



# Webinar Beschermingsrendement

November 2024

Restricted





# Introductie en huishoudelijke mededelingen



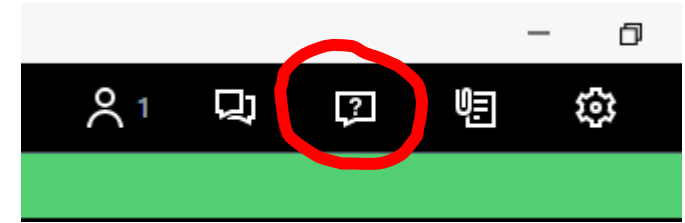
Mark Irwin



Jeroen Rijk

# Mededelingen

- Vragen aan de sprekers graag stellen door op het “vragen-icoontje” te klikken.
- Algemene opmerkingen kan men in de chat ernaast plaatsen.
- De presentatie wordt na afloop gedeeld.





# Inhoud

- **Wettelijk kader**
- Beleid
- Kosten
- Mismatchrisico
- 'Philips'-methode



# Wettelijk kader

## Beschermingsrendement

### Artikel 1c. Solidaire premieovereenkomst of solidaire premiereregeling

5      

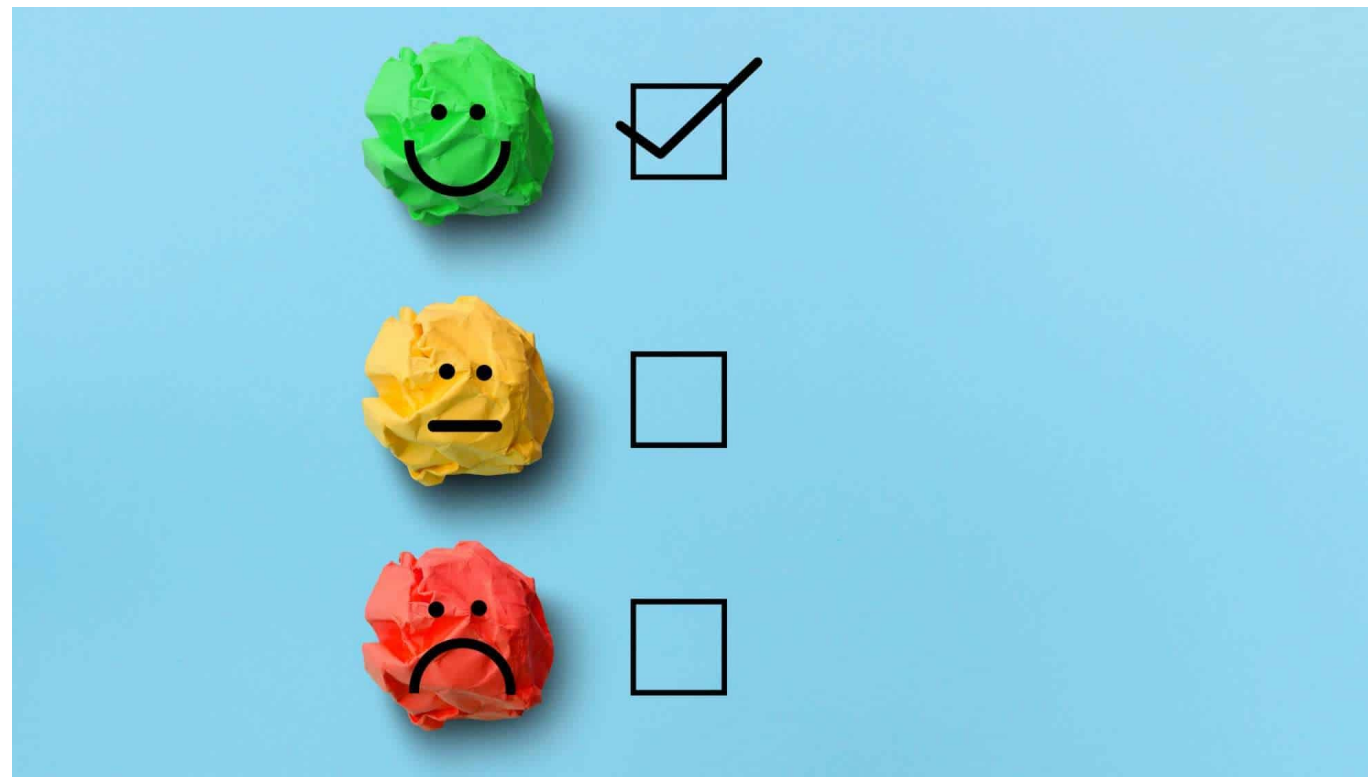
- 1 De uitvoerder berekent met een scenario-analyse de kans dat met de premie de beoogde pensioendoelstelling wordt gehaald, bedoeld in [artikel 10a, eerste lid, van de Pensioenwet](#) dan wel [artikel 28a, eerste lid, van de Wet verplichte beroepspensioenregeling](#).
- 2 De uitvoerder legt vast of bescherming voor het renterisico in de solidaire premieovereenkomst dan wel solidaire premiereregeling gebeurt door middel van beschermingsrendement gekoppeld aan:
  - a. de rentetermijnstructuur, bedoeld in [artikel 2, tweede lid, van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen](#); of
  - b. een directe beschermingsportefeuille voor renterisico.

- In artikel 1c Besluit uitvoering Pw en Wvb wordt een definitie gegeven voor de bescherming van het renterisico binnen de SPR.
- Volgens lid 2 zijn er twee keuzes te maken:
  1. Indirecte methode, op basis van de rentetermijnstructuur (theoretisch beschermingsrendement)
  2. Directe methode, op basis van de daadwerkelijke beschermingsportefeuille (feitelijk beschermingsrendement)



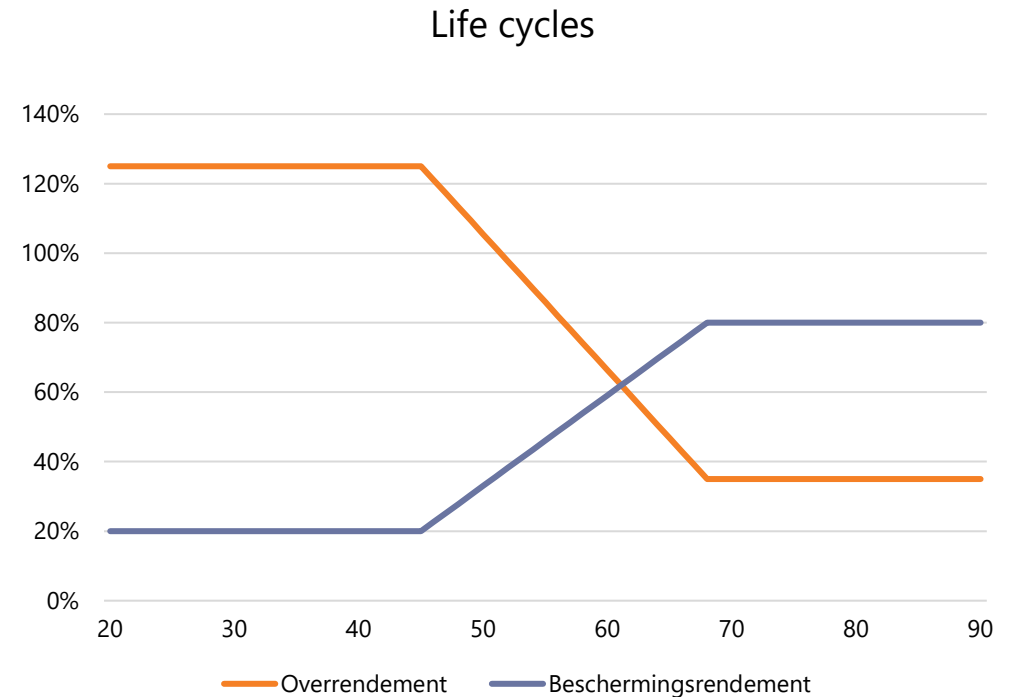
# Inhoud

- Wettelijk kader
- **Beleid**
- Kosten
- Mismatchrisico
- 'Philips'-methode



# Typisch beleid voor beschermingsrendement

- Hoog beschermingsrendement in uitkeringsfase
  - Hogere zekerheid (lagere kortingskansen)
  - Vaak niet 100% vanwege:
    - Risico hoge inflatiescenario's
    - Diversificatie-effecten
- Laag beschermingsrendement jongeren
  - Positieve bijdrage aan pensioenuitkomsten echter
  - Hoge volatiliteit vermogen (moeilijk uitlegbaar)
  - Niet uitvoerbaar (leverage)
- Effect op totale renteafdekking: gemiddeld minder en kortere afdekking





# Inhoud

- Wettelijk kader
- Beleid
- **Kosten**
- Mismatchrisico
- 'Philips'-methode





# Kosten

- Perfecte afdekking → alle andere factoren in het overrendement
  - Dus mismatchrisico's zoals spreadrisico en curverisico, maar ook **alle beleggingskosten**
- Geeft een herverdeling van de kosten van ouderen naar jongeren
  - Ouderen hebben een hoge exposure naar beschermingsrendement en minder blootstelling aan overrendement.
  - Jongeren hebben juist een hoge blootstelling aan het overrendement, vaak 100% en met het opheffen van de leenrestrictie zelfs tot 150%, en een relatief een lage of geen renteafdekking



# Kosten

- Gemiddeld zijn jongeren zo'n 20% duurder uit en ouderen 20% goedkoper
- Sterk fonds afhankelijk:
  - Samenstelling life-cycles  
Hoeveel beschermings- en overrendement voor jongeren versus gepensioneerden?
  - Kosten die worden gemaakt voor overrendement en beschermingsrendement  
Vaak meeste kosten voor returnportefeuille (overrendement)
  - Overige kosten  
Bij vermogensbeheer worden meer kosten gemaakt dan alleen de directe beleggingskosten zoals de kosten voor fiduciaire beheer en de custodian
  - Demografie fonds  
Het gespaarde vermogen van ouderen is hoger dan dat van jongeren, hetgeen een extra hefboom betekent op de kosten die worden herverdeeld



# Inhoud

- Wettelijk kader
- Beleid
- Kosten
- **Mismatchrisico**
- 'Philips'-methode



## Wat is mismatchrisico?

- Bij de indirecte methode (theoretisch beschermingsrendement) is het mismatchrisico het verschil tussen het indirecte beschermingsrendement en het feitelijke rendement op de matchingportefeuille
- Het mismatchrisico komt in het overrendement terecht
- Omdat met name jonge deelnemers een relatief grote blootstelling hebben aan overrendement, komt een substantieel deel van het mismatchrisico bij hen terecht
- Hierdoor vind ex-ante herverdeling plaats
- Ouderen krijgen bij deze aanpak extra bescherming, terwijl jongeren extra risico krijgen



# Bronnen van mismatchrisico

- De belangrijkste bronnen van mismatchrisico zijn:
  - Spreadrisico (verschil tussen bedrijfs-/staatsobligatie- en UFR- (ofwel swaprente)  
Dit is een **beloond risico**
  - Duration- en curverisico (imperfecte afdekking van uitkeringskasstromen over de looptijden)  
Dit is een **onbeloond risico**
  - Toerekening van beleggingskosten



# Wettelijk kader mismatchrisico

## Maximale mismatch

- Bij de keuze voor de indirecte methode, vraagt het invaarsjabloon een onderbouwing van de beoogde mate van renteafdekking

2	<b>Indirecte methode</b> <i>Deze vragen hoeft u alleen in te vullen als u gekozen hebt voor de indirecte methode</i>
2.1	Wat is de beoogde mate van renteafdekking en hoe is dit kwantitatief (met stochastische ALM analyse) onderbouwd? Graag ontvangen we de mate van renteafdekking conform de eigen definitie (zie 1.1) en de algemene definitie. <a href="#">Artikel 1c, derde lid, sub a BUPW</a>

- Artikel 1c., derde lid, sub a verwijst naar:

- 3 Bij de keuze voor koppeling aan de rentetermijnstructuur:
  - a. onderbouwt de uitvoerder kwantitatief op basis van een stochastische ALM-analyse de maximaal gewenste mate van afwijking tussen het feitelijke beleggingsrisico en renterisico dat alle leeftijdscohorten lopen en de toedelingsregels door:
    - 1°. de situatie met en zonder deling renterisico te vergelijken door middel van een stochastische analyse op basis van het vastgestelde strategische beleggingsbeleid; en
    - 2°. per leeftijdscohort een begrenzing te bepalen voor de toegestane afwijking tussen de feitelijke toedeling van rendementen op basis van de collectieve beleggingsportefeuille en de toedelingsregels; en

- Ofwel: ‘Wat is de maximaal gewenste mate van afwijking tussen het feitelijke beleggingsrisico en het theoretische renterisico?’



## Uitwerking DNB

Q&A DNB ([link](#))

Het overrendement is op fondsniveau gelijk aan het collectieve rendement minus de totale toebedeelde beschermingsrendementen. Als de collectief belegde portefeuille van het pensioenfonds precies in lijn is met de beoogde risicoblootstellingen spreken we van **beoogd overrendement**. Het overrendement hangt dan enkel af van het rendement op rendementsportefeuille. Het overrendement  $R_i^O$  dat deelnemer  $i$  ontvangt (als percentage) kan worden geschreven als

$$R_i^O = y_i(R^R - R^C),$$

waarbij  $R^R$  het rendement is op de beleggingen gericht op rendement,  $R^C$  is het cashrendement en  $y_i$  is de gewenste risicoblootstelling per leeftijdscohort  $i$ .

Het gerealiseerde overrendement per leeftijdscohort wordt vastgesteld op basis van het daadwerkelijk behaalde overrendement op fondsniveau (hier:  $O^{feitelijk}$ ). Het **gerealiseerde overrendement**, welke wordt toebedeeld naar de cohorten op basis van de toedeelregels, kan worden geschreven als

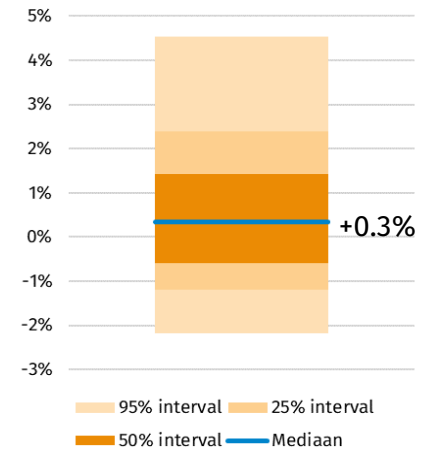
$$O_i^{feitelijk} = \frac{V_i y_i}{\sum V_j y_j} O^{feitelijk}.$$

Hierin is  $V_i$  gelijk aan het persoonlijk pensioenvermogen.

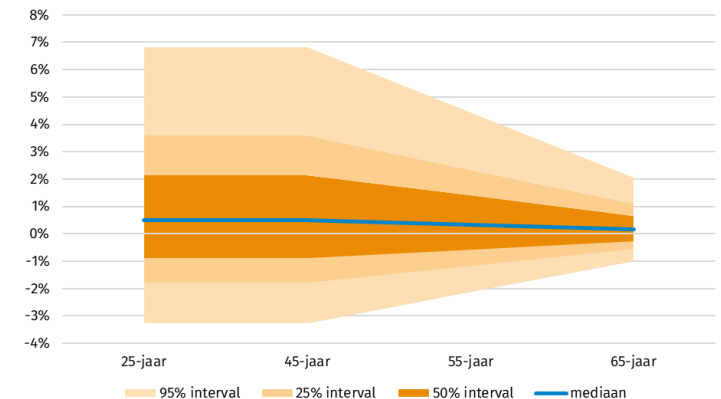
# Vaststellen bandbreedtes voor mismatch

- In de figuur is de spreiding van het verschil tussen gerealiseerd en beoogd overrendement te zien voor verschillende leeftijden
  - De mismatch is overwegend positief  
Het gerealiseerde overrendement is hoger dan het beoogde overrendement
  - Voor de maximale afwijking is echter vooral de volatiliteit van belang
  - De standaarddeviatie is te vertalen naar een afwijking per cohort, door de standaarddeviatie te vermenigvuldigen met de exposure naar overrendement per leeftijd
- Het bestuur moet grenzen vaststellen voor de maximale mismatch die toelaatbaar geacht wordt
- Voorstel: stel het maximaal aanvaardbare mismatchrisico vast op basis van de maximale allocatie naar spreadcategorieën, en op basis van het 95% betrouwbaarheidsinterval, en rond naar boven af in halve procenten. De bandbreedtes zijn leeftijdsafhankelijk

Afwijking beoogd vs gerealiseerd overrendement



Afwijking beoogd vs gerealiseerde overrendement







## Maatregelen bij overschrijden bandbreedte

- Op voorhand dienen mogelijke maatregelen vast te worden gelegd in de ABTN als de vastgestelde begrenzing wordt overschreden.
- Mogelijke maatregelen zijn een herijking van het deel van de portefeuille dat gericht is op renteafdekking of aanpassing van de toedeelregels.
- Welke maatregelen men wil nemen hangt af van de oorzaak van overschrijding van de bandbreedtes:
  - Overschrijden door **onbeloond risico** (bijv. curverisico): **herijking renterisicobeleid**, met nadruk op **beheersmaatregelen** voor mismatchrisico  
De beheersing van het mismatchrisico is als het goed is zo ingesteld dat bandbreedtes niet worden overschreden door onbedoelde en onbeloonde risico's
  - Overschrijding door een **specifieke crisis**: **herijking renterisicobeleid**, met nadruk op **keuze instrumenten** voor invulling matching portefeuille  
Bijvoorbeeld aanpassing ratingvereisten staatsobligaties naar aanleiding van de Eurocrisis rond 2010
  - Door een **algemene crisis**, bijv. 2008: **herbeoordeling beleid** waarbij **default** is: **renterisicobeleid niet aanpassen**  
Bandbreedtes kunnen worden overschreden door een marktbrede crisis zoals in 2008 of de crash na de internetbubbel. Een herbeoordeling van het beleid is ook in dit geval aan te bevelen.

# Renterisicobeheersmaatregelen

- Huidige renterisicobeheersmaatregelen onverminderd belangrijk
  - De bronnen van mismatchrisico, zoals duration, crurve en spread, wijzigen door de wtp niet
  - Beheersmaatregelen voor beheersen en mitigeren van het mismatchrisico wijzigen ook niet
- Belangrijke beheersmaatregelen zijn:
- Beleggingscategorie en instrumentkeuze, bijv. welke categorieën in matching en return
  - Limieten op ratings, landen, sectoren, etc.
  - DV01 limieten per looptijdbucket of key rate duration
  - Limieten op krediet(spread)risico zoals Duration Times Spread (DTS)
  - Tracking error (TE) limieten. TE is bruikbaar om te zorgen dat het profiel van de portefeuille in lijn blijft met het beoogde profiel (beheersen relatief risico t.o.v. een benchmark).





## Rol ALM bij mismatchrisico wtp

- Stochastische ALM-analyse onder wtp verplicht
  - Te gebruiken voor kwantitatieve onderbouwing van het maximale mismatchrisico
- Het ALM-model kent beperkingen in de modelering van het mismatchrisico:
  - Invulling portefeuilles is op basis van een benadering van de werkelijke portefeuilles
  - ALM-model is een jaarmodel
  - Er wordt in de ALM-analyse geen rekening gehouden met eventuele bandbreedtes rondom de matching- en returnportefeuille en rondom de renteafdekking
- ALM-analyse te gebruiken voor analyse effecten keuzes beschermingsrendement op beleidsuitkomsten  
Voorbeelden:
  - Inzicht in bronnen van mismatchrisico
  - Inzicht van instrumentenkeuze op beleidsuitkomsten
  - Afweging nominaal versus reëel
  - Inzicht in diversificatie-effecten

# Inhoud

- Wettelijk kader
- Beleid
- Kosten
- Mismatchrisico
- **'Philips'-methode**





# Bescherming via één afgescheiden beschermingsportefeuille

Toedeling op basis van de 'Philips'-methode

- Splits het totale behaalde fondsrendement in drie delen:
  1. Beoogde beschermingsrendement
  2. Mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille
  3. Overrendement op de rendementsportefeuille
- Voor de toedeling van het mismatch rendement uit de beschermingsportefeuille worden 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.



## Take aways

- Denk na over toedeling beleggingskosten
- Mismatch
  - Mismatchrisico is in verwachting positief: beloond risico voor bewust ingenomen positie (spread op AA-staatsobligaties, bedrijfsobligaties en hypotheke)
  - Mismatchrisico is voor alle leeftijdscohorten beperkt vergeleken met overrendement
  - Stel bandbreedtes vast gebaseerd op aanvaardbaar mismatchrisico
  - Maatregelen bij overschrijden bandbreedte afhankelijk van oorzaak





# Webinar Reeks “Wtp in werking”

- Deel 3: Maandag 25 november van 15.00 – 16.00 uur  
**Risicobeleid in het nieuwe stelsel**
- Deel 4: Maandag 2 december van 15.00 – 16.00 uur  
**Keuzebegeleiding**

Links naar deze sessies staan in de email met de presentatie en replay van vandaag