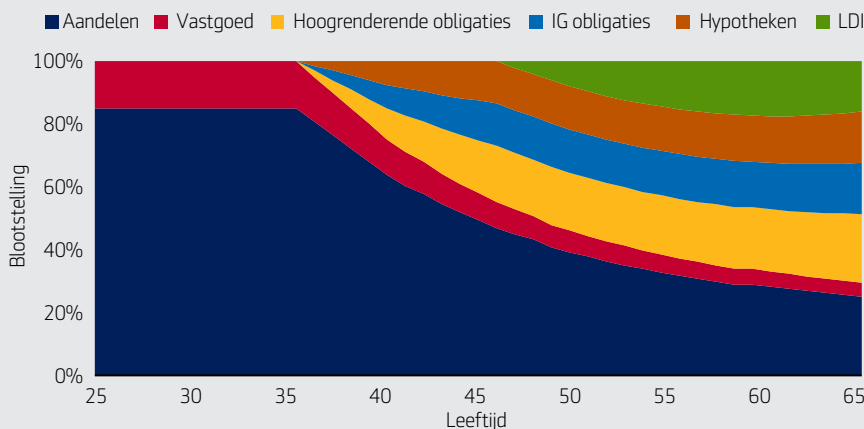
*De FPR komt het dichtst in de buurt van een pure individuele premieregeling*

### Kader 1: Renteafdekking in de FPR

Figuur 1 laat een voorbeeld van een lifecycle zien zoals die in de FPR gehanteerd kan gaan worden. Voor elke leeftijd is – voor een bepaald risicoprofiel – vastgesteld hoe er belegd wordt. Hierbij wordt over het algemeen risico afgebouwd wanneer de pensioenleeftijd dichterbij komt. De hoogte van de renteafdekking volgt uit de rentegevoeligheid van de beleggingen op elke leeftijd:

- Voor een jongere wordt in dit voorbeeld enkel belegd in zakelijke waarden. Zodoende is er geen (directe) bescherming tegen renterisico.
- Voor mensen van middelbare leeftijd wordt ook belegd in kredietwaardige (investment grade) obligaties, zoals bedrijfsobligaties en hypotheek. Deze hebben vaste kasstromen waardoor de marktwaarde afhankelijk is van de rentestand. Als deze beleggingen samen 50% van de portefeuille bedragen, en een duratie (= maatstaf voor rentegevoeligheid) hebben van 10, terwijl de kasstromen van de deelnemer een duratie heeft van 20, dan zorgt dit voor een renteafdekking van 25% ( $50\% \times 10 / 20$ ).
- Naar mate de pensioenleeftijd dichterbij komt, worden ook beleggingen in LDI-fondsen toegevoegd. Dit zijn fondsen die – met behulp van rentederivaten – een hoge rentegevoeligheid kennen. Vlak voor het pensioen kan zo een duratie van de beleggingen van 11 worden gerealiseerd, wat overeen komt met de duratie van de deelnemer net voor pensioen. Dit betekent dat de renteafdekking op dat moment 100% is.

**Figuur 1: Voorbeeld van een FPR-lifecycle**



## Renteafdekking in de SPR

De SPR is in feite een collectief ingestoken premieregeling. Er wordt nog steeds individueel vermogen opgebouwd, maar het rendement volgt uit de collectieve beleggingsportefeuille. Hierbij wordt het rendement via van tevoren vastgestelde verdeelregels aan verschillende leeftijdscohorten toegedeeld. De renteafdekking in de SPR loopt via het beschermingsrendement. Er zijn twee verschillende varianten voor de vaststelling van het beschermingsrendement. De keuze tussen deze twee varianten is van grote invloed op de inrichting van de renteafdekking.

### **Theoretisch (indirect) beschermingsrendement**

Het theoretische beschermingsrendement gaat uit van een perfecte renteafdekking. Voor elk leeftijdscohort wordt – op basis van de nominale swaprente – uitgerekend wat de verandering van de kostprijs van het pensioen is. Vervolgens krijgt elk leeftijdscohort dit rendement toegekend op basis van een toedelingsfactor die van tevoren is vastgesteld (het percentage renteafdekking per leeftijdscohort). Een gepensioneerde kan dus met 100% toedeling perfect beschermd zijn tegen renteveranderingen, terwijl een jongere misschien 25% renteafdekking toegedeeld krijgt.

Uiteraard moet dit toegedeelde beschermingsrendement ergens vandaan komen. In deze theoretische variant wordt het beschermingsrendement onttrokken uit het totaalrendement van de collectieve beleggingsportefeuille van het pensioenfonds. Wat overblijft is het overrendement. In theorie zou het dus kunnen dat er geen renteafdekking in de beleggingen wordt ingericht, maar dat deelnemers desondanks een perfecte renteafdekking ontvangen (die betaald wordt uit het totaalrendement van de beleggingsportefeuille).

In de praktijk zal het echter gewenst zijn om het beschermingsrendement dat wordt toegedeeld zo goed mogelijk te laten volgen uit de renteafdekking in de collectieve beleggingsportefeuille. Op deze manier wordt er zo min mogelijk risico toegevoegd aan het overrendement. Daarbij kan van tevoren worden vastgesteld welke maximale 'mismatch' er vanuit de renteafdekking op het overrendement wordt toegestaan.<sup>2</sup>

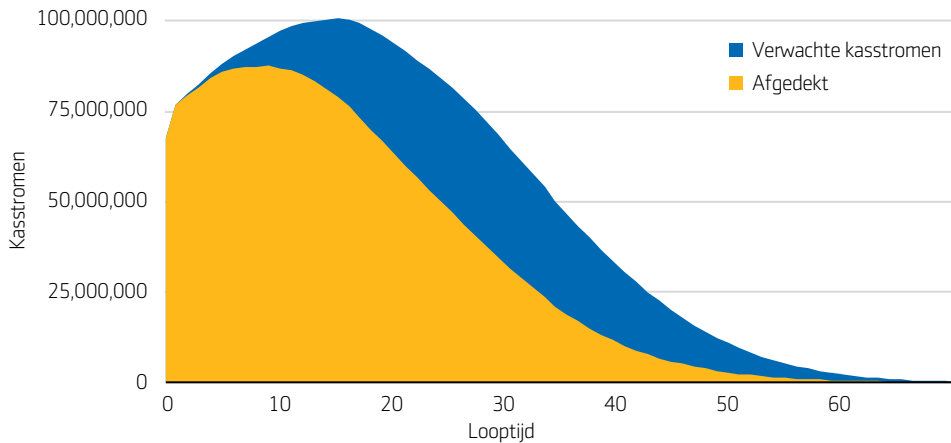
Door de verwachte kasstromen (maal het percentage renteafdekking) voor elk leeftijdscohort bij elkaar op te tellen, volgt een kasstroomprofiel zoals wordt getoond in figuur 2. Dit kasstroomprofiel vormt de basis voor de collectieve renteafdekking, waarbij net als in het huidige stelsel een afweging gemaakt moet worden tussen de precisie van afdekken en de operationele kosten die daarmee gepaard gaan. De afdekking van de kasstromen zal veelal gebeuren met fysieke beleggingen (zoals staatsobligaties en bedrijfsobligaties), eventueel aangevuld met derivaten (zoals renteswaps). Een mismatch tussen het behaalde beschermingsrendement uit de renteafdekking en het toegedeelde beschermingsrendement komt terecht in het overrendement. Dit geldt ook voor de risicopremies en diversificatievoordelen van de beleggingen waarmee de renteafdekking wordt ingericht (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties en hypotheekleningen).

Voordelen van de theoretische methode zijn dat de renteafdekking efficiënt (met een collectieve portefeuille) kan worden ingericht, dat ook jongeren eenvoudig renteafdekking kunnen krijgen en dat het overrendement breed gespreid kan worden voor alle leeftijdscohorten.

*Het theoretische beschermingsrendement van de SPR gaat uit van een perfecte renteafdekking*

<sup>2</sup>De mismatch is het verschil tussen het werkelijk behaalde beschermingsrendement en het toegedeelde beschermingsrendement

**Figuur 2: Kasstromen in de SPR**



*Voor de werkelijke methode van de SPR wordt de portefeuille opgesplitst in meerdere beschermingsportefeuilles*

**Werkelijk (direct) beschermingsrendement**

In deze methode wordt de beleggingsportefeuille opgesplitst in een rendementsportefeuille en één of meerdere beschermingsportefeuilles. In de meest zuivere vorm krijgt elk leeftijdscohort een expliciete blootstelling aan deze portefeuilles, waarbij het totaalrendement simpelweg een optelling is van deze blootstelling maal het behaalde rendement van die portefeuilles. De methodiek en inrichting is daarmee sterk vergelijkbaar met dat van de FPR, waarbij met de blootstelling naar verschillende beleggingen beoogd moet worden om de renteafdekking zo goed mogelijk in te richten, maar waar alle mismatches bij het betreffende leeftijdscohort zelf terecht komt. Het grote voordeel van deze methode is dat het relatief eenvoudig te communiceren is richting de deelnemers. Daar staat tegenover dat de complexiteit van het vermogensbeheer toeneemt, met verschillende aparte portefeuilles en meer restricties aan de toedelingen die mogelijk zijn voor verschillende leeftijdscohorten.

In tegenstelling tot de theoretische methode kan de werkelijke methode ook reëel worden ingericht. Door te beleggen in inflatiegerelateerde beleggingen (zoals inflatiegerelateerde staatsobligaties) kan inflatiebescherming worden toegevoegd aan het beschermingsrendement. Op deze manier kan de inflatiebescherming terecht komen bij ouderen, waar het de meeste toegevoegde waarde heeft. Dit kan niet in de theoretische methode omdat het beschermingsrendement daar per definitie gebaseerd is op de nominale swaprente. In hoeverre een expliciete inflatiebescherming gewenst is, is een vraag op zichzelf, maar als dat dit het geval is, dan pleit dit voor de werkelijke methode.

Voor de werkelijke methode zijn ook alternatieve invullingen mogelijk waarbij er wel sprake is van een aparte rendements- en beschermingsportefeuille, maar waarbij het rendement van de beschermingsportefeuille via toedeelregels verdeeld wordt over verschillende leeftijdscohorten. Dit is daarmee eigenlijk een tussenvorm van de theoretische methode en de pure werkelijke methode. Op deze manier kunnen bijvoorbeeld jongeren toch meer blootstelling krijgen (naar beschermingsrendement en overrendement) en is er ook inflatiebescherming mogelijk. Nadelen zijn dat de eenvoud in communicatie verdwijnt en dat de efficiëntie van de portefeuille alsnog minder zal zijn dan bij de theoretische methode.

De keuze tussen het toepassen van het theoretische of werkelijke beschermingsrendement is dus een belangrijke keuze in de SPR en heeft invloed op zowel de efficiëntie van de gehele portefeuille als de specifieke invulling van de renteafdekking.

## Verschillen tussen SPR en FPR op een rij

De onderstaande tabel geeft de belangrijkste verschillen weer tussen SPR en FPR. Binnen SPR wordt ook onderscheid gemaakt tussen de theoretische en werkelijke methode voor de toedeling van het beschermingsrendement.

**Tabel 1: Verschillen tussen SPR (theoretisch en werkelijk) en FPR**

	SPR – Theoretisch	SPR - Werkelijk	FPR
<b>Renteafdekking op basis van:</b>	Perfekte afdekking (o.b.v. nominale swaprente)	Beleggingen (werkelijk rendement van afdekking)	Beleggingen (werkelijk rendement van afdekking)
<b>Benodigd aantal portefeuilles (rendement en bescherming)</b>	1	2-4	2-10 beleggingsfondsen/ deelportefeuilles
<b>Inflatiebescherming mogelijk</b>	Nee	Ja	Ja
<b>Instrumenten</b>	Leningen / renteswaps / LDI-fondsen	Leningen / renteswaps / LDI-fondsen	Leningen / renteswaps / LDI-fondsen
<b>Complexiteit in communicatie</b>	Hoog	Laag*	Laag
<b>Leenrestrictie vervallen mogelijk?</b>	Ja	Nee*	Nee

\*Deze classificatie is gebaseerd op het toepassen van de pure variant.

## Vervolg

In dit artikel hebben we gekeken hoe de renteafdekking er in hoofdlijnen gaat uitzien bij de twee contractvormen binnen de Wtp. De manier waarop het renterisico afgedekt gaat worden, is afhankelijk van de contractkeuze die gemaakt wordt, en binnen de SPR van de keuze voor de methode waarmee het beschermingsrendement toegedeeld wordt. In het volgende artikel in deze serie gaan we in op de strategische keuzes rondom de renteafdekking. Oftewel, welke renteafdekking is gewenst voor verschillende leeftijdscohorten, welke kasstromen wil je afdekken en heeft een dynamische renteafdekking nog meerwaarde in het nieuwe stelsel? Later in de serie gaan we verder in op operationele vraagstukken rondom de renteafdekking in het nieuwe stelsel en hoe dit het beste geïmplementeerd kan worden.

*De keuze tussen de theoretische en werkelijke methode binnen SPR is van grote invloed op de inrichting van de renteafdekking*

## Disclaimers

Uitsluitend bedoeld voor professionele partijen. De inhoud van dit document mag niet worden verspreid onder of worden gebruikt door particuliere klanten.

**Alle beleggingen bevatten risico's en kunnen waarde verliezen.**

Dit document dient uitsluitend voor informatieve doeleinden in verband met de promotie van en reclame voor producten en diensten en is geen beleggingsonderzoek, advies of aanbeveling. Eventuele meningen, schattingen of prognoses zijn de huidige opvattingen van de auteur(s) op het moment van publicatie en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Het onderzoek dat in dit document is verwerkt, kan al dan niet zijn gebruikt voor of aansluiten bij alle beleggingsstrategieën van Aegon Investment Management B.V. Verwijzingen naar effecten, beleggingscategorieën en financiële markten zijn uitsluitend ter illustratie opgenomen en mogen niet worden gebruikt als hulp of informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Het is niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek en kan door Aegon Investment Management B.V. en haar medewerkers voor eigen doeleinden zijn gebruikt.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Resultaten, met inbegrip van de betaling van inkomsten, zijn niet gegarandeerd.

Meningen en andersoortige subjectieve uitingen vertegenwoordigen onze kennis van de huidige en historische markten en worden gebruikt om de vermogensbeheermogelijkheden van Aegon Investment Management B.V. te promoten: het is geen beleggingsaanbeveling, onderzoek of advies. De gebruikte bronnen worden door Aegon Investment Management B.V. op het moment van schrijven betrouwbaar geacht. Merk op dat deze promotie niet is opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten ter bevordering van de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoeken niet onderworpen is aan een handelsverbod door Aegon Investment Management B.V. of haar medewerkers voorafgaand aan de publicatie.

Alle gegevens zijn afkomstig van Aegon Asset Management (een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V.), tenzij het anders vermeld staat. Het document is accuraat op het moment van schrijven, maar kan achteraf zonder kennisgeving worden gewijzigd.

Aegon Investment Management B.V. (KVK-nummer 27075825) staat bij de Autoriteit Financiële Markten geregistreerd als een vergunninghoudende fondsbeheerder. Op basis van haar fondsbeheervergunning is Aegon Investment Management B.V. ook bevoegd tot het verlenen van discretionair vermogensbeheer, beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders.

AdTrax Code 6641352.1.