



Foto's: Mark van den Brink photography

# RISICOHOUDDING EN ZORG- VULDIGHEID ZIJN CRUCIALE PIJLERS ONDER TOEKOMSTIG VERMOGENSBEHEER

Door Baart Koster

Onder het Nieuwe Pensioencontract (NPC) gaat een aantal markante veranderingen plaatsvinden, zoveel is helder. Hoewel de uiteindelijke uitwerking van de wet- en regelgeving nog moet worden afgewacht, werpen de deelnemers aan de paneldiscussie tijdens het pensioen-event van 22 maart, al het nodige licht op onder andere de toekomst van de rentehedge, de dynamiek in de strategische allocatie van pensioenfondsen, de gevolgen van het loslaten van de leenrestrictie en de hechtheid van de relatie tussen de risicobereidheid en de beleggingsmix.



Voordat Evert Van Zwol, Voorzitter van de Commissie Balans en Vermogensbeheer bij Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM, inhoudelijk aftrapt, vraagt hij om niet al te veel braafheid en nuance tijdens de discussie. De stellingen zijn puntig, dus de deelnemers mogen best een beetje stevig uit de hoek komen. Die oproep is niet aan dovemansoren gericht. Rik Albrecht, Pensioenfondsbestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder bij verschillende pensioenfondsen, Twan van Erp, Hoofd Strategisch Portefeuille Advies bij Achmea Investment Management, en Jitzes Noorman, Delegated CIO van het Fiduciaire Team bij BMO Global Asset Management, blijken tijdens de paneldiscussie meer dan eens fors van mening te verschillen.

De eerste stelling klapte er meteen in: we hebben straks geen rentehedge meer. Albrecht is het niet met die stelling eens. 'Er wordt inderdaad gedacht dat de rentehedge weg is omdat het VEV en S1 gaat verdwijnen, maar dat is echt een misvatting', zegt hij. 'Het beschermingsrendement dat je toezegt in het toedelingsbeleid dat ieder pensioenfonds moet opstellen, moet je ook waarmaken. Je zult zodoende wel degelijk het renterisico moeten afdekken.'

Noorman denkt dat de rentehedge verdwijnt omdat de renteafdekking, in de zin van een uniform afdekkingspercentage bij een pensioenfonds, er niet is omdat die in het nieuwe stelsel leeftijdsafhankelijk wordt. 'In Nederland geldt in hoofdlijnen dat elk kapitaalgedekt stelsel renterisico kent. En of je nu vanuit verplichtingen met rekenrente naar beleggingen gaat rekenen of juist vanuit beleggingen met rekenprojectierente naar verwachte uitkeringen, het effect is hetzelfde. Namelijk dat een dalende rente op de lange termijn nadelig uitpakt voor pensioenfondsen en deelnemers. Wil je dat mitigeren, dan moet je weliswaar rente afdekken, alleen moet dat leeftijds specifiek en zijn er nuances. Afdekking zal qua looptijd waarschijnlijk korter worden en

meer in fysieke instrumenten gezocht worden. Daarbij moeten we afwachten of het de theoretische beschermingsrendement-route gaat worden of de route van feitelijke rendementen. Daarvoor moeten we het definitieve wetsvoorstel afwachten. Maar het afdekken van renterisico zal blijven bestaan.'

### Top down of bottom up?

'Er zijn twee mogelijkheden om het beschermingsrendement uit te keren', reageert Albrecht. 'De ene is top down, waarbij DNB zegt wat de rente is geweest en een rentecurve publiceert, zoals nu ook al gebeurt. Op basis van die curve moet je dus rente bijschrijven op de individuele pensioenpotjes. De andere methode om beschermingsrendement uit te keren, is gebaseerd op het gerealiseerde rendement, wat een fundamenteel andere aanpak is.' Beide methoden hebben hun voor- en tegens en Van Zwol wil weten welke aanpak de paneldeelnemers prefereren. Albrecht neigt naar de bottom up-methode, omdat die uitkeert wat je daadwerkelijk hebt verdiend en niet wat je theoretisch zou moeten uitkeren. 'Maar', voegt hij toe, 'die methode is wel arbeidsintensiever en brengt hogere administratiekosten met zich mee. En ook de top down-methode heeft zijn aantrekkelijke kanten. Daarin keer je weliswaar beschermingsrendement uit op basis van het theoretisch rendement dat DNB publiceert, maar daarbij kunnen deelnemers wel eenvoudig periodiek op internet of teletekst nalezen en narekenen hoeveel ze aan pensioen uitgekeerd moeten krijgen op basis van hun inleg en het geldende beschermingsrendement.'

Albrecht voegt daar nog aan toe dat we het ook niet al te simpel moeten voorstellen. Hij ziet nog wel wat addertjes onder het gras, maar de voordelen van beide methodes zijn wat hem betreft zo in de kern wel benoemd. Van Erp helt ook over naar bottom up, mede omdat die methode volgens hem ruimte biedt om in de matching portefeuille wat spreadrisico toe te voegen, iets dat overwegend al gebeurt door

het toevoegen van hypotheke en credits aan de matchingportefeuille. 'Als je die categorieën bottom up toewijst in het beschermingsrendement, dan alloceer je ze ook naar de groep die daar min of meer verantwoordelijk voor is', legt Van Erp uit. Dat betekent dat de ouderen die dominant worden blootgesteld aan het beschermingsrendement dan toch een stukje extra spread direct krijgen toegewezen. 'Andersom bestaat de mogelijkheid om bijvoorbeeld hypotheke via het overrendement toe te delen aan de verschillende groepen. Maar dan komt het spreadeffect van hypotheke juist via het verdelingsmechanisme bij de jongere generatie terecht en die hebben misschien wel behoefte aan hele andere rendementsgedreven producten en juist minder aan deze spreadproducten.' 'Zo houden we gelukkig wel intergenerationele effecten', concludeert Van Zwol. En dat vindt hij een goede zaak, want pensioenfondsen blijven immers pensioenfondsen.

### Paternalisme of libertarisme

Aansluitend legt Van Zwol de volgende stelling op tafel: het pensioenfondsbestuur moet het beleggingsbeleid exact laten aansluiten bij de risicobereidheid van deelnemers. Zowel Albrecht als Noorman zijn het daar niet mee eens. Voor Albrecht is het ondenkbaar om middels het voorgeschreven vijfjaarlijkse onderzoek naar de risicobereidheid van deelnemers in feite de verantwoordelijkheid voor beleggingskeuzes op hen af te schuiven. Die verantwoordelijkheid ligt onvervreemdbaar bij de bestuurders en enquêtes onder deelnemers veranderen daar niets aan, vindt hij. 'Ik sprak daar eens over met de AFM en die zei 'Rik wees paternalistisch'. En ik ben het daar volledig mee eens, want als bestuurders moeten wij voor deelnemers denken. Die kunnen dat niet voor zichzelf. Zelfs voor ons is het een megaklus om een risicohouding te bepalen, terwijl wij ervoor doorgelerd hebben, ervoor getoetst zijn en erin geoefend zijn. Je kunt dat van deelnemers simpelweg niet verwachten. Wees daar dus heel voorzichtig mee.'

Noorman ziet dat diametraal anders en vindt dit punt een belangrijk verschil ten opzichte van het huidige stelsel. Hij wijst erop dat in de Pensioenwet ook nu al de term 'risicohouding' staat te lezen. 'Alleen staat daarbij dat die bepaald wordt door pensioenfondsbesturen in samenspraak met sociale partners. Een fors verschil met het nieuwe wetsvoorstel is dat straks elke vijf jaar de risicobereidheid onder de deelnemers middels een preferentieonderzoek moet worden gepeild.

Dat gebeurt aan de hand van drie maatstaven en vervolgens is de opdracht om periodiek het beleggingsbeleid heel expliciet te toetsen aan de risicohouding van de verschillende leeftijdscohorten. Daar gaat DNB ook op toetsen. Ofwel, DNB gaat toetsen of pensioenfondsbesturen dat wel goed toetsen. Er is met andere woorden helemaal geen ruimte voor paternalisme. Wél is het zo dat het wetsvoorstel expliciet beschrijft dat er een bandbreedte bestaat ten aanzien van het gewenste risico. De uitdaging zit hem zodoende in de vraag hoe je een complexere risicohouding gaat toetsen aan de hand van drie vrij abstracte maatstaven, om dat vervolgens weer te vertalen naar een concrete beleggingsmix met verdeelregels. Het is die vertaalslag die ik als verantwoordelijkheid van de pensioenfondsbestuurders zie. Wat ze mijns inziens niet mogen doen, is bewust afwijken van een geconstateerde risicohouding omdat ze denken dat meer of minder risico beter zou zijn voor de deelnemers.'

### U vraagt, wij draaien

Voor Van Erp moet het uiteindelijke antwoord op de stelling in de kern 'ja' zijn, maar met een 'maar'. 'Wij zitten in een beweging van uitkeringsovereenkomst naar premieovereenkomst. De meer extreme variant daarvan hebben we met een DC-regeling. En ik denk dat het nieuwe pensioencontract weliswaar geen DC-regeling is, maar dat het daar wel aspecten van heeft. Een belangrijk aspect van DC is dat een deelnemer zich in meer of mindere mate gaat bemoeien met het eigen beleggingspotje en daarmee met het beleggingsbeleid van zijn pensioenfonds. Dus het aantal vrijheidsgraden van pensioenfondsbestuurders neemt echt fundamenteel af in vergelijking met de situatie zoals we die nu kennen.' Maar loopt de bestuurder dan niet aan de leiband, vraagt Albrecht zich af. En betekent dit dat wanneer de AEX ooit 20% onderuit gaat, de bestuurders langs de deuren moeten met een enquête? En als mensen dan roepen dat ze minder risico willen, bestuurders dat maar moeten uitvoeren? 'Want', zo waarschuwt Albrecht, 'je ziet bij enquêtes die nu afgenomen worden dat, tegenintuïtief, jongeren op de vraag naar veel of weinig risico, vaak voor dat tweede kiezen, terwijl ouderen vaak de tegenovergestelde keuze maken.'

De uitkomsten van enquêtes gaan volgens Albrecht dus vaak diametraal in tegen wat je bij life cycle-beleggen zou verwachten. Juist jongeren kunnen zich met hun lange beleggingshorizon meer risico



veroorloven, terwijl voor ouderen met een korte horizon een lager risicoprofiel gewenst is. Het is dus maar de vraag of je uitgesproken wensen exact moet volgen, zoals de stelling beweert. Voor Albrecht is dat in elk geval een 'no go'. 'Ga je helemaal mee in de feedback, dan benadeel je daar jongeren mee. Die weten dat zelf niet, maar komen daar na veertig jaar achter, als blijkt dat onnodig defensieve beleggingen tot een mager pensioen hebben geleid.' Noorman wijst erop dat de risicopeiling uit het wetsvoorstel uit twee vragen bestaat. 'De eerste naar risicobereidheid en de tweede naar risicodraagvlak. Dus een jongere kan zeggen 'ik wil weinig risico', terwijl hij zich veel risico kan permitteren, gezien zijn lange looptijd en human capital. Die twee tezamen, dus ook het risicodraagvlak, bepalen de risicohouding. Dat wil in dit voorbeeld zeggen dat het onverstandig is om nul risicobeleggingen te doen.'

### Preach and practice

Op de stelling dat de strategische allocatie van fondsen statischer zal worden, wordt over het algemeen instemmend gereageerd. Voor Van Erp zit dat in de meer systematische opbouw van het beleggingsbeleid. Je bouwt die vooraf op met de vraag naar de risicohouding van deelnemers en bent gehouden om daarop te koersen in je allocaties. Het laat minder ruimte voor dynamiek, denkt hij. 'Toch is het volgens mij een groot goed dat vandaag veel pensioenfondsen wel degelijk een dynamische strategie en een dynamisch beleid voeren, met ruimte daarin. Ik ben ook optimistisch over de ruimte die in het nieuwe stelsel kan blijven bestaan. Alleen zul je op zoek moeten gaan naar beleidskeuzes die in hoge mate uitlegbaar en toepasbaar blijven.' Albrecht maakt het sprongetje naar communicatie en dan specifiek over het toedelingsbeleid. 'Je kunt als pensioenfonds natuurlijk dat beleid opstellen en aangeven wie hoeveel beschermingsrendement en overrendement krijgt, maar zorg ervoor dat je dat vervolgens ook waarmaakt. Dat is echt een cruciaal prudent person-beginsel en dat zal onder het NPC ook heel belangrijk worden.'

### NPC = DC?

Een andere stelling zoomt meer in op de inhoud van beleggingsstrategieën: is de beleggingsstrategie van DC niet dezelfde als die van het NPC? Van Erp merkt op dat we het NPC nog niet kennen, maar aangezien we van een uitkeringsovereenkomst naar een premie-

overeenkomst bewegen, en DC daar een bijzondere vorm van is, verwacht hij wel gelijkenis tussen de strategieën. 'In de toekomst zal het beleggingsbeleid meer en meer gaan lijken op wat er nu in de DC-regeling gaande is. Dus ik verwacht dat de verbeterde premieregeling en het NPC voor wat betreft de uitvoering van het vermogensbeheer dichter naar elkaar toe zullen bewegen, vergeleken met de huidige situatie.' Noorman beaamt dat er overeenkomsten zijn. Zowel onder DC als onder het NPC is de beleggingsstrategie leeftijdsafhankelijk, maar de bestaande nuanceverschillen vormen volgens hem voldoende voer voor een aparte paneldiscussie. Toch is er volgens Albrecht een belangrijk verschil: 'In het NPC heb je weliswaar een eigen vermogenspotje, maar geen eigen beleggingsportefeuille. Dat moeten mensen zich wel realiseren. Met DC is dat dus anders, daar heb je ook die eigen portefeuille, waardoor je precies kunt zien voor hoeveel je in aandelen en obligaties zit. Bovendien kun je binnen het vrijheidskader ook wat aan die knoppen draaien.'

### Regeert de leenrestrictie straks over haar graf heen?

Uit de publieksvragen pikt Van Zwol er onder meer eentje uit die gaat over mogelijke nadelen van het vervallen van de leenrestrictie. Uitgaande van de mogelijkheid voor jongeren om een eventuele daling van het aandelenrendement uit te zitten, mogen ze een flinke portie aandelen in portefeuille nemen. Tot zelfs wel 200%. Daar kleven uiteraard risico's aan, maar volgens Van Erp heb je afschaffing van de leenrestrictie in het nieuwe contract wel degelijk nodig om een aanvaardbaar langetermijnuitzicht te krijgen op een goed pensioen. Vanwege de mogelijk zeer volatiele resultaten in het persoonlijk vermogen van jongeren bestaat het risico dat het laten vervallen van de restrictie wellicht een doodgeboren kindje wordt. Van Erp denkt dat we er meer van verwachten dan straks waarschijnlijk waargemaakt gaat worden. En zo onveilig hoeft het straks niet te worden, besluit Noorman. 'Als het om het aspect van Human Capital-beleggen gaat, komen de consultatiedocumenten met toevoegingen betreffende twee vereisten. Het eerste is prudent person, je moet goed kunnen onderbouwen dat je zorgvuldig belegt. Het tweede is de solidariteitsreserve die voor vele zaken wordt ingezet. Daarmee zou je ook het risico kunnen opvangen, zodat niemand met een negatief vermogen eindigt op pensioenleeftijd.' «

