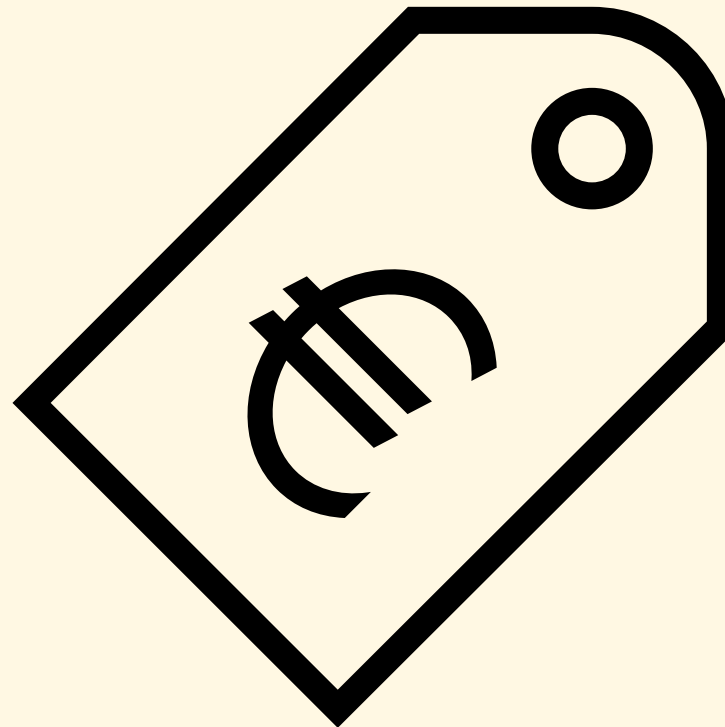




Prijskaartje van "uitlegbaar"
mismatchrendement wel uitlegbaar?

Prijkaartje van “uitlegbaar” mismatchrendement wel uitlegbaar?

In het Pensioen Pro artikel “[Zeven beleggingstrends in de solidaire premieregeling](#)” wordt beschreven dat steeds meer pensioenfondsen de beschermingsportefeuille in de indirecte methode van de solidaire premieregeling (SPR indirect) gaan inrichten met cash en derivaten. Gedachte hierachter is dat bij deze invulling van de beschermingsportefeuille de overdracht tussen leeftijdscohorten beperkt blijft. Immers komt de mismatch (positief dan wel negatief) tussen het theoretische DNB beschermingsrendement en het gerealiseerde rendement op de beschermingsportefeuille via het overrendement grotendeels bij de jongeren terecht. Een beperkte mismatch en daarmee geringe overdracht tussen leeftijdscohorten zou de uitlegbaarheid van de pensioenregeling ten goede komen.

De vraag die hierbij gesteld moet worden is of het prijkaartje van deze uitlegbaarheid eigenlijk wel uit te leggen is. Onze berekeningen laten namelijk zien dat het toevoegen van kredietwaardige spread in de beschermingsportefeuille (in de vorm van Europese staatsobligaties (AAA-AA), Europese bedrijfsobligaties investment grade en Nederlandse hypotheek) een substantieel hoger pensioen oplevert. Op basis van berekeningen in deze notitie kan dit meer dan 10% schelen kijkende naar de zekerheids-equivalent van het reële pensioen. Daarnaast daalt de kans op een nominale korting doordat er sprake is van meer rendement en diversificatie in de uitkeringsfase.

Een grote strategische allocatie aan cash zou je in beginsel ook niet verwachten bij een lange termijn belegger als een pensioenfonds. Immers, op cash verdien je geen enkele liquiditeitspremie en ook geen termijnpremie voor kredietrisico, iets waar pensioenfondsen bij uitstek toe in staat zouden moeten zijn vanwege hun lange beleggingshorizon. Een pensioenfonds zou er daarom voor kunnen kiezen om, ondanks de keuze voor het theoretisch beschermingsrendement, toch spreadrisico in de beschermingsportefeuille op te nemen en het mismatchrisico te accepteren in het kader van het betere resultaat op een lange-termijn beleggingshorizon.

Indien men toch niet comfortabel is met een substantiële mismatch op korte termijn en de daarbij gepaarde overdracht tussen leeftijdscohorten, kan een fonds ook nog kiezen voor de alternatieve indirecte methode binnen de SPR, ook wel de ‘Philips methode’ genoemd. Deze methode beschouwt het mismatchrendement als aparte rendementsbron en verdeelt de mismatch op basis van vóóraf vastgelegde verdeelregels. Hierdoor neemt de overdracht tussen leeftijdscohorten aanzienlijk af, zie ook ons eerdere artikel [Mismatchrendement, herverdelen of niet?](#). Daarnaast geeft deze alternatieve indirecte methode de mogelijkheid om meer reëel perspectief te bieden in de uitkeringsfase en nemen de nominale kortingsrisico’s zelfs verder af.

Tot slot is het belangrijk te realiseren dat ook bij een nagenoeg risicoloze beschermingsportefeuille er nog steeds enige overdracht tussen leeftijds-cohorten blijft plaatsvinden die ook uitgelegd moet worden. Hoewel verbeterde uitlegbaarheid¹ een belangrijke pijler is bij de hervorming van het pensioenstelsel met de Wet Toekomst Pensioenen (WTP), teneinde het vertrouwen in het pensioensysteem te herstellen, blijft pensioen onder het nieuwe stelsel een uitdaging in de communicatie. Deze communicatieve uitdaging zal niet verdwijnen indien gestreefd wordt naar een zo laag mogelijke mismatch in de beschermingsportefeuille. Sterker nog, achterblijvend rendement kan de uitlegbaarheid nog aanzienlijk uitdagender maken. Onze aanbeveling: maak inzichtelijk wat het prijskaartje is van "uitlegbaar" mismatchrendement, alvorens mee te gaan in deze beleggingstrend.

Substantiële positieve impact bij toevoeging spread in beschermingsportefeuille

In de achterliggende ALM doorrekening met 2.000 scenario's (Ortec Finance GLASS model met a.s.r. economische aannames) zijn we uitgegaan van een fictieve en gestileerde beschermingsportefeuille, waarbij gebruik wordt gemaakt van staatsobligaties euro AAA-AA (50%), bedrijfsobligaties investment grade euro (30%) en Nederlandse hypotheeklen (20%). Deze asset categorieën zijn binnen het nFTK ook gangbaar voor het afdekken van het renterisico. Daarnaast wordt net als in het nFTK gebruik gemaakt van rentederivaten.

¹ [Uitlegbaarheid onlosmakelijk onderdeel van uitvoerbaarheid \(Position paper AFM\)](#)



Casus: hypotheek in de beschermingsportefeuille

WTP biedt pensioenfondsen de mogelijkheid om hun beleggingsportefeuille opnieuw te evalueren en aan te passen aan de nieuwe regelgeving. Een van de beleggingscategorieën die hierbij van belang is, zijn Nederlandse hypotheek. Hieronder de voor- en nadelen van Nederlandse Hypotheken in de beschermingsportefeuille:

Voordelen

- ✓ **Aantrekkelijk rendement:** De belegging in hypotheek biedt een aantrekkelijk rendement boven de swaprente en andere LDI-assets. Dit maakt ze een interessante optie voor pensioenfondsen die op zoek zijn naar langlopende, stabiele en voorspelbare inkomsten.
- ✓ **Laag risico profiel:** Hypotheken hebben een relatief laag risico-profiel, vooral wanneer ze worden vergeleken met andere vastrentende waarden zoals bedrijfsobligaties, mede doordat ruim 40% van alle koopwoningen een hypotheek met NHG-regeling heeft en sterke financiële discipline van huishoudens².
- ✓ **Diversificatie:** Door hypotheek op te nemen in de beschermingsportefeuille, kunnen pensioenfondsen profiteren van een betere spreiding van risicobronnen. Dit draagt bij aan een efficiëntere portefeuille met een hogere Sharpe ratio.
- ✓ **Langetermijn correlatie met swap:** Hypotheken hebben een hoge lange termijn correlatie met de swaprente, wat betekent dat ze goed kunnen bijdragen aan de renteafdekking binnen de beschermingsportefeuille.
- ✓ **Impact op MVB:** Hypotheken passen goed binnen het beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB). Pensioenfondsen kunnen hiermee bijdragen aan de verduurzaming van de woningvoorraad en sociale woningbouw projecten.

Nadelen

- ✓ **Liquiditeit:** Hypotheken zijn minder liquide dan andere vastrentende waarden zoals staatsobligaties. Dit kan een beperking vormen bij het herbalanceren van de portefeuille en het voldoen aan onderpandvereisten. Nog altijd hebben hypotheek relatief veel liquiditeit, mede dankzij de maandelijkse contractuele rentebetalingen en (extra) aflossingen. Daarnaast kan de liquiditeit van hypotheek vergroot worden door kapitaalmarkt transacties zoals securitisaties of portefeuille verkopen.
- ✓ **Spread volatiliteit:** Hoewel hypotheek een hoge lange termijn correlatie hebben met de swaprente, reageren ze op korte termijn met vertraging op renteveranderingen. Dit kan leiden tot enige volatiliteit in de spread op de korte termijn. Echter, deze volatiliteit kan mogelijk gedempt worden door de interne waarderingmethodiek aan te passen met een gedempte spread, zoals sommige verzekeraars ook al gedaan hebben.

² NHG-grens stijgt naar € 435.000 in 2024, provisie blijft 0,6%

In totaal zijn drie varianten doorgerekend, te weten:

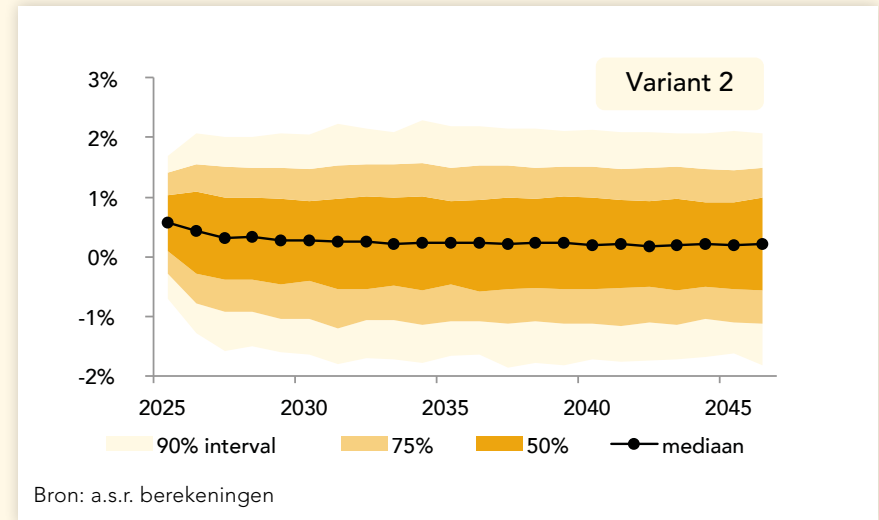
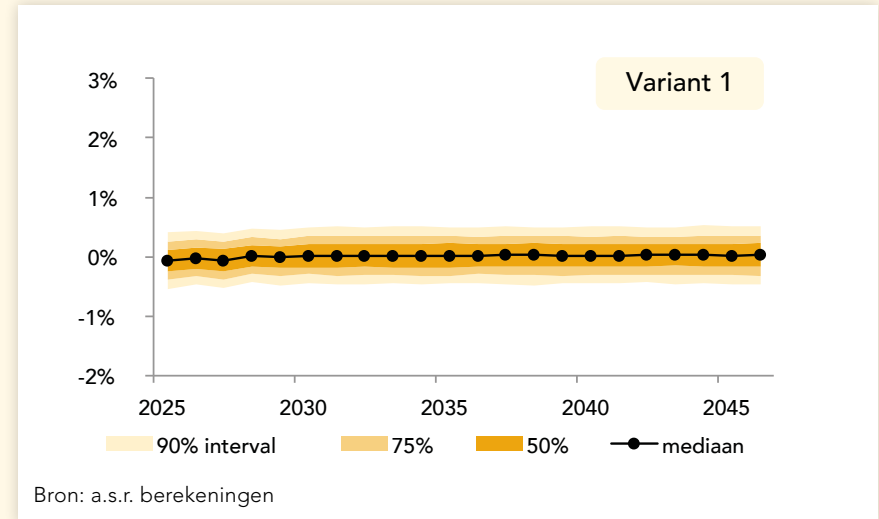
#	Methode SPR	Invulling beschermingsportefeuille
1	Indirect	Cash + rentederivaten
2	Indirect	Staatsobl euro AAA-AA (50%) / Bedrijfsobl IG euro (30%) / Hyp NL (20%) + rentederivaten
3	Alternatief indirect	Staatsobl euro AAA-AA (50%) / Bedrijfsobl IG euro (30%) / Hyp NL (20%) + rentederivaten

Tabel 1: overzicht varianten

De rentederivaten in de beschermingsportefeuille worden ingezet om de gewenste renteafdekking te realiseren, zie ook figuur 6 in de appendix. Figuur 1 toont het mismatchrendement van variant 1 en 2. Zoals verwacht neemt het mismatchrendement substantieel toe als er meer kredietwaardige spread in de beschermingsportefeuille wordt toegevoegd in variant 2. De gemiddelde mismatch ligt na verloop van tijd stijgt van circa 20 bps hoger voor variant 2. De bandbreedtes rondom dit gemiddelde zijn aanzienlijk groter voor variant 2, wat zich ook uit in een gemiddeld genomen 90bps hogere volatiliteit.

Interessant is om te kijken naar de impact op verwachte (mediaan) reële pensioenuitkering en de reële pensioenuitkering in "slecht weer" (5% percentiel) gedurende de uitkeringsfase. Met reële uitkeringen wordt bedoeld op de pensioenuitkeringen gecorrigeerd voor de prijsinflatie.

Figuur 1: Mismatchrendement variant 1 en variant 2



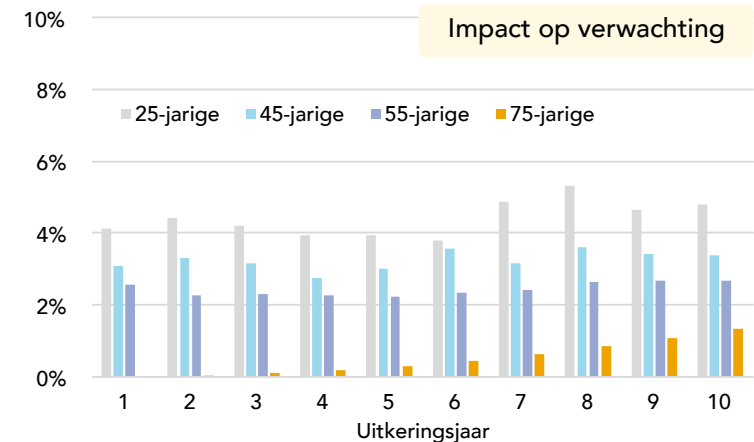
Figuur 2 toont de procentuele impact op het reële pensioen, waarbij variant 2 afgezet wordt ten opzichte van variant 1. Een positief (negatief) balkje houdt in dat de verwachte uitkering stijgt (daalt) indien van variant 1 overgestapt wordt op variant 2. De figuur laat een substantiële positieve impact zien, waarbij in slechtweersscenario's het reële pensioen soms ruim 5% hoger komt te liggen in variant 2 t.o.v. variant 1.

Als alternatieve metriek om de twee varianten te vergelijken kan ook gebruik worden gemaakt van zekerheidsequivalenten. Tabel 2 toont de impact op de zekerheidsequivalent van het reële pensioen voor verschillende gamma's bij een bèta van 2%. Gegeven de hogere zekerheidsequivalenten komt duidelijk naar voren dat de variant met spread in de beschermingsportefeuille te prefereren valt voor alle cohorten.

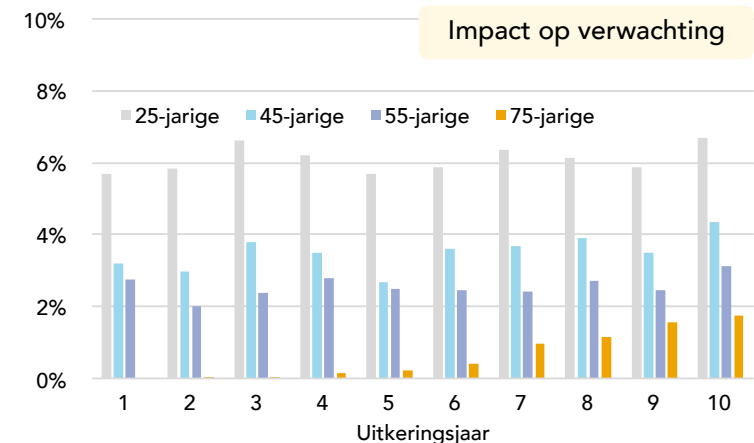
Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen (variant 2 t.o.v. variant 1)	$\gamma = 2$	$\gamma = 5$	$\gamma = 10$
25-jarige	6%	7%	14%
45-jarige	4%	4%	4%
55-jarige	3%	4%	6%
75-jarige	1%	2%	8%

Tabel 2: Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen variant 2 t.o.v. variant 1 (bron: a.s.r. berekeningen)

Figuur 2: Impact reële pensioenuitkering variant 1 t.o.v. variant 2



Bron: a.s.r. berekeningen



Bron: a.s.r. berekeningen

De zekerheidsequivalent is het zekere bedrag aan pensioenuitkering dat voor een persoon even aantrekkelijk is als een onzekere uitkomst. Het geeft aan hoeveel iemand bereid is te aanvaarden zonder risico te nemen. Hoe meer risicomijdend iemand is, hoe lager deze zekerheidsequivalent ligt ten opzichte van het gemiddelde van de mogelijke uitkomsten. Om het nut van een pensioenuitkering op tijdstip t te berekenen, gebruiken we een CRRA-nutfunctie (Constant Relative Risk Aversion). Deze wordt als volgt gedefinieerd:

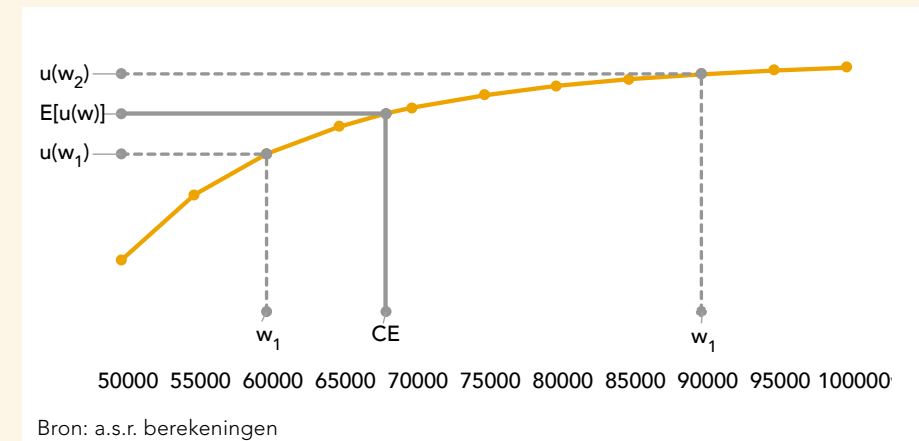
$$u(w_t) = \beta^t * p_t * \frac{w_t^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

waarbij w_t de pensioenuitkering is op tijdstip t , β^t de tijdsvoorkeur (de mate waarin toekomstige uitkeringen minder zwaar wegen), p_t de overlevingskans en γ de risicoaversie-parameter (hoe hoger γ , hoe meer risicomijdend iemand is).

Stel een persoon heeft de kans op €60.000 of €90.000 pensioen, elk met 50% kans. De verwachte waarde van deze uitkering is dan €75.000. Gebruikmakend van de CRRA-nutfunctie met een risicoaversie parameter $\gamma = 5$, levert dit een zekerheidsequivalent op van €68.208. Dat betekent dat een persoon bereid is om €68.208 zeker te nemen in plaats van een loterij tussen €60.000 en €90.000. Dat verschil toont risicomijding. De gemiddelde nutwaarde van de twee mogelijke uitkomsten, aangeduid als $E[u(w_t)]$, speelt hierin een centrale rol. De zekerheidsequivalent is gedefinieerd als de uitkering waarvoor de nutfunctie precies dit gemiddelde nut $E[u(w_t)]$ oplevert.

Wanneer we dezelfde situatie bekijken met een lagere risicoaversie, bijvoorbeeld $\gamma = 2$, dan komt de zekerheidsequivalent hoger uit, namelijk op €72.000. Dit betekent dat iemand met minder risicomijding bereid is om dichterbij de verwachte waarde van €75.000 te blijven. Hoe lager γ , hoe kleiner het verschil tussen de zekerheidsequivalent en de verwachte uitkering.

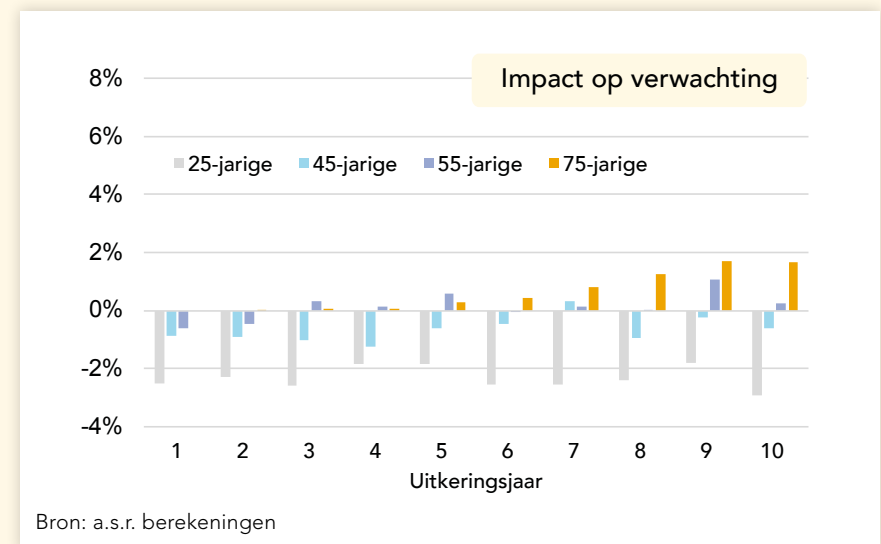
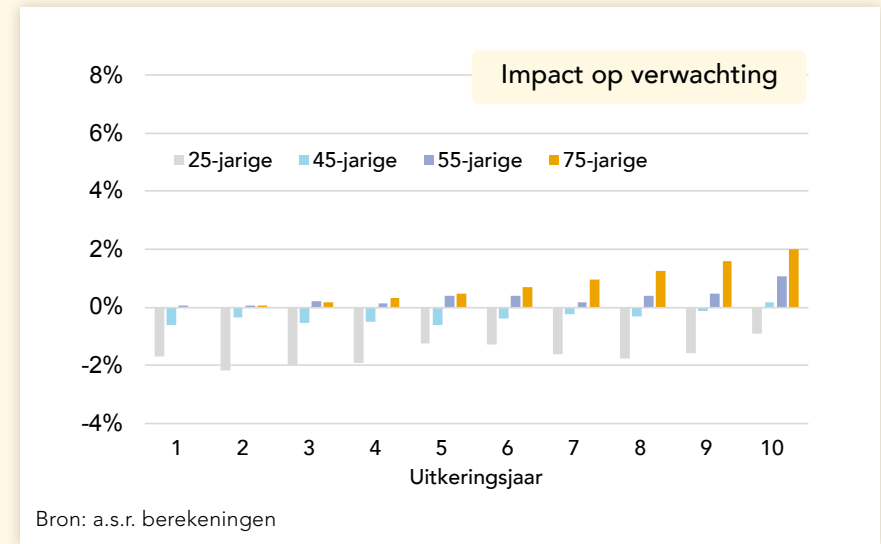
Figuur 3: Nutsfunctie en zekerheidsequivalent = 5



Hoger reëel pensioen in uitkeringsfase bij gebruik alternatieve indirecte methode

Hoewel de meerwaarde van variant 2 (indirecte methode met spread-producten in de beschermingsportefeuille) op lange termijn duidelijk zichtbaar is, kunnen substantiële negatieve mismatchrendementen in enig jaar de communicatie richting deelnemers wel uitdagender maken. Een lastig onderdeel hierbij is dat het mismatchrendement vooral bij de jongeren belandt en er dus sprake is van een (in dit geval negatieve) overdracht tussen leeftijdscohorten. Tegelijkertijd zou het mismatchrendement uit variant 2 ouderen in de uitkeringsfase juist kunnen helpen om de reële pensioenuitkering meer op peil te houden. Deze twee kanttekeningen zouden kunnen worden verholpen met de alternatieve indirecte methode, ook wel de 'Philips methode' genoemd. In de artikelen [Mismatchrendement, herverdelen of niet?](#) en [Het effect van de swapspread op mismatchrendementen](#) wordt deze methode uitgebreid besproken. Door gebruik te maken van deze alternatieve indirecte methode, is er sprake van minder overdracht tussen de generaties en belandt het mismatchrendement grotendeels bij de oudere leeftijdscohorten. Figuur 4 toont de procentuele impact op de reële uitkeringen, waarbij variant 3 is afgezet t.o.v. variant 2. Een positief (negatief) balkje houdt in dat de verwachte uitkering stijgt (daalt) indien van variant 2 overgestapt wordt op variant 3. Te zien is dat de oudere deelnemers er op vooruit gaan bij variant 3. Dit toont aan dat deze alternatieve indirecte methode een oplossing kan zijn om meer te sturen op reële pensioenuitkeringen in de uitkeringsfase.

Figuur 4: Impact reële pensioenuitkering variant 3 t.o.v. variant 2



Jongeren profiteren in dit geval minder van het overwegend positieve mismatchrendement en gaan er juist op achteruit ten opzichte van variant 2. Dit is ook te zien in onderstaande tabel die de impact toont op de zekerheidsequivalent van het reële pensioen voor verschillende gamma's bij een bèta van 2%. Merk hierbij wel op dat de jongeren ten opzichte van variant 1 er bij variant 3 nog steeds aanzienlijk op vooruit gaan.

Impact zekerheidsequivalent reëel pensioen (variant 3 t.o.v. variant 2)	$\gamma = 2$	$\gamma = 5$	$\gamma = 10$
25-jarige	0%	0%	-1%
45-jarige	1%	1%	-1%
55-jarige	1%	2%	2%
75-jarige	2%	3%	7%

Tabel 3: Impact zekerheidsequivalent variant 3 t.o.v. variant 2 (bron: a.s.r. berekeningen)

Lagere nominale kortingsrisico's en impact solidariteitsreserve

Bij zulke positieve resultaten, is de eerste vervolgvraag meestal waar de 'pijn' dan wél zit. Het zogenaamde addertje onder het gras. Het antwoord is dat die er bij deze vergelijking niet lijkt te zijn. Sterker nog, kijkende naar bijvoorbeeld de kans op een nominale korting verbeteren de resultaten indien er meer spread in de beschermingsportefeuille wordt gealloceerd.

Dit komt doordat de exposure naar het overrendement (gegeven de aannames uit figuur 6 in de appendix) de nominale kortingskansen bepaald in de uitkeringsfase. Doordat het additionele mismatchrendement (afkomstig van de toegevoegde spreadproducten in de beschermingsportefeuille) resulteert in een hogere diversificatie binnen het overrendement, dalen de

nominale kortingskansen. Ook het spreiden van de gemiddeld genomen hogere beleggingsrendementen dragen bij aan een lagere kans op een nominale korting in de uitkeringsfase. De kans op een nominale korting kan daarnaast substantieel klein worden gemaakt door effectief gebruik te maken van de solidariteitsreserve middels de Ortec methode. Deze Ortec methode houdt in dat de solidariteitsreserve alleen wordt ingezet om daling van lopende uitkeringen in een betreffend jaar te voorkomen. De persoonlijke pensioenkapitalen worden niet aangevuld.

Bij gebruik van de alternatieve indirecte, die het mismatchrendement herverdeelt, neemt het nominale kortingsrisico nog meer af. Dit komt doordat er gemiddeld genomen nóg meer rendement wordt gemaakt in de uitkeringsfase, waarbij dit rendement wordt uitgesmeerd over een periode van 10 jaar. Daarnaast resulteert de hogere allocatie van het mismatchrendement in de uitkeringsfase in een toenemende diversificatie met het overrendement (Merk op: in de alternatieve methode worden mismatchrendement en overrendement beschouwt als twee aparte rendementsbronnen) in de uitkeringsfase.

Tevens speelt natuurlijk ook mee of de solidariteitsreserve initieel gevuld is en wat de vul en uitdeelregels zijn. Eveneens speelt de deelnemerspopulatie een rol, omdat een relatief oud fonds immers een stuk meer vraagt van de solidariteitsreserve. In één van de volgende artikelen wordt dit nader bekeken.

Tot slot is het risicogehalte van de rendementsportefeuille een belangrijke factor. De aanname t.a.v. de strategische asset allocatie van de rendementsportefeuille is terug te vinden in de appendix.

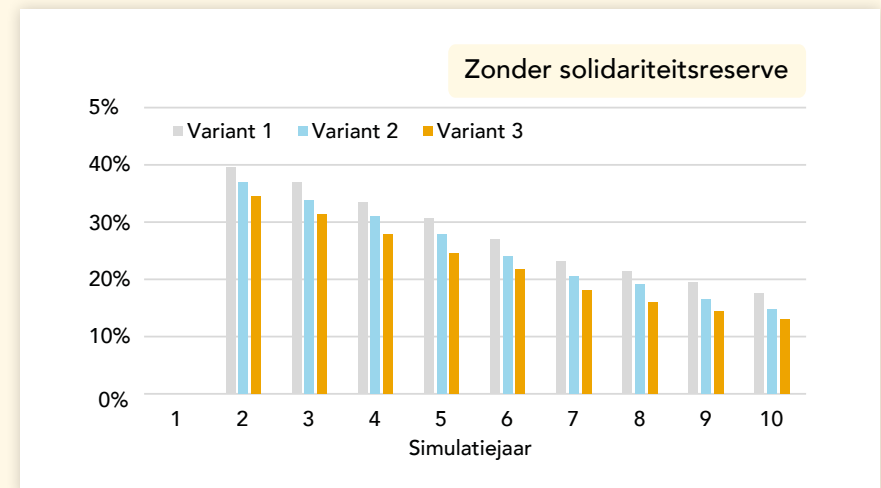
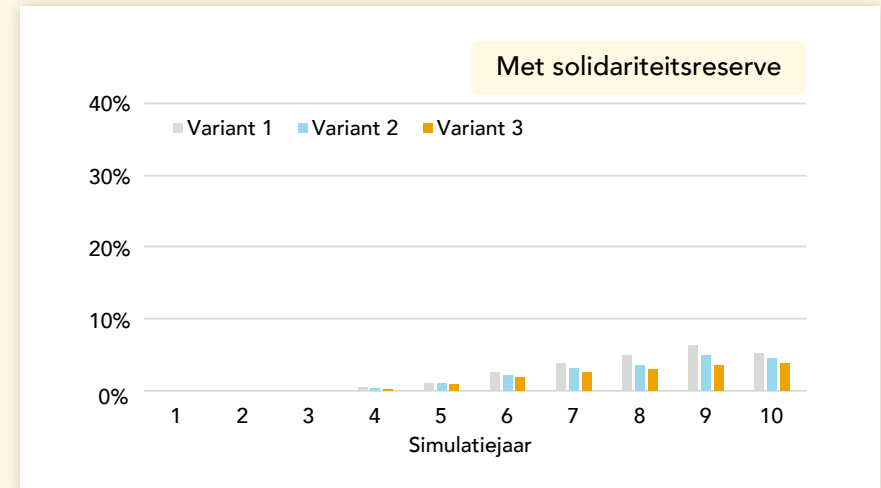
Figuur 5 toont de nominale kortingen van een 75-jarige in de eerste 10 simulatiejaren met en zonder solidariteitsreserve. Te zien is dat de kortingskansen substantieel stijgen indien er geen solidariteitsreserve is, maar dat de kortingskansen nog steeds het laagste liggen bij variant 3.

Wees bewust van de prijskaart van “uitlegbaar” mismatchrendement

Samenvattend is het aan te raden om niet te makkelijk te denken over de invulling van de beschermingsportefeuille. De trend lijkt dat de beschermingsportefeuille steeds meer ingevuld wordt om zoveel als mogelijk het theoretische DNB beschermingsrendement te repliceren. Belangrijkste argument daarbij is het mismatchrendement “uitlegbaar” te houden. Dit gaat wel gepaard met een aanzienlijk prijskaartje van soms meer dan 10%, wat toch ook lastig uitlegbaar is. Het is daarom aan te raden als pensioenfonds goed de afweging te maken over de samenstelling van de beschermingsportefeuille en niet te makkelijk mee te gaan in deze beleggingstrend. Bij a.s.r. denken wij hier graag over mee!

SPR (in)direct (alternatief), FPR(+) of een buy-out? Waar de keuze door WTP ook op valt, a.s.r. helpt u met al zijn ervaring en expertise binnen het pensioendomein graag verder op weg.

Figuur 5: Nominale kortingskansen van een 75-jarige met en zonder solidariteitsreserve

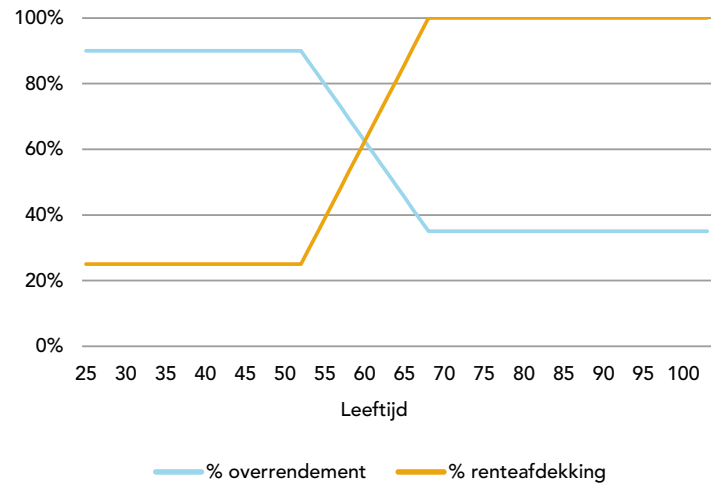


Appendix

Algemeen	
Startdatum simulatie	Dec/24
ALM software	GLASS Ortec Finance
Scenarioset	a.s.r. Neutraal
Deelnemersbestand	
Leeftijdsamenstelling	Bevolkingspiramide Nederland per 2024
Verhouding actieven/slapers	50/50
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - initieel	1,40%
Uitkeringen t.o.v. totale AuM - jaar 20	2,90%
Solidariteitsreserve	
Initieel	2% van totale Asset under Management
Maximaal	15%
Instroom	Max(0, 1% overrendement)
Uitstroom	Voorkomen daling nominale uitkering <i>De solidariteitsreserve wordt alleen ingezet om daling van lopende uitkeringen in een betreffend jaar te voorkomen. De persoonlijke pensioenkapitalen worden niet aangevuld</i>
Rendementsaannee	Gelijk aan totaal rendement (%) fonds

Algemeen	
Spreiding	
	Benodigde aanpassingen in de uitkeringen (positief danwel negatief) worden uitgesmeerd over 10 jaar Met geheugen
Premie	
	Vast 20%
Rendementsportefeuille	
	Aandelen ontwikkelde markten (80%), Aandelen opkomende markten (5%), High Yield (5%) EMD HC (5%), Beursgenoteerd vastgoed (5%)

Figuur 6: % overrendement en % renteaftdekking



Bron: ALM software GLASS (Ortec Finance)

α.σ.ι.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht

89783_0525