

# Risicohouding

November 2024

Restricted





# Introductie en huishoudelijke mededelingen



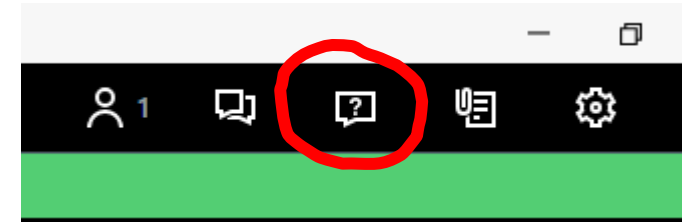
Chantal de Groot



Mark Irwin

# 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.



# Proces risicohouding





# Inleiding

- De risicohouding is een belangrijk onderdeel van de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Maar inmiddels ook een van de meest besproken onderwerpen...
- Eerder hebben wij aandacht besteed aan het proces om tot een beleid binnen de Wtp te komen. Zie:
  - Artikel 'Van risicohouding naar beleid: gebruik de gamma'
  - Webinar 4 december 2023. [Link](#)
- Nu focus op het vaststellen van de grenzen van de risicohouding.
  - Welke methodes zien wij in de praktijk?
  - Hoe marges/bandbreedtes rondom de wettelijke maatstaven te bepalen?
  - Welke discussies lopen er in de sector?

# Proces risicohouding

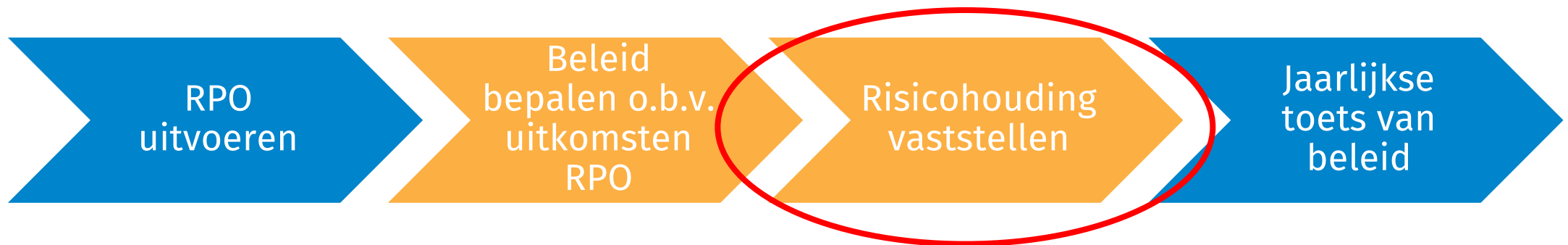


# Proces risicohouding

## Wettelijke proces:



## Alternatief proces (visie Ortec Finance):



**Beide processen zien wij in de praktijk doorlopen worden.**



# Vaststellen grenzen risicohouding

## **Besluit uitvoering Pensioenwet: Artikel 15d Verantwoordelijkheid beleggingen uitvoerder**

1. De uitvoerder die verantwoordelijk is voor de beleggingen baseert het strategisch beleggingsbeleid op de risicohouding en **toetst jaarlijks** op basis van een scenarioanalyse **of het beleggingsbeleid of de toedelingsregels passend zijn** bij de vastgestelde risicohouding **en past het beleggingsbeleid aan indien dat niet het geval is.**

**Om te voorkomen dat beleid te snel moet worden aangepast is het wenselijk om enige marge in te bouwen bij te vaststelling van de risicohouding.**





# Marges risicohouding

- Om een robuust meerjarenbeleid te kunnen voeren mogen fondsen marges in de risicomaatstaven hanteren (zie [Q&A DNB](#)).
- Grenzen moeten voldoende richtinggevend zijn om “*reguliere fluctuaties in marktvolatiliteit en sentiment op te vangen maar tegelijkertijd eng genoeg is om signalen van structurele veranderingen in de economische en financiële omgeving te vangen die zouden moeten leiden tot bijstelling van beleid*”
- Marges dus (wat DNB betreft) primair bedoeld voor economische ontwikkelingen.
- Belangrijkste punt van DNB: pensioenuitvoerder moet kunnen onderbouwen dat “*de risicohouding inclusief toevoeging van eventuele marges ook nog steeds aansluit bij de risico’s die deelnemers kunnen en willen lopen.*”

# Aanpak OF: Vaststellen bandbreedtes



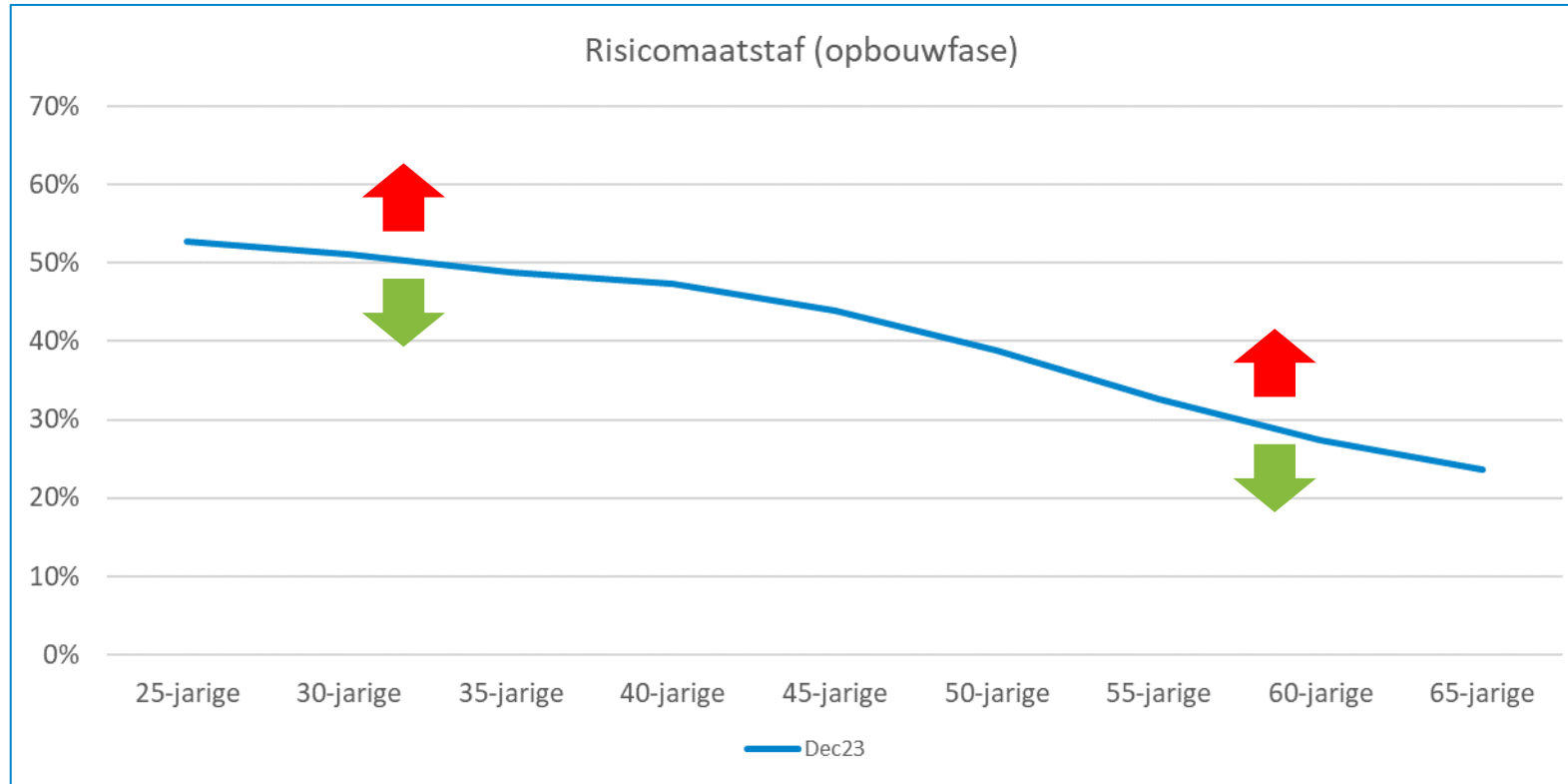
# Aanpak Ortec Finance voor bepalen bandbreedtes



- Bij alternatieve proces zijn bandbreedtes ook alleen nodig voor economische ontwikkelingen.
- Grenzen risicohouding worden namelijk vastgesteld op basis van het voorgenomen beleid.
  - Al lopen er nog wel discussies met DNB over de noodzaak om risicohouding vast te stellen op beleid zonder spreiden en een reserve.
- Economische bandbreedtes veelal vastgesteld op basis van verschillende DNB-scenariosets.
  - Ortec Finance heeft eigen aanpak hiervoor ontwikkeld

# Bandbreedtes

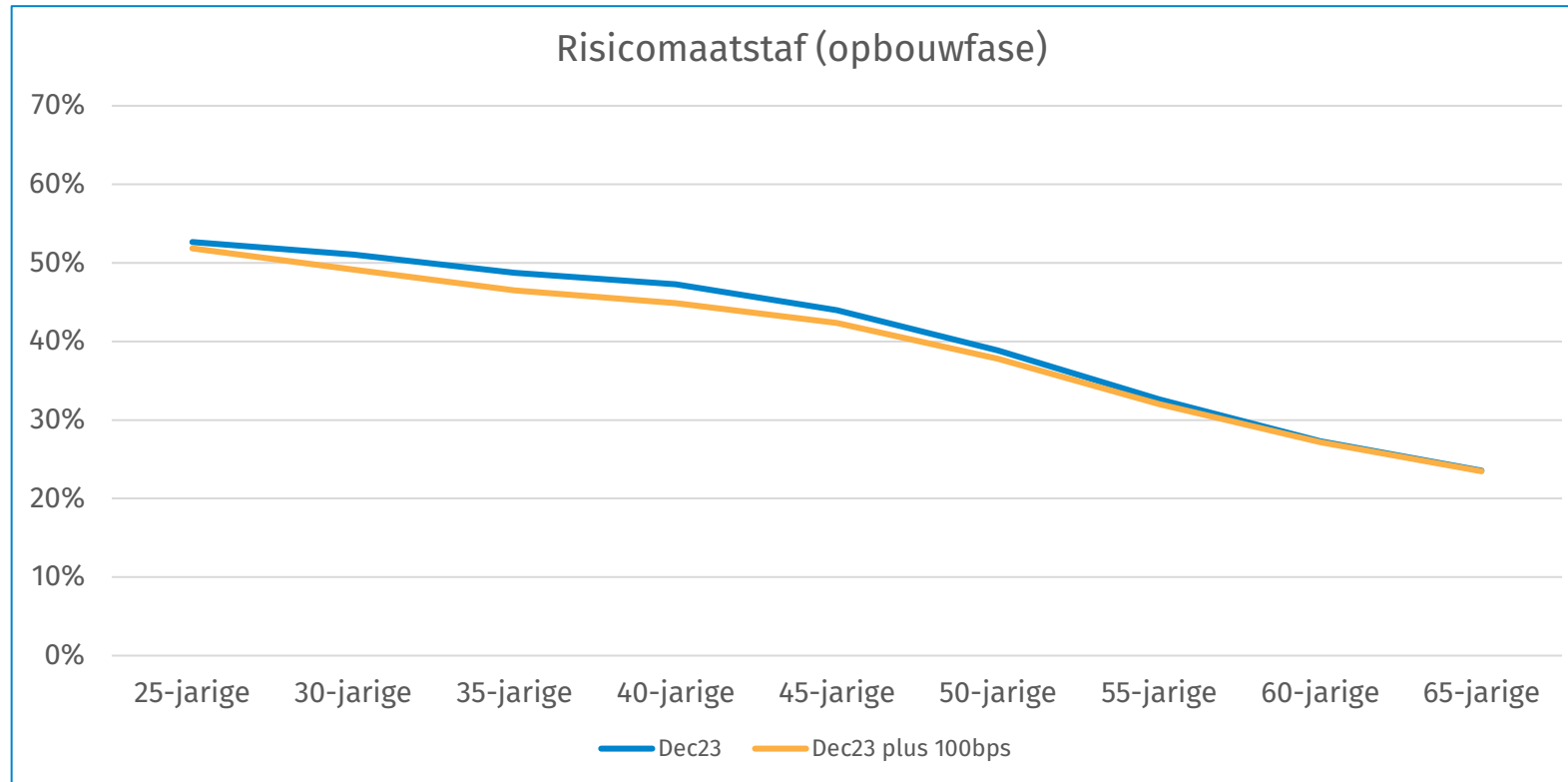
Voorbeeld



- Blauwe lijn: Vastgestelde beleid o.b.v. ALM-analyse inclusief zekerheidsequivalenten en P-set eind december 2023.
  - Rondom deze lijn willen we een marge inbouwen om te voorkomen dat beleid te snel moet worden aangepast.

# Bandbreedtes

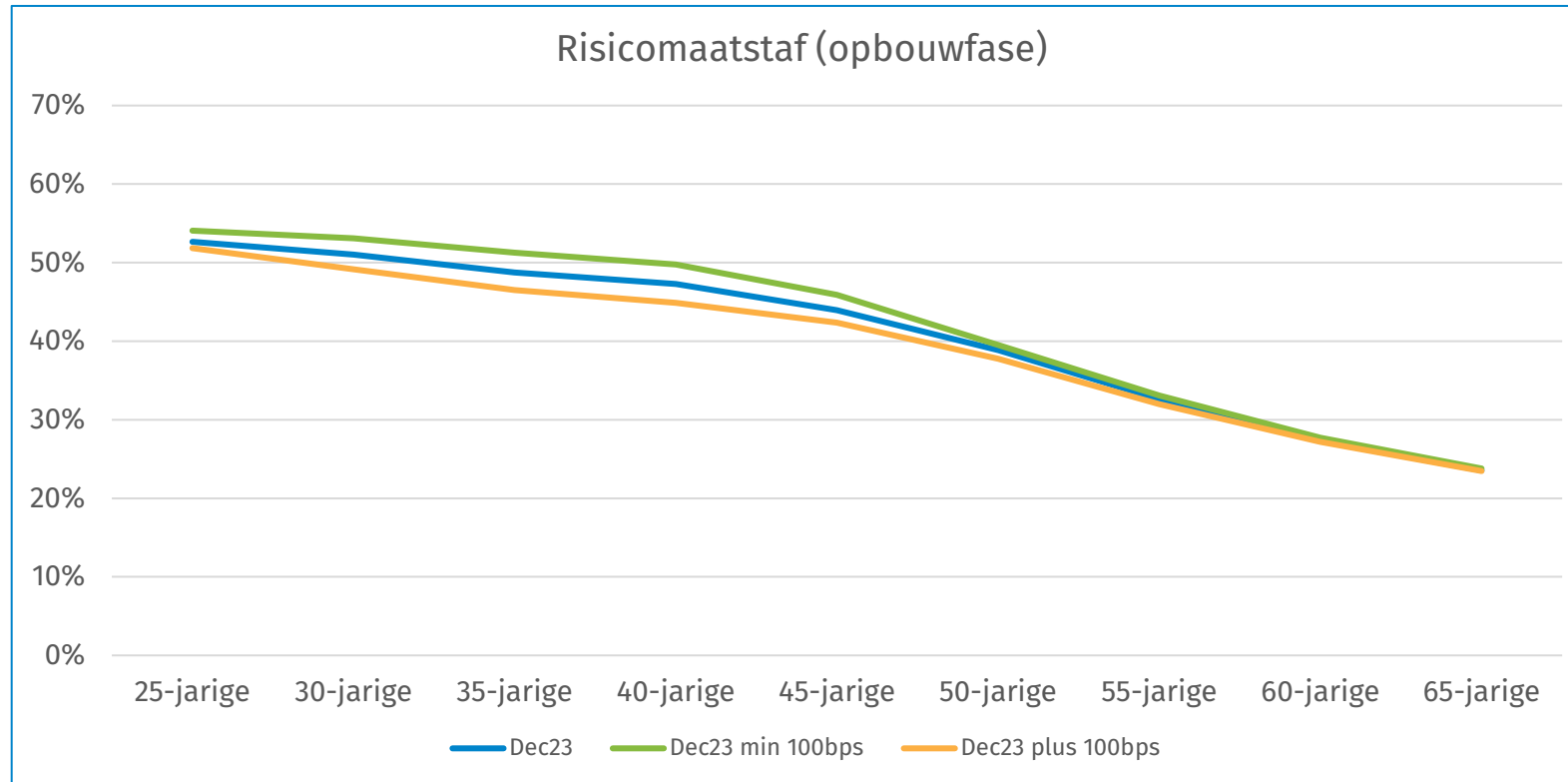
Voorbeeld



- Oranje lijn: Zelfde beleid, maar nu doorgerekend alternatieve P-set eind december 2023 (rente bij aanvang +100 bps).
  - Uitkomsten verschillen maar nauwelijks en liggen bovendien lager. We willen marge aan de bovenkant.

# Bandbreedtes

Voorbeeld



- Groene lijn: Zelfde beleid, maar nu doorgerekend alternatieve P-set eind december 2023 (rente bij aanvang -100 bps).
  - Levert wel wat marge aan de bovenkant, maar zeker voor ouderen is dat zeer beperkt.

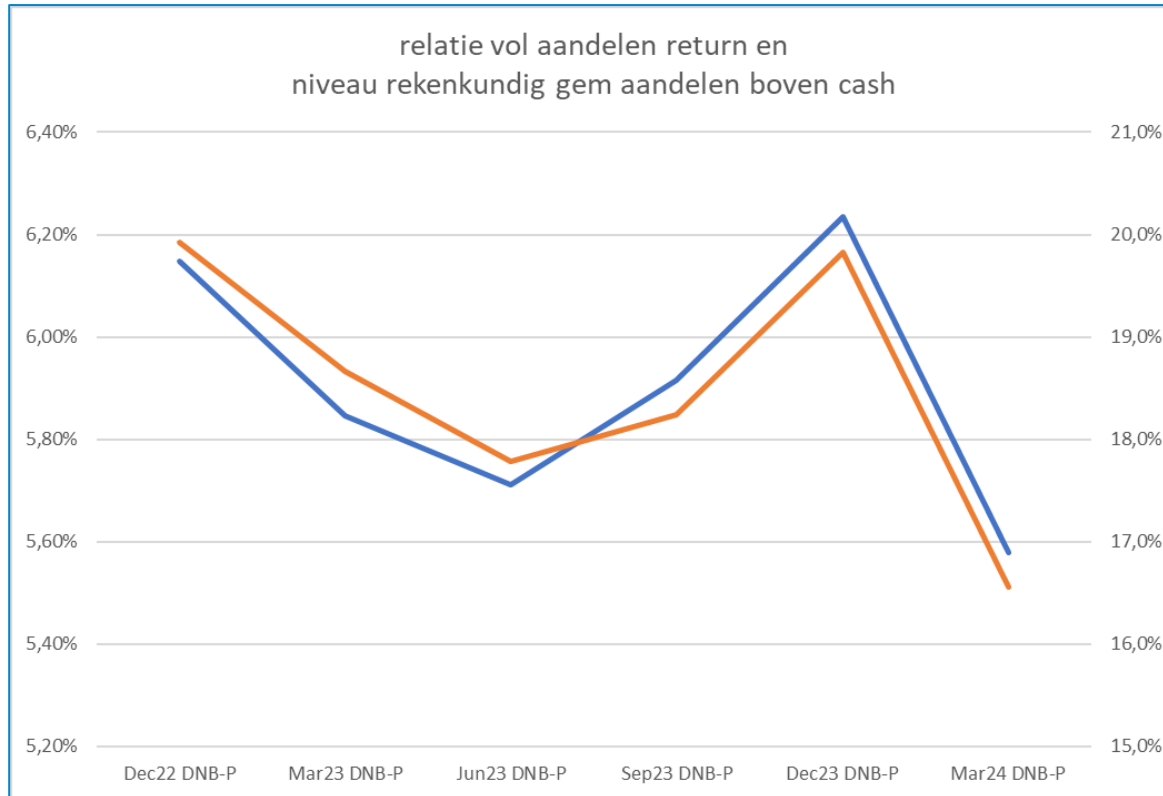


# Aanpak Ortec Finance voor bepalen bandbreedtes

- **Risicomaatstaf opbouwfase en lange termijnmaatstaf uitkeringsfase:**
  - Baseren op een scenario set met een volatiliteit van aandelen van 25%, en een daarbij horend hoger rendement op aandelen
- **Risicomaatstaf korte termijn uitkeringsfase:**
  - Toepassen opslag op gemeten uitkomst voor onzekerheid volatiliteit van inflatie en aandelen:
    - Correctie voor inflatie op basis van bovenkant geschat betrouwbaarheidsequivalent inflatie
    - Correctie voor aandelen volatiliteit: delta maatstaf bepalen o.b.v. hogere aandelen volatiliteitset
- **Verwachtingsmaatstaf:**
  - Bepalen op basis van de DNB scenarioset met een hogere startrente van +1%

# DNB set: relatie waarneembaar

Volatiliteit en rekenkundig rendement aandelen boven cash



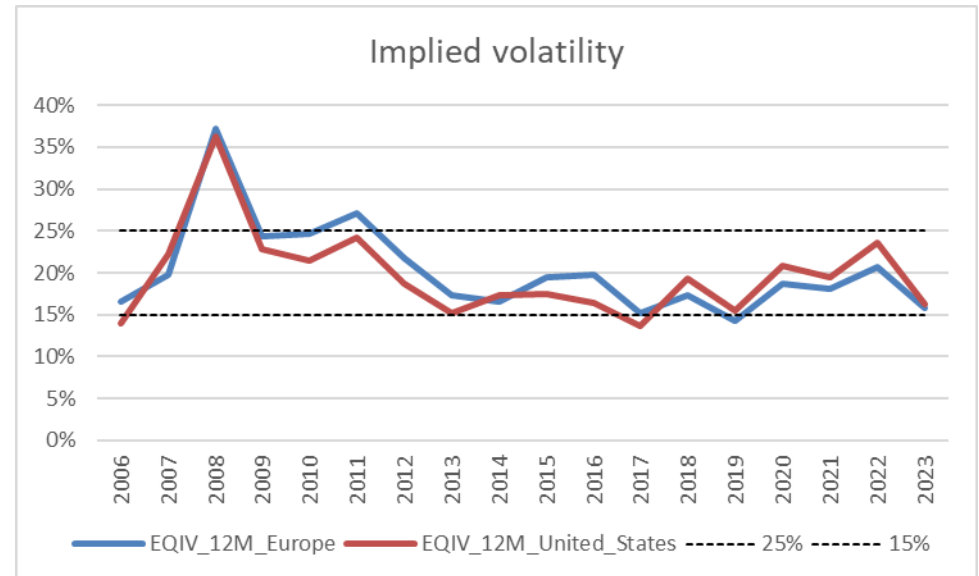
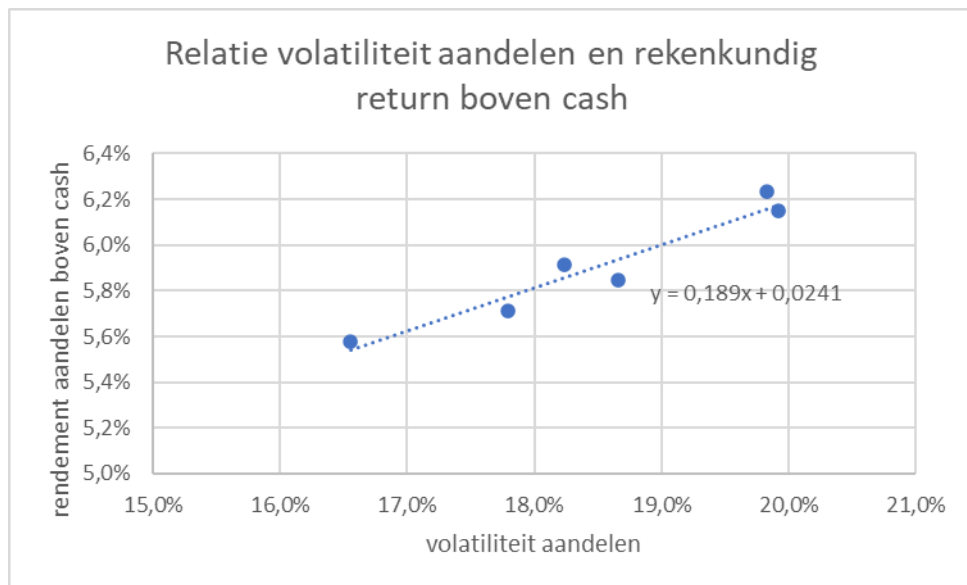
- DNB methodiek gaat uit van een model waarin in elk geval
  - Lange termijn inflatie 2%
  - Meetkundig rendement aandelen 5.4% (voor kosten, vanaf sets juni 2023)
- Daarnaast wordt het model gefit op marktdata, waaronder op basis van rente en inflatie en is de volatiliteitsparameter van aandelen de sluitpost om vanuit het model op een meetkundig rendement van 5.4% te komen
- Figuur laat zien dat er een relatie is tussen de volatiliteit van aandelen (rechts) en het rekenkundige excess rendement van aandelen boven cash (links)



# Onderbouwing van grenzen

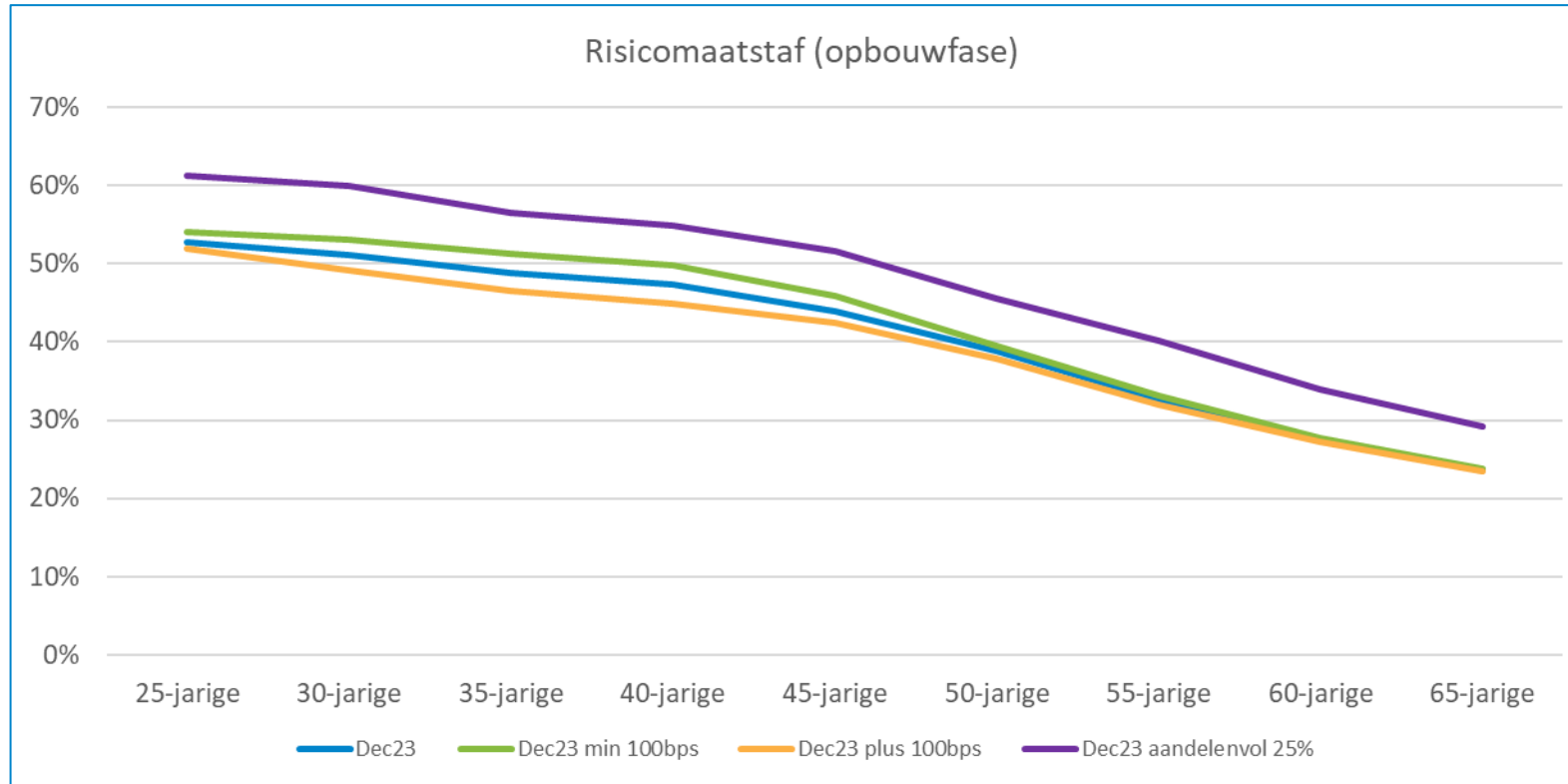
Datapunten: juni 23 – mrt 24 sets

- Hogere volatiliteit van aandelen:
  - 25% volatiliteit => rendement aandelen boven cash 7,1%
  - Op september 2023 set zou dit leiden tot rendement aandelen van 8,5%
    - oorspronkelijk in die set: 7,24%: +1,22% boven oorspronkelijke set



# Bandbreedtes

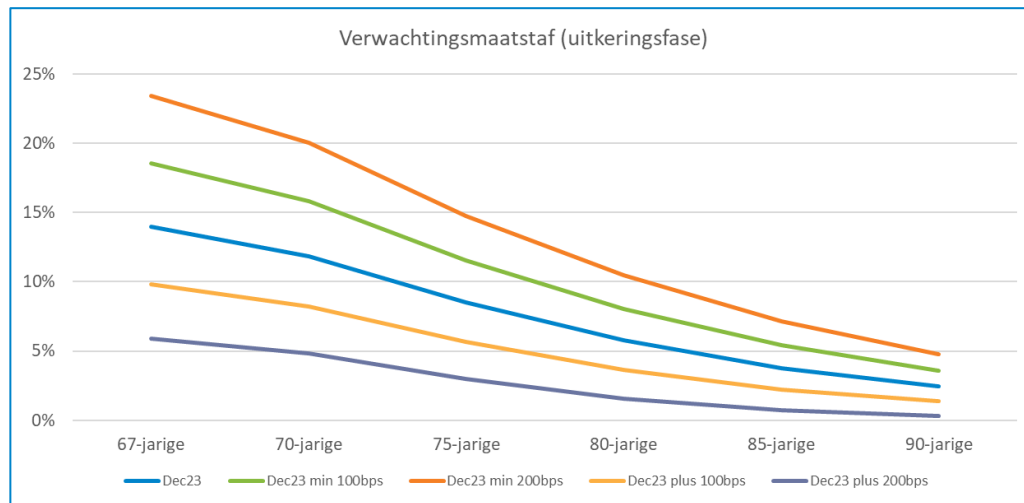
## Langetermijn risicomaatstaf (opbouwfase)



- Paarse lijn: Vastgestelde beleid alternatieve DNB-set met hoge volatiliteit.
  - Deze uitkomsten liggen we duidelijk hoger en bieden daarmee dus een behoorlijke mate van ruimte.

# Bandbreedtes

## Langetermijn verwachtingsmaatstaf (uitkeringsfase)



- Blauwe lijn: Vastgestelde beleid o.b.v. P-set eind december.
- Andere lijnen: DNB-scenariosets o.b.v. hogere of lagere startrente.
- Hogere rente leidt tot lagere verwachtingsmaatstaf.
  - Dit komt doordat het aandelenrendement niet (volledig) “meebeweegt” in de alternatieve scenariosets. ➡ Lagere risicopremie.
- 200bps hoger is geen “reguliere” fluctuatie.
  - Daarom 100bps hoger hanteren voor vaststellen marge verwachtingsmaatstaf.



# Samenvatting

- Bij doorlopen proces op basis van visie Ortec zijn er alleen bandbreedtes nodig voor economische ontwikkelingen.
- Deze bandbreedtes kunnen worden vastgesteld op basis van (aangepaste) scenariosets van DNB.

Vragen tot dusver?

# Wettelijke proces: Discussies in sector





# Wettelijke proces risicohouding

- Bij aanpak Ortec Finance is bandbreedte alleen nodig voor economische fluctuaties.
- In de praktijk worden grenzen risicohouding vaak vastgesteld met behulp van uit RPO afgeleide life cycles. Het beoogde beleid in de Wtp kan dan knellen met deze grenzen.
  - Bijvoorbeeld doordat beoogde beleid – toedelingsregels, renteaafdekking, eventuele reserve, spreiden - (sterk) afwijkt van afgeleide life cycle.
- Als beoogde beleid risicovoller is dan afgeleide life cycle, dan past verwachtingsmaatstaf vaak wel, maar risicomaatstaf lange termijn niet.
  - Bij minder risicovol beleid geldt het omgekeerde

Hoe dan toch onderbouwen dat beoogde beleid past bij de risicohouding?



# Wettelijke proces risicohouding

- Aandachtspunten bij afleiden impliciete life cycle:
  1. Onderzoeksmethode zeer bepalend voor vaststelling relatieve risicoaversie
  2. Passende risico- en rendementskenmerken hanteren bij afleiding via Merton-formule
  3. Impliciete life cycle is (meestal) “kale” DC-life cycle
- Uiteraard zijn er nog vele andere aandachtspunten/bespreekpunten. Denk aan:
  - Met leeftijd oplopende mate van risicoaversie
  - Weging risicodraagvlak (50%-eis) of wegingen wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken
  - Leenrestrictie in Flexibele Premiereregeling (FPR)
- In dit webinar geen tijd om alles te bespreken. Bij vragen hierover kan altijd contact met ons worden opgenomen.

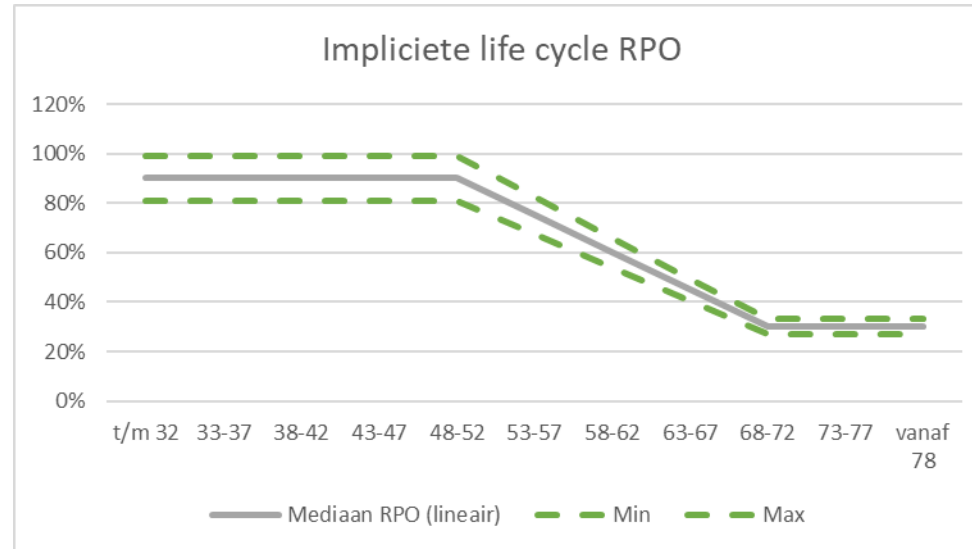


# 1. Onderzoeksmethode RPO

- **Goossens/De Vries (TPV 2024/19):** “*Verschillende risicopreferentiemethodieken leiden per individu, en ook op geaggregeerd niveau, tot verschillende gemeten risicoaversieparameters. Met andere woorden, **de gemeten risicovoorkeuren van individuen blijken afhankelijk te zijn van de gebruikte methode.** Er is nog geen eenduidige verklaring noch oplossing binnen de wetenschap voor deze puzzel (Holzmeister & Stefan, 2021).*”
    - Risk elicitation puzzle
  - Ook binnen een onderzoek kan er sprake zijn van “ruis”. Het is onmogelijk om met zekerheid te stellen welke mate van relatieve risicoaversie (gamma) iemand heeft.
- ➡ Bandbreedte hanteren om vastgestelde “gamma”. Bij vaststelling maatstaven rekening houden met deze bandbreedte.



# Onderzoeksmethode RPO



- Door bandbreedte om de impliciete life cycle te leggen wordt rekening gehouden met onzekerheid van de gamma.
  - Bovengrens hanteren voor risicomaatstaven, ondergrens voor verwachtingsmaatstaf.
  - Onbekend hoe DNB tegen deze aanpak aankijkt. Er lijkt ruimte voor te zijn.
- **Merk op:** Dit betekent dus niet dat er naar andere percentielen dan de mediaan wordt gekeken! Van die methode is inmiddels bekend dat DNB hier niet positief tegenover staat.

## 2. Merton formule

### Theoretische achtergrond

- Er zijn 2 assets: risicovrije belegging en risicovolle belegging
  - $r_f$  = risicovrije rente
  - $\mu$  = rendement risicovolle asset
  - $\sigma$  = volatiliteit risicovolle asset
  - $\gamma$  = relatieve risico aversie
- Totale waarde van kapitaal =
  - Spaarkapitaal (F) +
  - Waarde toekomstig inkomen = NCW (toekomstige inleg) (H)

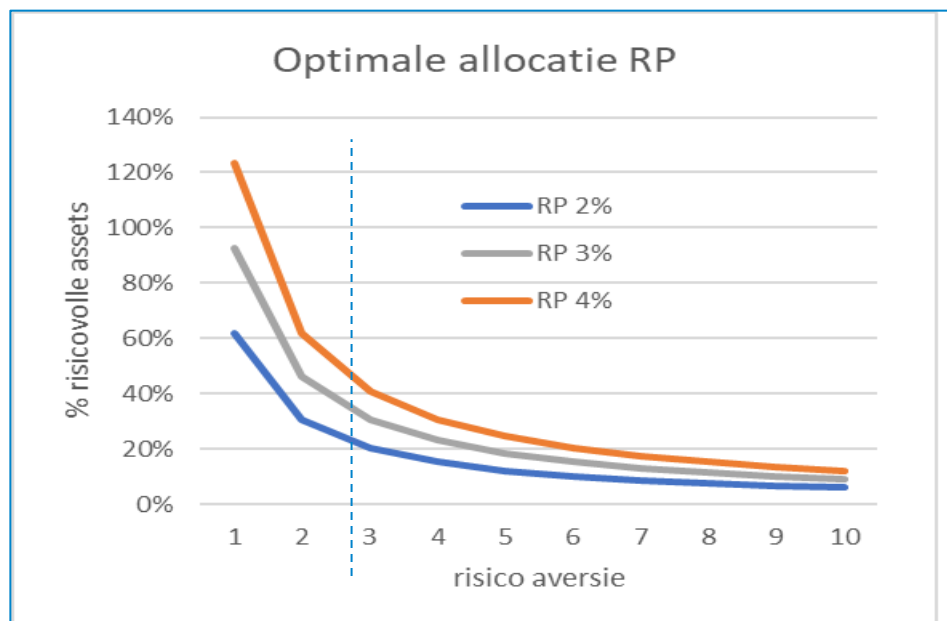
$$\text{allocatie risky asset} = \frac{\mu - r_{free}}{\sigma^2 \gamma} * \frac{F + H}{F}$$

Redelijk wat aannames:  
1 risky asset,  
onafhankelijke rendementen  
geen inflatie,  
geen (reële) renterisico  
arbeidsinkomen is zeker  
constante relatieve nutsfunctie

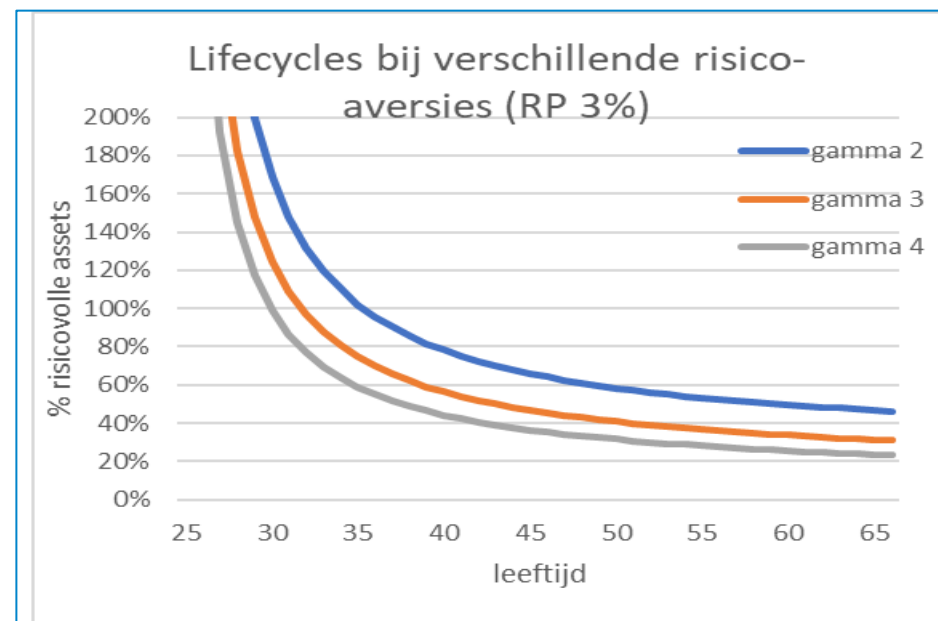
..

## 2. Merton-formule

Voorbeeld: rente 2%, volatiliteit risky assets 18%



Verdubbeling van risicopremie is verdubbeling van allocatie risky assets



Verdubbeling van risicoaversie parameter is halvering van allocatie naar risky asset

➔ Bij toepassing Merton-formule goed kijken naar gehanteerde aannames. Geeft DNB ook aan!

### 3. “Kale” life cycle

- De uit het RPO afgeleide life cycle is vaak een “kale” life cycle.
  - Dat betekent dat er geen rekening is gehouden met een eventuele solidariteits- of risicodelingsreserve. En resultaten in de uitkeringsfase worden meestal niet gespreid. DNB lijkt dit ook te “eisen”.
- Spreiden en/of een reserve hebben meeste impact op de korte termijn risicomaatstaf.

	Sep23	Sep23
ALM resultaten		Met spreiden
<b>Wettelijke risicomaatstaf KT</b>		
70-jarige	10,8%	4,8%
75-jarige	10,8%	4,8%
80-jarige	10,8%	4,8%
85-jarige	10,8%	4,8%
90-jarige	10,8%	4,8%

- Als impliciete life cycle wordt doorgerekend met spreiden in de uitkeringsfase valt grens een stuk lager uit (van 10,8% naar 4,8%).
  - Beleid zal in veel gevallen nog steeds passend zijn omdat de reserve nog meer risico wegneemt.

### 3. “Kale” life cycle

- Spreiden en/of reserve heeft echter ook invloed op andere maatstaven. Bijvoorbeeld op de verwachtingsmaatstaf van ouderen.

ALM resultaten	Sep23	Sep23 Met spreiden	Vershil
Wettelijke verwachtingsmaatstaf			
70-jarige	18%	16%	-7%
75-jarige	14%	12%	-13%
80-jarige	10%	8%	-20%
85-jarige	7%	5%	-27%
90-jarige	6%	4%	-31%

- Effect wordt veroorzaakt door het opstarteffect. Door te spreiden worden (naar verwachting) positieve resultaten vertraagd uitgedeeld.
  - Effect wordt (relatief) groter naar mate de deelnemer ouder is.
- **Visie OF:** Spreiden is onderdeel van beleid en moet ook meegenomen worden bij doorrekening impliciete LC.
  - Of in ieder geval voor deze specifieke maatstaf.



# Samenvattend

- Het vaststellen van de risicohouding is een complex onderwerp met diverse vraagstukken.
- Ortec Finance aanpak: Belangrijk voordeel van dit proces is dat er alleen economische marges nodig zijn om robuuste grenzen te bepalen.
  - Economische marges baseren op alternatieve DNB-sets.
- Aanpak o.b.v. impliciete life cycles: diverse oorzaken waardoor beoogde beleid niet/moeilijk “passend” te krijgen is.
- Daar zien we wel een aantal oplossingen voor, maar veelal zal de conclusie zijn dat het beoogde beleid redelijk moet aansluiten bij de afgeleide LC.
- Wet biedt mogelijkheden om risicohouding te baseren op meer dan alleen het RPO.





# Webinar Reeks “Wtp in werking”

- Deel 2:           Maandag 18 november van 15.00 – 16.00 uur  
**Beschermingsrendement**
- 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





# Disclaimer

Ortec Finance would like to emphasize that Ortec Finance is a software provider of technology and IT solutions for risk and return management for institutions and private investors. Please note that this information has been prepared with care using the best available data. This information may contain information provided by third parties or derived from third party data and/or data that may have been categorized or otherwise reported based upon client direction. Ortec Finance and any of its third party providers assume no responsibility for the accuracy, timeliness, or completeness of any such information. Ortec Finance and any of its third party providers accept no liability for the consequences of investment decisions made in relation on this information. All our services and activities are governed by our general terms and conditions which may be consulted on <https://www.ortecfinance.com/> and shall be forwarded free of charge upon request.

Any analysis provided herein is derived from your use of Ortec Finance's software and does not constitute advice as to the value of securities or the advisability of investing in, purchasing, or selling securities. All results and analyses in connection with Ortec Finance's software are based on the inputs provided by you, the client. Ortec Finance is not registered as an investment adviser under the US Investment Advisers Act of 1940, an equivalent act in another country and every successive act or regulation. For the avoidance of doubt, in case terms like "client(s)" and "advisor(s)" are used in communications of Ortec Finance, then these terms are always referred to client(s) of Ortec Finance's contract client and its advisor(s).