

Alternatieve methode beschermingsrendement: Best of both worlds

Sacha van Hoogdalem en Chantal de Groot

Januari 2024





Inleiding

Nu sociale partners op verschillende plaatsen een stap verder zijn in de keuze voor een type pensioencontract en de transitieplannen langzaam opgeleverd worden, zullen pensioenfondsen en pensioenuitvoerders zich meer buigen over allerlei implementatievraagstukken.

Een belangrijke vraag hierin is hoe in het nieuwe contract het beleggingsbeleid moet worden vormgegeven. Onderdeel hiervan is ook de vraag hoe de inrichting van het beschermingsrendement binnen een solidaire premieregeling (SPR) moet worden vormgegeven. Binnen de wetgeving wordt met betrekking tot het beschermingsrendement gesproken over twee varianten: de directe methode en de indirecte methode.

Bij de directe methode wordt beschermingsrendement toebedeeld uit een apart aangehouden beschermingsportefeuille, ook wel de feitelijke bescherming genoemd. Bij de indirecte methode is er geen sprake van een expliciet afgescheiden beschermingsportefeuille, maar worden beschermingsrendementen afgeleid van de door de DNB gepubliceerde nominale rentetermijnstructuur. Ook wel de fictieve methode genoemd.

In deze notitie wordt de variant uitgewerkt waarin sprake is van **één afgescheiden beschermingsportefeuille, zonder dat dit direct tot een unit administratie leidt**. Of misschien wel: **“best of both worlds.”** Dit is een uitwerking van een variant die in de markt ook wel de “Philips-methode” wordt genoemd.

Toedeling van beschermingsrendement wordt dan een combinatie van het fictieve beschermingsrendement op basis van de DNB nominale rente termijnstructuur plus een toedeling van het resterende mismatchrendement vanuit de afgescheiden beschermingsmethoden.

Het uitgangspunt van de in deze notitie beschreven methode is dat het **mismatch risico** dat ontstaat bij het afdekken van renterisico terecht komt bij de deelnemers die dit “mismatch risico” veroorzaken, zonder dat hiervoor een aparte unit administratie gevoerd moet worden. Ook voor fondsen die als doelstelling hebben om ingegaan pensioen in enige mate te beschermen voor inflatie, en hierin gebruik willen maken van inflatie-hedgende producten, is het gebruiken van een feitelijke beschermingsportefeuille hét instrument om het behaalde rendement uit de inflatie afdekking meer gericht te laten landen bij de gewenste doelgroep. Dit is namelijk niet mogelijk via het fictieve beschermingsrendement, omdat dat afgeleid wordt van de nominale rentecurve.



Inhoudsopgave

Inleiding	2
Inhoudsopgave	3
Wettelijk kader	4
Bescherming via één afgescheiden beschermingsportefeuille, zonder unit administratie	6
Centrale idee: splits het behaalde rendement in drie delen	7
Conclusie	8
Bijlage: Uiteenzetting rekenregels verdeling werkelijk beschermingsrendement	9
Contact	12





Wettelijk kader

Binnen de huidige wetgeving worden twee methodes benoemd om deelnemers in een SPR te beschermen tegen renterisico: de directe methode en de indirecte methode.

Bij de **indirecte methode** is de toerekening van het beschermingsrendement een theoretische toerekening die direct wordt afgeleid van de ontwikkeling van de door de DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur in combinatie met de actuariële factor voor het pensioen. Er is geen sprake van een afgescheiden beschermingsportefeuille. Bij deze methode wordt gerealiseerd mismatchrendement vanuit de matchingsportefeuille niet toegerekend aan het beschermingsrendement maar komt door de methodiek terecht in het overrendement. Via de toedelingsregels voor het overrendement wordt dit mismatchrendement verdeeld en komt dit relatief veel bij jongeren terecht omdat zij een hoge allocatie naar het overrendement hebben.

Mismatch rendement

Ontstaat binnen de matchingportefeuille doordat binnen de matchingportefeuille verschillende vastrentende producten zijn opgenomen die allen een hoge kwaliteit hebben, maar waarvoor de rente niet precies gelijk is aan de door de DNB gepubliceerde rentecurve. Denk hierbij aan rentes op staatsleningen en rentes op hypotheekleningen. Doordat rentes op de onderliggende producten niet gelijk zijn aan de DNB-rentecurve en de renteveranderingen van deze curves ook niet gelijk zijn, ontstaat er mismatch risico. Een andere bron van mismatch risico kan ook ontstaan doordat er geen volledige cashflowmatching wordt toegepast, waardoor een verandering van de rentecurve alsnog tot een mismatchreturn kan leiden.

Bij de **directe methode** is wel sprake van een afgescheiden beschermingsportefeuille die bescherming moet bieden tegen renterisico. Bij deze methode is er geen toedeling van het mismatchrendement aan het overrendement omdat het behaalde rendement van de matchingportefeuille apart wordt gehouden en via het beschermingsrendement wordt verdeeld.



De wetgever eist bij beide methodes dat verschuiving van renterisico beperkt moet worden. Binnen de indirecte methode doordat de deling van renterisico via het overrendement begrensd en gemonitord moet worden. Bij de directe methode moet de kwaliteit van de renteaafdekking onderbouwd en gemonitord worden.

De factsheet “toedelingsregels in de solidaire premiereregeling” (zie kader) verduidelijkt dat er geen herverdeling mag optreden door de toedelingsregels van beschermings- en overrendement. De factsheet verwijst naar de methode zoals opgenomen in het CPB-document “*Nieuwe pensioenregels: effecten en opties van het doorontwikkelde contract en een overgang naar een vlak premiepercentage*”, waarin de rekenregels zijn opgenomen van de **indirecte methode**.

De factsheet geeft ook aan dat als een pensioenuitvoerder de toedelingsregels op een andere wijze wil vormgeven, onderbouwd moet worden dat er **geen sprake is van ex-ante herverdeling en dit niet leidt tot een verschuiving van marktwaarde van persoonlijke vermogens**. De toezichthouder geeft als suggestie om bij deze onderbouwing een risico-neutrale doorrekening te gebruiken.

Factsheet “toedelingsregels in de solidaire premiereregeling” gepubliceerd op 29 juni 2023

“De toedelingsregels voor het beschermingsrendement voor renterisico en het overrendement op beleggingen zijn zodanig dat er **op voorhand geen herverdelingseffecten** tussen leeftijdsgroepen plaatsvinden (geen ex-ante herverdeling). Dit volgt uit artikel 10a lid 5, van de Pensioenwet (Pw) en geldt voor de toedelingsregels voor de voor pensioenuitkering bestemde vermogens en voor de solidariteitsreserve. Er geldt één uitzondering op de norm dat er geen ex-ante herverdelingseffecten mogen optreden. Op grond van de artikel 10a, lid 5, en 10b, lid 4, Pw mogen ex-ante herverdelingseffecten optreden voor zover dat nodig is om gelijke aanpassingen van de ingegane pensioenuitkeringen en van de opgebouwde aanspraak op nabestaandenpensioen van pensioengerechtigden te realiseren en alleen herverdelingseffecten optreden tussen de pensioengerechtigden onderling.”



Bescherming via één afgescheiden beschermingsportefeuille, zonder unit administratie

Bij de variant met een afgescheiden beschermingsportefeuille wordt al snel gedacht aan een unit-administratie, waarbij per deelnemerscohort een koppeling gelegd wordt met een aparte matchingportefeuille.

Deze aparte matchingportefeuille per cohort moet vervolgens zorgen voor de gewenste nominale of reële afdekking. Dit stelt echter flinke eisen aan de administratie, zowel bij de vermogensbeheerder of custodian, en bij de pensioenadministrateur.

Voorwaarden voor geen ex ante herverdeling

De verdeelregel van het rendement moet zodanig zijn dat er geen sprake is van ex ante herverdeling. Feitelijk wil dit zeggen dat de marktwaarde van het toebedeelde rendement uit de beschermingsportefeuille gelijk is aan nul. Hiervan is sprake als:

- de totale marktwaarde van het collectieve mismatch rendement op voorhand nul is, en
- de verdeelregel van het mismatch rendement op voorhand vast staat.

Een tussenvorm is een variant waarbij het behaalde rendement op de afgescheiden beschermingsportefeuille gesplitst wordt in een beoogd beschermingsrendement (vergelijkbaar met een het fictieve beschermingsrendement uit de indirecte methode) en het mismatchrendement. Het verkregen mismatchrendement uit de beschermingsmethode krijgt vervolgens eigen, vooraf bepaalde, verdeelregels. Door deze verdeling wordt voldaan aan de voorwaarde van geen ex ante herverdeling.





Centrale idee: splits het behaalde rendement in drie delen

Het totale behaalde fondsrendement wordt daarmee gesplitst in drie delen:

1. *beoogde beschermingsrendement*
2. *mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille*
3. *overrendement op de return-portefeuille*

Het totale mismatch rendement vanuit de beschermingsportefeuille wordt in deze methode niet toebedeeld aan het overrendement om volgens via de toedelingsregels voor het overrendement verdeeld te worden, maar kent **een eigen verdeelregel die vooraf bepaald is**. Er is dus sprake van een extra verdeelregel voor het mismatch rendement.

Het **overrendement uit de returnportefeuille** (boven cash) wordt, net als bij de indirecte methode, leeftijdsafhankelijk toebedeeld op basis van de toedelingsregels voor het overrendement;

Het **beoogde beschermingsrendement** is gelijk aan het fictieve beschermingsrendement.

Voor de toedeling van **het mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille** kunnen aparte, vooraf bepaalde verdeelregels worden gekozen. Hierbij kan een keuze gemaakt worden voor bijvoorbeeld: omvang van het kapitaal in de matchingportefeuille, mate van bescherming tegen renterisico of mate van bescherming voor inflatierisico.

Bij de indirecte methode wordt dit mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille via de toedelingsregels voor het overrendement verdeeld. Bij deze variant met afgescheiden beschermingsportefeuille geldt hier een andere, vooraf bepaalde verdeelregel.

Toelichting op argumentatie m.b.t. geen ex ante herverdeling:

Bij de algemeen toegepaste indirecte methode wordt het mismatch uit de beschermingsportefeuille toebedeeld aan het overrendement. Vervolgens wordt dit verdeeld via leeftijdsafhankelijke toedeelregels. In de in dit artikel beschreven methode met één beschermingsportefeuille wordt het mismatch rendement ook losgeknipt van het fictieve beschermingsrendement. Naar analogie van de indirecte methode is de waarde van dit mismatchrendement gelijk aan nul.

Vervolgens wordt de toedeling van dit mismatchrendement vooraf vastgesteld, met andere woorden: de mate waarin het mismatch rendement bij verschillende groepen terecht komt is niet afhankelijk van het behaalde mismatch rendement.

Daarmee wordt aan de tweede voorwaarde voor geen ex ante herverdeling voldaan.



Conclusie

Door het behaalde rendement vanuit een afgescheiden beschermingsportefeuille te splitsen in een beoogd beschermingsrendement en een resterend mismatch rendement, en vervolgens het mismatchrendement te verdelen over leeftijdscohorten op basis van een vooraf bepaalde verdeelregel, is het mogelijk om ook zonder unit-administratie het mismatch rendement uit de matching portefeuille, of de rendementen uit inflatie-hedgende producten, toe te wijzen aan leeftijdscohorten in de mate waarin dit vooraf gewenst is. Wel moeten hiervoor de rekenregels voor het verdelen van het behaalde collectieve rendement worden aangepast in de administratiesystemen van de pensioenuitvoeringsorganisatie.

In de bijlage zijn de rekenregels voor de toedeling van de rendementen nader uiteengezet.



Bijlage: Uiteenzetting rekenregels verdeling werkelijk beschermingsrendement

Zoals hiervoor uiteengezet, wordt het totale rendement gesplitst in:

1. *beoogde beschermingsrendement*
2. *mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille*
3. *overrendement op de return portefeuille*

Deze rendementen kennen eigen toedeelregels. Elke deelnemer krijgt een stukje beoogd beschermingsrendement, een stukje mismatch rendement en een stukje overrendement. Waarbij de voorwaarde is dat de kapitaal gewogen som van de beoogde beschermingsrendementen gelijk is aan het totale beoogde beschermingsrendement, en idem voor het mismatch rendement en het overrendement.

Wat aangetoond moet worden is dat er geen herverdeling plaatsvindt. Wij zijn van mening dat er geen herverdeling plaatsvindt als de toedeling van het rendement op de matchingportefeuille in **2 stappen** plaatsvindt.

- **Stap 1** is de toerekening van het rendement dat verkregen zou zijn bij een exacte replicatie;
- In de **2e stap** wordt het behaalde mismatch return toebedeeld op basis van een vooraf bepaalde weging f_i .

Vaststelling beoogde beschermingsrendement

Bij de indirecte beschermingsmethode is het theoretische beschermingsrendement gelijk aan

$$R_i^{th} = x_i * R_i^{tarief} + (1 - x_i) * R^{cash} \quad (1)$$

Hierbij is de gewenste mate van bescherming tegen renterisico x_i . Hiermee wordt bedoeld dat voor deelnemer i x_i procent van zijn rentegevoeligheid wordt afgedekt.

Als de bescherming via de directe methode moet worden gerealiseerd, kan dat alleen door middel van de beleggingen die niet zijn toegewezen aan de returnportefeuille.

Het directe beschermingsrendement is dan gelijk aan:

$$R_i^{direct} = (1 - y_i) * R_i^{MP} + y_i * R^{cash} , \quad (2)$$

Waarbij

- de gewenste exposure naar return portefeuille van deelnemer i gelijk is aan y_i
- de deelnemer een allocatie naar de feitelijke beschermingsportefeuille heeft van $(1 - y_i)$, en
- R_i^{MP} het toebedeelde rendement aan de deelnemer is vanuit de afgescheiden beschermingsportefeuille.

Let op: het directe beschermingsrendement bestaat dus uit het gerealiseerde rendement op de afgescheiden beschermingsportefeuille en een cash return over de allocatie naar de return portefeuille. Met een allocatie van $(1 - y_i)$ naar de beschermingsportefeuille moet x_i van de renteafdekking worden gerealiseerd. Als x_i niet gelijk is aan $(1 - y_i)$ zal er of een bepaalde mate van leverage d.m.v. swaps aangehouden moeten worden, of zal de matching portefeuille een allocatie naar cash moeten bevatten.



Het beoogde beschermingsrendement is gelijk aan R_i^{th} , zoals hiervoor gedefinieerd.

Echter **het beoogde beschermingsrendement** (R_i^{beoogd}) **dat vanuit de afgescheiden beschermingsportefeuille** moet worden gerealiseerd is gecorrigeerd voor de leverage zoals hiervoor beschreven en is gelijk aan:

$$R_i^{beoogd} = R_i^{tarief} + \frac{(y_i + x_i - 1)}{(1 - y_i)} * (R_i^{tarief} - R^{cash}) \quad (3)$$

Invullen van dit beoogde beschermingsrendement (3) in de formule van het directe beschermingsrendement (2) laat zien dat hierdoor een rendement verkregen wordt dat gelijk is aan het theoretische beschermingsrendement $R_i^{th}(1)$

$$\begin{aligned} & (1 - y_i) * R_i^{beoogd} + y_i * R^{cash} \quad (4) \\ &= (1 - y_i) * \left(R_i^{tarief} + \frac{(y_i + x_i - 1)}{(1 - y_i)} * (R_i^{tarief} - R^{cash}) \right) + y_i * R^{cash} \\ &= (1 - y_i) * R_i^{tarief} + (y_i + x_i - 1) * (R_i^{tarief} - R^{cash}) + y_i * R^{cash} \\ &= x_i * R_i^{tarief} + (1 - x_i) * R^{cash} = R_i^{th} \end{aligned}$$

Nadat het beoogde beschermingsrendement R_i^{beoogd} is bepaald, kan het totale beoogde beschermingsrendement **BOR** bepaald worden door te wegen met de allocatie naar de beschermingsportefeuilles:

$$BOR = \sum_i^{i=1} Kap_i * (1 - y_i) * R_i^{beoogd} \quad (5)$$

Vaststellen Mismatch rendement

Om vervolgens het totale mismatch rendement MMR te bepalen die vanuit de afgescheiden beschermingsportefeuille wordt gerealiseerd moet de volgende formule worden toegepast

$$MMR = Kap * (1 - y) * R^{MP} - BOR \quad (6)$$

Ofwel: Het mismatch rendement is het rendement van de afgescheiden beschermingsportefeuille verminderd met het beoogde beschermingsrendement **BOR**.

Aangetoond moet worden dat de risiconeutrale waarde van dit mismatch return **MMR** gelijk is aan nul. Deze mismatch is gelijk aan de waarde van de afgescheiden beschermingsportefeuille verminderd met de waarde van een (geschaalde) fictieve beschermingsportefeuille. Onder dezelfde voorwaarde dat de wetgever van mening is dat mismatch rendement uit de matching t.o.v. de indirecte methode van beschermingsrendement geen herverdeling is en mag worden toegewezen aan het overrendement, geldt dat het hierboven gedefinieerde Mismatch Rendement **MMR** ook niet leidt tot herverdeling. Immers bij de indirecte methode is dit precies het mismatch return dat aan het overrendement wordt toebedeeld en via de overrendementverdeling wordt toebedeeld.



Toedelingsfactoren voor het mismatch rendement

Het mismatch rendement wordt vervolgens via een vooraf vastgestelde verdeelregel f_i toebedeeld aan de deelnemers:

$$R_i^{MP} = R_i^{beoogd} + \frac{MMR * f_i}{Kap_i * (1 - y_i)} \quad (7)$$

De situatie die hiermee eigenlijk ontstaat is dat het mismatch rendement uit de Matchingportefeuille niet via de y -factoren van het overrendement verdeeld wordt, maar via vooraf afgesproken andere wegingsfactoren, hier te noemen de f -factoren.

Voor het berekenen van de f -factoren kunnen verschillende invullingen worden gekozen:

- $f_i = \frac{(1 - y_i) * Kap_i}{(1 - y) * Kap}$, ofwel, naar rato van de mate waarin de deelnemer in de matchingportefeuille is belegd.
- $f_i = \frac{DV01_i}{\sum_i DV01_i}$, waarbij de toerekening gebeurt op basis van de rentegevoeligheid gemeten vanuit de fictieve beschermingsportefeuille, dus op basis van rentegevoeligheid van het kapitaal dat beschermt moet worden tegen renterisico: $Kap_i * x_i * R_i^{tarief}$

Bij beide methodes is er sprake van vooraf heldere verdeelregels, waarbij de tweede regel het mismatch rendement meer neerlegt bij de generatie die de mismatch veroorzaakt. De meest passende regel zal ook afhangen van de vormgeving van de matchingportefeuille en het type mismatch dat wordt gelopen.



Contact

Meer informatie of vragen naar aanleiding van dit artikel? Neem dan contact op met Sacha van Hoogdalem of Chantal de Groot via onderstaande contactgegevens.



Sacha van Hoogdalem

Managing Director

+31 10 700 56 31

sacha.vanhoogdalem@ortec-finance.com



Chantal de Groot

Senior Consultant

+31 10 700 56 43

chantal.degroot@ortec-finance.com



contact@ortecfinance.com | www.ortecfinance.com

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne | New York

