

# De risicohouding onder het Nieuwe Pensioencontract

Het nieuwe pensioenstelsel gaat met de nodige uitdagingen gepaard. Onder het Nieuwe Pensioencontract moet het beleggingsbeleid aansluiten op de risicohouding van de deelnemers en die risicohouding zal per leeftijdscohort moeten worden bepaald. Waar- mee moeten pensioenfondsen rekening houden?

Door Wim Groeneveld

**N**et als in het huidige stelsel volgen pensioenfondsen in het nieuwe stelsel een cyclus waarin het beleggingsbeleid periodiek wordt geëvalueerd. Een deel van deze evaluatie zal volgens Lorraine van Lieshout, Senior Investment and Risk Consultant bij Ortec Finance, wettelijk verplicht zijn. Het betreft een jaarlijkse analyse, vergelijkbaar met de huidige haalbaarheidstoets, waarbij wordt beoordeeld of het beleggingsbeleid nog voldoet aan de risicohouding. 'Een nadeel van deze toets is dat deze is gebaseerd op de uniforme scenario-set en dat dus niet de eigen verwachtingen van het pensioenfonds worden meegenomen', aldus Van Lieshout.

Daarnaast zullen pensioenfondsen evaluaties moeten uitvoeren op basis van eigen analyses en uitgangspunten. 'Via het jaarlijkse beleggingsplan kunnen vervolgens nuances worden aangebracht in de invulling van de risicoprofielen, gebaseerd op de actuele omstandigheden op de financiële markten. Dit zullen veelal wijzigingen zijn binnen de matching- en returnportefeuilles, die het totale risicoprofiel niet substantieel beïnvloeden.'

Tussendoor kunnen pensioenfondsen monitoren of interne risicomaatstaven worden doorbroken. Van Lieshout: 'Deze

**'Bestuurders moeten zich realiseren dat bij het afschaffen van de leenrestrictie hun aansprakelijkheid toeneemt.'**

pijngrenzen zijn in het huidige stelsel veelal gebaseerd op de dekkingsgraad, maar die bestaat niet meer in het nieuwe stelsel. In plaats daarvan zal worden gekeken naar hoe maatstaven, zoals het pensioenresultaat en de spreiding hiervan, uitpakken voor specifieke maatmen- sen of specifieke leeftijdscohorten. Voor- deel van deze maatstaven is dat deze een veel directere sturing geven op de doel- stellingen dan via de dekkingsgraad.'

## Opheffen van de leenrestrictie

Onder de 'solidaire premiereregeling', een van de opties binnen het Nieuwe Pensioen- contract (NPC), is het de bedoeling dat de leenrestrictie wordt opgeheven. Jongere deelnemers kunnen dan lenen van oudere. Wat gebeurt er als het geleende geld geheel of gedeeltelijk verloren gaat? Volgens Jitzes Noorman, Delegated Chief Investment Officer bij BMO Global Asset Management, kunnen jongeren met het opheffen van de leenrestrictie in de solidaire premiereregeling theoretisch gezien hun volledige kapitaal verliezen of mogelijk zelfs eindigen met een negatief vermogen. Maar Noorman bena- drukt tegelijkertijd dat het voorliggende wetsvoorstel enkele voorwaarden kent om deelnemers bloot te stellen aan meer dan 100% beleggingsrisico. Het beleggings- risico dient namelijk in lijn te zijn met de risicohouding van het leeftijdscohort.

Ook geeft hij aan dat moet worden onder- bouwd waarom dit in het belang is van de deelnemers op basis van het prudent person- beginsel. Vanwege de bestaande zorgplicht van pensioenfondsen voor hun deelnemers zal een negatief vermogen niet voor de hand liggen. Noorman: 'Bestuurders moeten zich echter wel realiseren dat bij het afschaffen van de leenrestrictie hun aansprakelijkheid toeneemt.' Ook zal zijns inziens moeten worden vastgelegd op welke wijze negatieve pensioenvermogens worden voorkomen. Bijvoorbeeld door deze aan te vullen uit de solidariteitsreserve.

Ruben van der Aa, Extern Adviseur van de Commissie Balans- en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds PME, stelt het zo: 'In het huidige stelsel zijn er meerdere impliciete herverdelingen, denk aan premie, leenres- trictie en opbouw, terwijl onder de solidaire premiereregeling het 'lenen' impliciet blijft, maar de herverdeling expliciet wordt.' Naar zijn mening zit de complexiteit voorname- lijk in het werken met de dekkingsgraad en de toekomstige 'belofte'. De leenrestrictie is volgens Van der Aa te ingewikkeld om goed

te kunnen duiden. 'In het huidige stelsel wordt ook impliciet geleend. Gelukkig wordt er niet daadwerkelijk geld geleend en worden geen ongeoorloofde risico's genomen. Onder de solidaire premieregeling wordt er impliciet geleend, omdat door toewijzing van rendementen een hogere toedeling van rendement aan jongeren kan plaatsvinden. Het is dus naar mijn idee niet zo dat er geld verloren zou kunnen gaan.' Wel wijst Van der Aa op een keerzijde, namelijk dat bij een kortere beleggingshorizon ook het neerwaartse risico (het toedelen van negatieve rendementen) wordt vergroot. 'Maar op de lange termijn kan dit wel resulteren in een hoger pensioenkapitaal.'

Over een langere periode bekeken, denkt Van Lieshout dat het opheffen van de leenrestrictie tot hogere verwachte pensioenen zal leiden, terwijl het pensioen in een slechtweerscenario niet significant lager zal uitvalen. Toch wijst zij op de nodige risico's. De volatiliteit van de beleggingen op korte termijn is bijvoorbeeld hoger. Dat kan tot onrust bij de deelnemers leiden. Daarnaast is het in een extreem scenario zelfs mogelijk om meer te verliezen dan de ingelegde premies. Om dit type scenario te voorkomen, gelooft Van Lieshout dat pensioenfondsen die de leenrestrictie opheffen niet voor hele extreme varianten zullen kiezen. En in de minder extreme gevallen is het belangrijk om de deelnemers goed voor te lichten over de gevolgen van het gehanteerde risicoprofiel. Zij hamert op het belang van specifieke aandacht voor de risico's voor deelnemers die een waardeoverdracht doen naar een ander pensioenfonds of eerder stoppen met werken.

### Complexiteit vraagt om communicatie

Voordat een pensioenfonds kiest voor het opheffen van de leenrestrictie, is het belangrijk om te beoordelen in hoeverre het resulterende risicoprofiel past bij de risicohouding van de (jonge) deelnemers, accentueert Van Lieshout. 'Hoewel jonge deelnemers gegeven hun lange beleggingshorizon in staat zijn het risico te dragen, is het maar de vraag in hoeverre zij hiertoe bereid zijn. Uit meerdere onderzoeken blijkt dat jongeren juist erg risicoavers zijn. Dit heeft mogelijk ook te maken met het feit dat ze nog niet voldoende ervaring hebben opgedaan met beleggen. Er zijn daarom ook varianten mogelijk waarin het beleggingsrisico voor jongeren in een aantal jaren wordt opgebouwd, zodat zij eerst kunnen wennen aan de volatiliteit van hun opgebouwde vermogen.'

De communicatie over het opheffen van de leenrestrictie beschouwt Van Lieshout dan ook als cruciaal. 'Als deelnemers deze keuze niet begrijpen en het vertrouwen in het pensioenfonds verliezen, is er meer verloren dan dat er wordt gewonnen met het betere pensioenresultaat op lange termijn.' Dat beaamt Noorman: 'Het loslaten van de leenrestrictie zorgt voor meer complexiteit binnen het pensioenfonds en dat vraagt dus om een goede vastlegging én communicatie naar deelnemers.'

### Lusten en lasten

De vraag is echter of het loslaten van de leenrestrictie bij een gemiddelde deelname van twaalf jaar in een pensioenfonds vanuit prudentie te verantwoorden is. Professioneel Pensioenfondsbestuurder Rik Albrecht begrijpt dat het vanuit de lifecycle-gedachte voor jongeren verstandig is om meer dan 100% van hun vermogen in aandelen te kunnen beleggen. Hij verwijst naar het Merton Model, waaruit voortvloeit dat asset allocatie een optelsom is van aandelen plus obligaties plus menselijk kapitaal. 'Dat menselijk kapitaal is een stabiele kasstroom van toekomstig salaris en daarom is er eigenlijk sprake van een quasi-obligatie. Jongeren hebben heel veel van deze quasi-obligaties in hun portefeuille en daarom kunnen daar gerust veel aandelen aan worden toegevoegd. Tot meer dan 100% van hun vermogen zelfs.'

Albrecht waarschuwt dat dit in de praktijk in het solidaire contract kan leiden tot nul of zelfs negatief vermogen. 'Dat laatste mag natuurlijk niet, dus moet het verlies worden aangevuld door de oudere deelnemers via de solidariteitsreserve. De ouderen dragen dan wel de lasten, maar genieten niet de lusten van de aandelen. In feite hebben de ouderen dan een putoptie geschreven en de vraag is of zij daarvoor wel de juiste optiepremie ontvangen van de jongeren.' Hierdoor ontstaat eigenlijk een onmogelijke situatie die voor pensioenfondsbestuurders niet uit te leggen is, meent Albrecht.

Veel van de projecties, geschatte effecten per leeftijdscohort en vergelijkingen tussen het nieuwe en het huidige stelsel zijn gebaseerd op de aanname dat deelnemers hun hele leven bij één pensioenfonds blijven, met een opbouwtermijn van veertig jaar tot de pensioenleeftijd wordt bereikt. 'De werkelijkheid is vaak anders', benadrukt Noorman. Een kortere beleggingshorizon kan reden zijn om minder riskant te beleggen. 'In dat geval kan minder stellig worden >



**Ruben van der Aa**

Extern Adviseur van de Commissie Balans- en Vermogensbeheer, Pensioenfonds PME



**Rik Albrecht**

Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder diverse pensioenfondsen



**Loranne van Lieshout**

Senior Investment and Risk Consultant, Ortec Finance



**Jitzes Noorman**

Delegated Chief Investment Officer, BMO Global Asset Management



uitgegaan van mean reversion van de beleggingsrendementen met als gevolg hogere beleggingsrisico's. Ook zullen pensioenfondsen willen voorkomen dat het pensioenpotje van een deelnemer leeg is op het moment van een eventuele overstap naar een ander pensioenfonds.' Noorman vindt het van groot belang om zeer prudent om te gaan met het loslaten van de leenrestrictie.

### De invloed van maatwerk

Pensioenfondsen dienen echter ook nu al prudent te beleggen voor hun deelnemers. Dit zal onder het nieuwe stelsel niet veranderen, zo stelt Van der Aa. 'De risicopreferentie moet worden uitgevraagd bij deelnemers in verschillende leeftijdscohorten. Om een goed en prudent beleggingsbeleid te kunnen vaststellen, kan ook gebruik worden gemaakt van wetenschappelijke inzichten en de opbouw van het deelnemersbestand.' Hij verwacht dat de risicohouding niet enorm zal veranderen, al biedt het NPC meer mogelijkheden voor maatwerk. Veelal blijkt dat er voor de default-optie wordt gekozen, oftewel een neutraal profiel. Van een rationele risicoafweging van deelnemers moet niet worden uitgegaan.

Van der Aa voorziet dat er geen groot verschil gaat ontstaan tussen de huidige invulling van beleggingen in een collectief systeem versus de flexibele premieregeling die aanstaande is. 'In een individueel systeem zullen er vaste lifecycles bestaan en worden individuele potten geaggregeerd. De mate van illiquide beleggingen en renteaftdekking wordt waarschijnlijk wel anders in een

individueel systeem, zeker wanneer er een shoprecht bestaat, zoals bij een eenzijdige WVP-regeling.'

In het solidaire contract bepaalt het pensioenfonds per leeftijdscohort de risicohouding en het toedelingsbeleid. Daarin staat hoe de beschermings- en overrendementen worden verdeeld. Het pensioenfonds vertaalt het toedelingsbeleid vervolgens in een passend beleggingsbeleid, waarvan het plausibel is dat deze de gedane toezeggingen kan waarmaken. Albrecht zegt daarover: 'Dat beleggingsbeleid is, net als nu, één collectief beleggingsbeleid, maar het is wel de optelsom van de risicohouding en het toedelingsbeleid per leeftijdscohort.'

Volgens hem is er alleen 'maatwerk' mogelijk in zoverre per leeftijdscohort beschermings- en overrendementen worden toegezegd. 'Van specifieke beleggingen voor individuele deelnemers is geen sprake.' Als je dat wilt, moet je kiezen voor het flexibele contract, oftewel de premieregeling. Wel zou je kunnen zeggen dat het rendement van zakelijke waarden vooral ten gunste zal komen van jongeren, omdat vooral zij het overrendement krijgen toegezegd. 'Je kunt zo de zakelijke waarden afstemmen op de investment beliefs die jongeren hebben. Daarbij kun je denken aan beleggingscategorieën die hen aanspreken, zoals crypto's en bepaalde groene beleggingen. Ik denk echter dat dit maar nuanceverschillen zullen zijn. De prudent person-regel blijft onverkort van kracht en daardoor blijft diversificatie het devies.' ■

## IN HET KORT

Pensioenfondsen krijgen te maken met verplichte jaarlijkse analyses en zullen ook tussentijds evaluaties moeten uitvoeren.

Het opheffen van de leenrestrictie leidt voor jongere deelnemers tot een hoge volatiliteit van hun kapitaal.

Het is aan de pensioenfondsen om verantwoord met de risico's om te gaan en er duidelijk over te communiceren.

Het nieuwe pensioenstelsel biedt (onder zowel de solidaire premieregeling als de flexibele premieregeling) nieuwe mogelijkheden voor maatwerk.