

Voor professionele beleggers - September 2020

HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering

HET NIEUWE PENSIOENSTELSEL

Over het nieuwe pensioenstelsel is al veel geschreven, waarbij vaak met name een beschrijving wordt gegeven van de mogelijke veranderingen. Mógelijke veranderingen, want veel is nog onzeker en er zal nog een flink aantal beslissingen moeten worden genomen. Daarom hebben wij een iets ander uitgangspunt genomen en een simulatie gedaan om te komen tot een invulling van een mogelijke portefeuille waarbij een life-cycle benadering centraal staat. In beide mogelijke contracten binnen het nieuwe stelsel, het "nieuwe" contract en de "verbeterde premiereregeling", zal het beleggingsbeleid namelijk worden afgestemd op de leeftijdscohorten binnen het fonds.

Hoe de portefeuille voor een bepaald pensioenfonds er precies uit zal zien hangt van veel factoren af. Pensioenfondszen zijn immers heel divers zowel in samenstelling als in risicohouding. Welke variant uiteindelijk ook wordt gekozen, duidelijk is wel dat er meer een life-cycle benadering zal worden toegepast, waarbij per generatie of leeftijdscohort meer of minder risico zal worden genomen. Het zogenaamde "nieuwe contract" is zeker niet hetzelfde als een individuele DC-regeling, er is nog steeds sprake van collectief beleggen, met een toedelingssystematiek en een solidariteitsbuffer, die risicodeling tussen generaties mogelijk moet maken. De tweede variant, de "WVP+" (Wet Verbeterde Premiereregeling +) kent in mindere mate een collectieve risicodeling. We zullen in dit document niet ingaan op de twee varianten, maar ons focussen op het resultaat als het life-cycle denken binnen de beleggingsportefeuille wordt ingevoerd. Wat betekent dit voor het beleggingsbeleid?

AANPAK SIMULATIE

Om dit te illustreren gaan wij het bestaande vermogen van het fonds eerst toedelen aan de diverse deelnemers (dit zal ook moeten gebeuren tijdens het invaren in het nieuwe pensioenstelsel) om vervolgens een life-cycle concept los te laten op de diverse leeftijdscohorten van de deelnemers. Dit leidt tot een totaal portefeuille die we kunnen vergelijken met het huidige beleid. Daarnaast kunnen we op deze manier de gevoeligheden van een aantal keuzes inzichtelijk maken. We werken immers met schattingen en aannames over een "gemiddeld pensioenfonds" en met onze eigen invulling van een life-cycle met doorbeleggen. Dat kan voor ieder individueel pensioenfonds natuurlijk anders liggen.

Wij hebben in onze analyse de volgende stappen doorlopen:

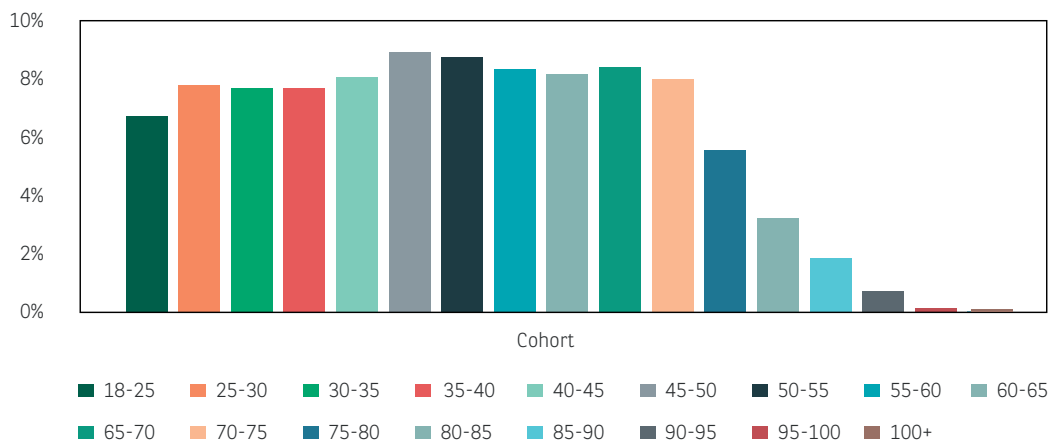
1. Bepaling van leeftijdscohorten voor een gemiddeld pensioenfonds, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen actieven en slapers ten opzichte van gepensioneerden;
2. Toekenning van het pensioenfondsvermogen naar de leeftijdscohorten. Hierbij wordt rekening gehouden met het feit dat oudere deelnemers meer aanspraken hebben opgebouwd dan jongere deelnemers. De hoeveelheid vermogen voor de gepensioneerden hangt ook af van hun leeftijd, zij hebben inmiddels al een deel van hun gespaarde kapitaal gebruikt;
3. Toepassing van het life-cycle concept per leeftijdscohort;
4. Bepaling van een mogelijke portefeuille na omzetting, met behulp van een life-cycle benadering.

LEEFTIJDSCHORTEN VAN HET PENSIOENFONDS

Allereerst hebben wij leeftijdscohorten gemaakt van een denkbeeldig pensioenfonds voor zowel de gepensioneerden als voor de overige deelnemers. Hiervoor maken we o.a. gebruik van de data uit PAS 2017 (pensioenaansprakensystematiek 2017) van het CBS. We proberen hiermee zowel de populatie als de opbouw van de aanspraken van een "gemiddeld" Nederlands pensioenfonds in te schatten.

Het aantal gepensioneerden, maar ook de opbouw van de niet-gepensioneerden heeft invloed op de opbouw van de portefeuille. Voor jongere deelnemers zal immers minder in een matchingportefeuille en meer in de returnportefeuille worden belegd volgens het life-cycle principe. Ons gemiddelde fonds kent de volgende opbouw in leeftijdscohorten:

LEEFTIJDSCHORTEN

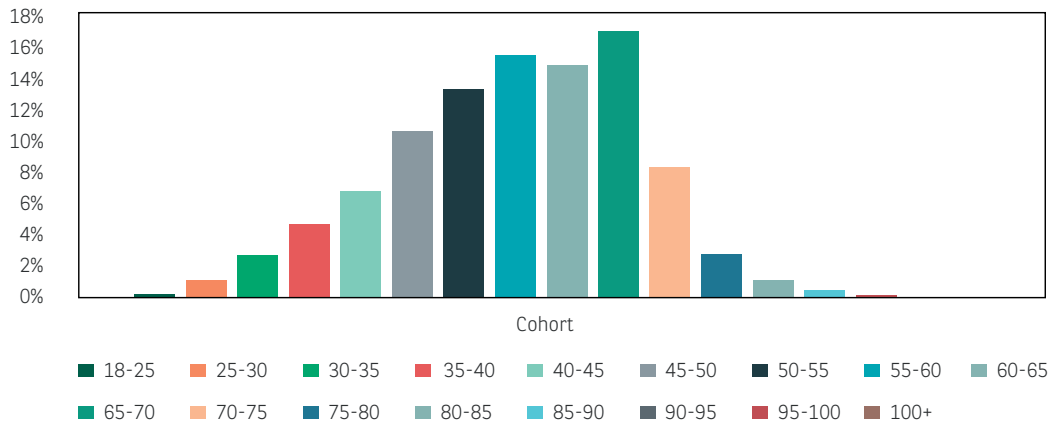


Bron: BNP Paribas Asset Management en Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), september 2020

VERDELING VAN DE AANSPRAKEN OVER DE COHORTEN

Vervolgens zal per leeftijd cohort moeten worden bepaald hoeveel van de huidige totale waarde van de portefeuille van het pensioenfonds kan worden toegerekend aan het betreffende cohort. Jongeren hebben minder opgebouwd en hebben ook bij een eventuele invaarexercitie recht op een kleiner deel van het vermogen dan ouderen die hun werkzame leven lang al premies hebben ingelegd. De invaarregels van het oude naar het nieuwe pensioen zullen nog verder worden gepreciseerd in de aanloop naar de introductie van het nieuwe stelsel. Uiteindelijk zal gelden dat voor een jonger pensioenfonds het merendeel van de portefeuillevaarde zal worden toegerekend aan aanspraken van actieven en slapers, en een kleiner deel aan de gepensioneerden. Voor ons gemiddelde pensioenfonds wordt circa 30% van de waarde van de pensioenverplichtingen toegekend aan de gepensioneerden.

VERDELING AANSPRAKEN OVER COHORTEN

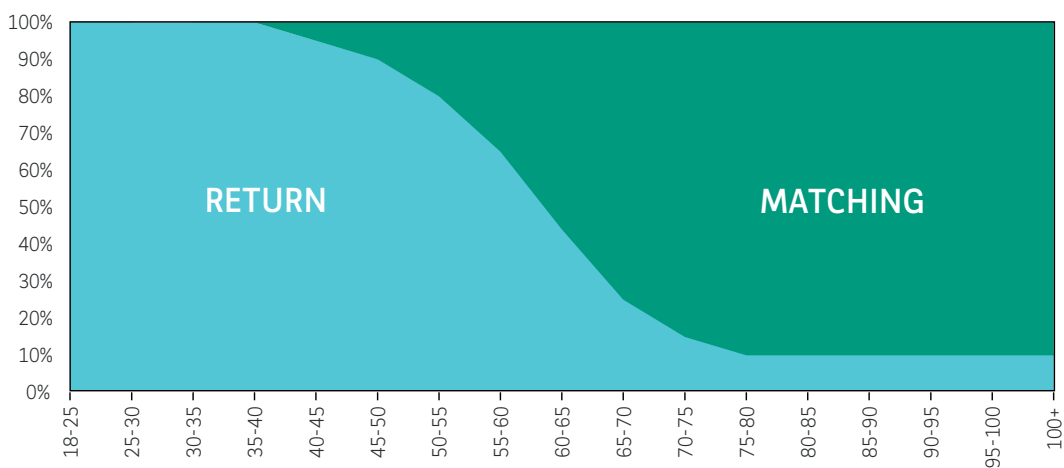


Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

BEPALING LIFE-CYCLE

De volgende stap is de bepaling van de passende beleggingsmix per cohort. We zijn hierbij uitgegaan van onze eigen BNPP AM analyse van een neutrale life-cycle variant inclusief doorbeleggen. In alle gevallen wordt aangevangen met een hoog percentage aandelen (of returnportefeuille) en bij pensionering bedraagt de allocatie naar de returnportefeuille nog altijd 20-40%. Na pensionering wordt dit verder afgebouwd. Voor onze analyse hebben we onderstaande life-cycle gebruikt.

LIFE-CYCLE PROFIEL



Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

Vervolgens dienen we een matching- en een returnportefeuille binnen het life-cycle concept te definiëren. De returnportefeuille bestaat uit een gediversifieerde portefeuille van meer risicovolle beleggingen. Voor diversificatiedoelinden zitten er ook staats- en bedrijfsobligaties in de returnportefeuille, maar deze kunnen van mindere kredietkwaliteit zijn dan in de matchingportefeuille. De allocatie naar alternaties en illiquide assets zien wij binnen het life-cycle concept bestaan uit meer liquide asset classes zoals ABS, convertibles en alpha-strategieën, en beperkt uit echt illiquide assets. Binnen een klassiek life-cycle concept passen echt illiquide asset wat minder. Binnen het nieuwe contract zou dit wellicht beter passen. We komen hier later nog op terug.

Een ander belangrijk punt is de samenstelling van een matchingportefeuille. Dit is een relatief risico-averse portefeuille en wij hebben er voor gekozen om die te laten bestaan uit een combinatie van staatsobligaties en bedrijfsobligaties van goede kwaliteit (minimaal AA-, voor bedrijfsobligaties wellicht nog A), eventueel aangevuld met renteswaps. Voor onze analyse gaan we uit van een marktafdekking van renterisico en niet van een UFR-afdekking.

In onze life-cycle gebruiken daarmee de volgende indeling voor deze sub-portefeuilles.

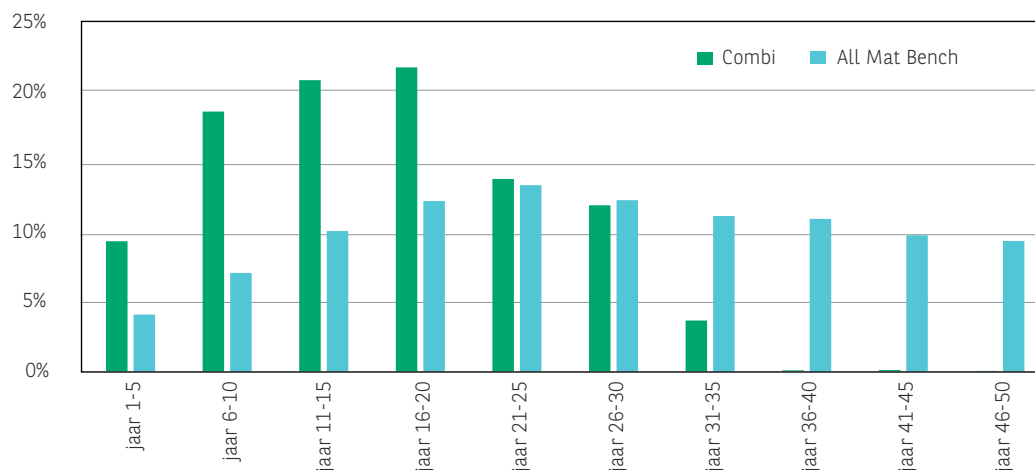
RETURNPORTEFEUILLE		MATCHINGPORTEFEUILLE	
Equity Developed	40%	Government Bonds 20Y - Matching	50%
Equity EM	10%	Credit Bonds 10Y - Matching	20%
Real Estate (listed)	10%	Swaps	
HY/EMD	10%	Credit Bonds 5Y - Matching	15%
Commodities	5%	Government Bonds 5Y - Matching	15%
Government Bonds 5Y - Return	5%		
Credit Bonds 5Y - Return	5%		
Illiquids/alternatives	15%		
	100%		100%

Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

Een ander belangrijk punt is de duration van de matchingportefeuille in de diverse leeftijdscohorten. In het nieuwe contract zal sprake zijn van een matchingportefeuille waarvan de opbrengst over de leeftijdscohorten verdeeld zal worden. Maatwerk in deze verdeling, afhankelijk van het deelnemers bestand, maakt het mogelijk om voor ouderen een andere mate van renteafdekking te kiezen dan voor jongeren. Het fonds dient vooraf vast te leggen hoe deze verdeling gaat plaatsvinden in lijn met de risicohouding van de leeftijdsgroepen binnen het fonds. In onze analyse hebben wij daarom voor ieder leeftijdscohort die gaat participeren in een matchingportefeuille een duration vastgelegd. Voor jonge deelnemers tot 40 jaar veronderstellen wij in de gekozen life-cycle dat we geen renterisico afdekken en dat deze deelnemers alleen participeren in een gediversifieerde returnportefeuille. Vanaf 40 jaar wordt een beperkt percentage belegd in een matchingportefeuille met een duration van 20. Dit percentage groeit naar 56% op 65 jarige leeftijd. Vanaf de pensioengerechtigde leeftijd zal het percentage in een matchingportefeuille verder groeien naar maximaal 90%, maar loopt de duration terug op basis van de resterende levensverwachting.

Op basis van de gekozen life-cycle (met daarin de allocatie naar een leeftijdsafhankelijke matchingportefeuille) en de aanspraken op het vermogen van het pensioenfonds, zal de totale duration van de matchingportefeuille van ons gemiddelde pensioenfonds circa 15,5 zijn. Niet alleen is dit korter dan de huidige duration (die immers is gebaseerd op de duration van de totale verplichtingen), maar ook de verdeling van de rentegevoeligheid over de individuele rentebuckets zal veranderen. We vergelijken daarvoor de verdeling van de kasstromen van het pensioenfonds met het life-cycle concept met de kasstromen van de benchmark van ons All-Maturity LDI fund, welke de verplichtingen van een gemiddeld tot jong pensioenfonds volgt en een duration van circa 25 heeft.

BUCKET VERDELING NIEUW CONTRACT VERSUS ALL-MATURITY FONDS BENCHMARK



Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

Uit de bovenstaande grafiek wordt duidelijk dat er een verschuiving plaatsvindt van de langere looptijden naar de wat kortere looptijden. Dit kan uiteraard consequenties hebben voor het huidige afdekkingsbeleid. Momenteel worden vaak nog lange swaps of obligaties gebruikt om de verplichtingen af te dekken. In het nieuwe stelsel zou dit minder het geval kunnen zijn. In hoeverre dit nog marktimpact zal hebben hangt af van hoe pensioenfondsen kijken naar de matchingportefeuille, maar indien zij minder zullen afdekken voor de jongere generaties zullen er minder extra lange obligaties en swaps nodig zijn.

Om de nieuwe portefeuille te bepalen passen we de gedefinieerde life-cycle toe op de leeftijdscohorten. Op totaalniveau wordt dan **58% in de returnportefeuille** en **42% in de matchingportefeuille** belegd, met een onderliggende asset allocatieverdeling zoals getoond op pagina 5.

PORTEFEUILLE VERGELIJKING GEMIDDELD PENSIENFONDS

Om de mogelijke aanpassing van de portefeuille inzichtelijk te maken gaan wij de nieuwe portefeuille met het life-cycle concept vergelijken met de huidige allocatie van een gemiddeld pensioenfonds. Dit doen we aan de hand van de door AON gepubliceerde asset allocatie van een gemiddeld pensioenfonds. De asset allocatie en karakteristieken voor dit fonds zijn grofweg:

TOTAALPORTEFEUILLE GEMIDDELD PENSIENFONDS		
Equity Developed + Equity EM	31,0%	
Real Estate (listed + unlisted)	7,0%	
Commodities	2,0%	
HY/EMD	5,0%	
Illiquids/alternatives	3,0%	
SUB TOTAAL		48,0%
Government Bonds	36,0%	
Hypotheken	4,0%	
Credit Bonds	12,0%	
SUB TOTAAL		52,0%
Swaps (+ Cash)	0,0%	
TOTAAL		100,0%

Bron: BNP Paribas Asset Management en AON, september 2020

Verdere karakteristieken van dit pensioenfonds zijn:

- het pensioenfonds herbalanceert periodiek de beleggingsmix;
- het valutarisico is niet afgedekt;
- het renterisico is voor circa 40% afgedekt;
- duration van de verplichtingen is 20.

Als we de portefeuille op basis van het life-cycle concept met **58% in de returnportefeuille** en de **42% in de matchingportefeuille** vertalen naar een totaalportefeuille conform de indeling van het gemiddelde pensioenfonds krijgen we de volgende allocatie op totaalniveau:

TOTAALPORTEFEUILLE O.B.V. COHORTEN		
Equity Developed + Equity EM	29,1%	
Real Estate (listed + unlisted)	5,8%	
Commodities	2,9%	
HY/EMD	5,8%	
Illiquids/alternatives	8,7%	
SUB TOTAAL		52,3%
Government Bonds	30,1%	
Hypotheke	0,0%	
Credit Bonds	17,6%	
SUB TOTAAL		47,7%
Swaps (+ Cash)	0,0%	
TOTAAL		100,0%

Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

In eerste instantie lijken de gevolgen voor een gemiddeld pensioenfonds wel mee te vallen. Als we de hypotheke in de oude portefeuille ook alloceren naar de illiquide portefeuille is de indeling vastrentend versus de overige categorieën zelfs exact in lijn. Er valt wel een aantal zaken op:

- er vindt een verschuiving plaats van staatsobligaties naar credits;
- de alternatieven en illiquide portefeuille (inclusief hypotheke) is groter;
- allocatie naar aandelen is vergelijkbaar (geen extra aandelenrisico).

Bij deze conclusie past natuurlijk een aantal kanttekeningen/opmerkingen:

- nogmaals, dit is een "stylized voorbeeld", de aannames hoeven niet waar te zijn voor uw eigen pensioenfonds en daarnaast geldt dat elk pensioenfonds haar eigen unieke deelnemerspopulatie kent. Maar als gedachtenexperiment geeft het wel een richting aan voor mogelijke verschuivingen;
- de invulling van de matching- en de returnportefeuille in de life-cycle is gebaseerd op de neutrale variant van BNPP AM. Een pensioenfonds zou daar een heel andere invulling aan kunnen geven;
- een wat conservatievere of juist agressievere life cycle heeft aanzienlijke gevolgen voor de verdeling tussen matching- en returnportefeuille. De consequenties voor het beleggingsbeleid zijn groter dan in ons stylized voorbeeld;
- uiteraard zal er eerst een risicohouding voor het fonds bepaald moeten worden. Daar kan een ander profiel uitkomen dan een simpele aggregatie van life-cycles;
- er is geen rekening gehouden met de solidariteitsreserve en hoe die moet worden ingezet/beheerd.

GEVOELIGHEIDSANALYSE

Om de gevoeligheid voor een aantal aannamen te illustreren hebben wij ook gekeken naar:

1. Een andere samenstelling van de populatie. We kijken naar een "jonger" pensioenfonds;
2. Een ander life-cycle patroon. We kijken naar een wat conservatievere life-cycle.

AD 1.

Een jonger pensioenfonds zal minder deelnemers hebben die reeds gepensioneerd zijn hetgeen gevolgen heeft voor de verdeling van de aanspraken over de leeftijdscohorten. In onze analyse gaan we uit van een gemiddeld pensioenfonds waarvan circa 30% van het vermogen toegerekend is aan de gepensioneerden. Brengen wij dit terug tot 20% dan zal circa 63% van het vermogen worden gealloceerd aan de returnportefeuille (zoals getoond op pagina 5) in plaats van 58% (+5%). Daarnaast wordt de duration van de matchingportefeuille wat hoger (circa 16,3). De nieuwe totaalportefeuille kent de volgende allocatie:

TOTAALPORTEFEUILLE O.B.V. COHORTEN		
Equity Developed + Equity EM	31,8%	
Real Estate (listed + unlisted)	6,4%	
Commodities	3,2%	
HY/EMD	6,4%	
Illiquids/alternatives	9,5%	
SUB TOTAAL		57,2%
Government Bonds	26,9%	
Hypotheke	0,0%	
Credit Bonds	15,9%	
SUB TOTAAL		42,8%
Swaps (+ Cash)	0,0%	
TOTAAL		100,0%

Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020

De 5% extra in de returnportefeuille wordt evenredig verdeeld over de assets binnen de returnportefeuille, maar het pensioenfonds kan er ook voor kiezen meer aan een specifieke asset categorie toe te kennen, bijvoorbeeld omdat de allocatie naar illiquide belegging te groot wordt.

AD 2.

Bij een wat conservatievere life-cycle kiezen we al vanaf het eerste leeftijdscohort voor een allocatie naar de matchingportefeuille (hoewel gering) en eindigen we met een allocatie van 100% naar de matchingportefeuille vanaf 75 jaar. De allocatie naar de returnportefeuille (zoals getoond op pagina 5) daalt nu naar 48,5% (-4%). De duration van de matchingportefeuille stijgt naar circa 16.

TOTAALPORTEFEUILLE O.B.V. COHORTEN		
Equity Developed + Equity EM	24,2%	
Real Estate (listed + unlisted)	4,8%	
Commodities	2,4%	
HY/EMD	4,8%	
Illiquids/alternatives	7,3%	
SUB TOTAAL		43,6%
Government Bonds	36,0%	
Hypotheken	0,0%	
Credit Bonds	20,5%	
SUB TOTAAL		56,4%
Swaps (+ Cash)	0,0%	
TOTAAL		100,0%

Bron: BNP Paribas Asset Management, september 2020



CONCLUSIE

Naar aanleiding van deze analyse kunnen we een aantal conclusies te trekken voor de overgangperiode tussen nu en 2026:

1. Bij de invulling van de matchingportefeuille hebben de af te dekken "pensioenuitkeringen" een kortere duration. Hoeveel zal nog blijken, maar dat je niet meer voor alle deelnemers dezelfde hoeveelheid risico hoeft af te dekken is duidelijk. Ook zal de efficiency van de afdekking, zoals nu binnen FTK, minder een rol spelen. De matchingportefeuille blijft een "risico-vrije" portefeuille, maar dat kan heel goed een combinatie zijn van goede kwaliteit staatsobligaties en credit obligaties plus renteswaps voor extra duration. De invulling van de matchingportefeuille zal tevens afhangen van het gekozen projectierendement voor de portefeuille;
2. De matchingportefeuille zal er voor moeten zorgdragen dat de pensioenbetalingen voor de gepensioneerden zo stabiel mogelijk blijven. Naast een deel risicovrij, kan een deel van de pensioen-kasstromen belegd worden in minder liquide assets die deze kastromen kunnen faciliteren. Deze cashflow driven aanpak, met bijvoorbeeld private debt als mogelijke invulling, kan worden ingebed in een matchingportefeuille. Uiteraard kunnen de illiquide asset categorieën ook een grotere rol spelen binnen de returnportefeuille. Zeker voor de jongere deelnemers kan een dergelijke allocatie zin hebben omdat zij nog langdurig in de opbouwfase van hun pensioen zijn en de liquiditeit dus niet nodig hebben, terwijl illiquide assets wel voor enige stabiliteit in de returnportefeuille kunnen zorgen;
3. De omvang en de samenstelling van de returnportefeuille zal mogelijk wijzigen. Voor jonge pensioen-fondsen kan dit een aanleiding zijn om meer in aandelen of risicovollere assets te beleggen. Dat zal voor de jongere deelnemers leiden tot grotere volatiliteit en mogelijk tot uiteindelijk een mindere vermogensopbouw. Deze leeftijdscohorten krijgen immers een groter deel van de opbrengst van de returnportefeuille, maar delen ook meer in de verliezen. Om dit te mitigeren kan worden belegd in minder volatiele aandelenproducten (low volatility) of bescherming van het staartrisiko gezocht worden door middel van een overlay.

Duidelijk is dat de nodige veranderingen doorgevoerd moeten worden voor de Nederlandse pensioenfondsen afhankelijk van de unieke situatie van ieder individueel pensioenfonds. We gaan graag in gesprek over een verdere detaillering en aanpassing aan uw portefeuille of een nadere uitleg van de bovenstaande analyse.



Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management.
De afdeling voor maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars.

AUTEURS



Anton Wouters

Head of Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management

Anton is Head of Solutions & Client Advisory voor de MAQS investment groep en daarmee verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. Hij bekleedt deze positie sinds 2017.

Anton startte zijn carrière na een studie wiskunde aan de Technische Universiteit Delft in 1984 als quant consultant op de afdeling econometrie van Amro Bank.

In 2004 werd hij verantwoordelijk voor liability-driven investments (LDI) en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNP Paribas Asset Management. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomanagement opgezet. Anton legde daarmee de basis voor een allesomvattende afdeling voor LDI en fiduciair beheer.

anton.wouters@bnpparibas.com



Maurice Kraaijenbrink

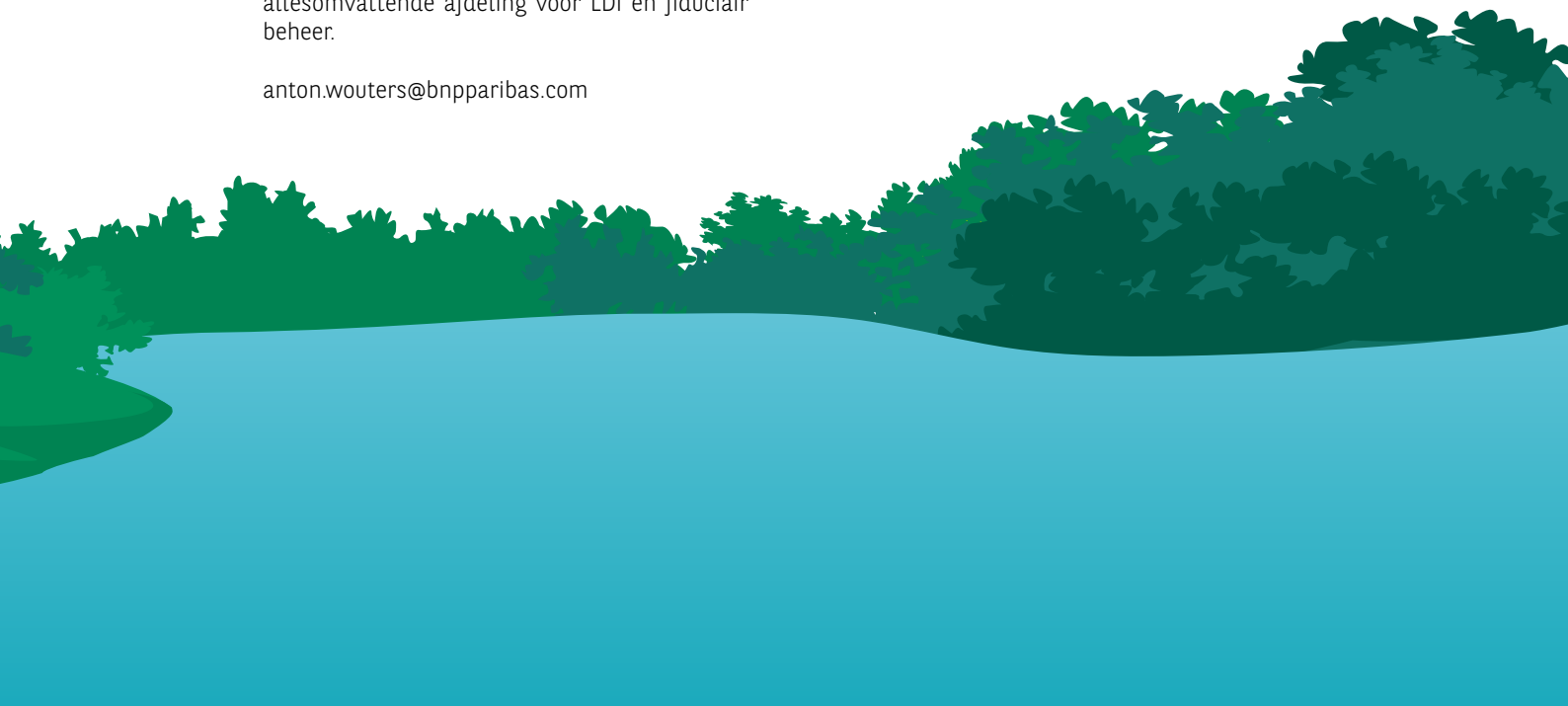
Head of Portfolio Design in Solutions & Client Advisory - Multi Asset, Quantitative & Solutions (MAQS) investment groep van BNP Paribas Asset Management

Maurice is sinds 2019 hoofd van Portfolio Design en verantwoordelijk voor strategisch beleggingsadvies aan pensioenfondsen, verzekeraars en bedrijven.

In 2000 startte Maurice bij ABN Amro Bank en bekleedde hij diverse functies.

Sinds 2004 is Maurice werkzaam op het vakgebied van LDI en fiduciair management. In deze rol was Maurice verantwoordelijk voor het beheer van LDI portefeuilles en het geven van strategisch advies op balansniveau.

maurice.kraaijenbrink@bnpparibas.com





VRAGEN?

Joost Höppener, Head of Sales Netherlands

joost.hoppener@bnpparibas.com

T: 31-20-5275 223

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam) ("BNPP AM NED"), is een (vermogens)beheerder geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten.

Dit materiaal dient enkel ter informatie en kan niet worden aangemerkt als:

1. een voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven, en
2. een (geïndividualiseerd) beleggingsadvies.

BNPP AM NED heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de juistheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten. De in dit materiaal opgenomen opinies zijn het oordeel van BNPP AM NED op een specifiek moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNPP AM NED is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**