

HET NIEUWE PENSIOENAKKOORD

JAARGANG 37 | NUMMER 148 | WINTER 2021

Zorgplichten en het Pensioen-
akkoord: eerste stap in
de goede richting **23**

Wie wil er nog risico
nemen in het nieuwe
pensioencontract? **29**

Individuele duurzaamheids-
voorkeuren in het nieuwe
pensioenstelsel **40**

De voordelen van
de solidariteitsreserve
ontrafeld **45**



INHOUD

EDITORIAL

Het nieuwe pensioenakkoord 3

Dirk Gerritsen, Manon Hosemann en Frederik Mannaerts

ONDERZOEK

Keuze berekening beschermingsrendement bepaalt invulling collectieve portefeuille 16

Gosse Alserda en Karin Roeloffs

OPINIE

Zorgplichten en het Pensioenakkoord: eerste stap in de goede richting 23

Mr Irene Vermeeren-Keijzers

ONDERZOEK

Wie wil er nog risico nemen in het nieuwe pensioencontract? 29

Peter Vlaar

INTERVIEW

Van beleggen naar investeren in de toekomst 36

Ronald Kok

PRAKTIJK

Individuele duurzaamheidsvoorkeuren in het nieuwe pensioenstelsel 40

Anne Kock, Menko Nieland, Janwillem Engell

ONDERZOEK

De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld 45

Servaas van Bilsen, Roel Mehlkopf en Antoon Pelsser

COLUMN

Grote Knal in het stille pensioenfondsenuniversum 53

Bert Bakker

ONDERZOEK

Beleggingsbeleid bij onzekerheid over risico-aversie 54

Agnes Joseph, Antoon Pelsser en Lieke Werner

PRAKTIJK

LDI beleggingsrichtlijnen optimaliseren met Artificial Intelligence 59

Joris Heijting

ONDERZOEK

Lifecycle beleggen in het nieuwe pensioencontract: de theorie over de inzet van human capital en de nuances 65

Thomas Pistorius

COLUMN

Risicopreferentieonderzoeken en vaccinatieprogramma's 71

Simon Heerings & Loranne van Lieshout

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

CFA European Quant Awards 5

Bob Jansen

Verslag van de ALM-conferentie 2021 op 4 november te Nemo, Amsterdam 6

Reinout van Tuyll van Serooskerken CFA en Titsger Hulshoff RBA

Pensioenakkoord: impact op performance meting en analyse 8

Arjan Gort CFA, David Janssen CFA en Bas Leerink RBA.

Let's meet! The Chair of the Education Committee 11

Rani Piputri

Klimaatverandering en Strategische Asset Allocatie 12

Scriptie

Samenvatting van RBA-scriptie 72

Rob Schippers

Bookreview

The intelligence trap 73

Jan-Theo Varkevisser

CALL FOR PAPERS

De zomer editie 2022 van het VBA Journaal is het 150^{ste} nummer. We willen natuurlijk uitgebreid stilstaan bij deze mooie mijlpaal! Het 150^{ste} nummer wordt dan ook een speciaal jubileumnummer.

Toegesplitst op relevante beleggingsonderwerpen voor de Nederlandse beleggingsmarkt, zowel institutioneel als wealth management. Focus

op inhoud van (Nederlandse en internationale) autoriteiten op het gebied.

Als thema is gekozen voor een **top-down blik op de belangrijkste seculiere toekomstige ontwikkelingen in de beleggingsmarkten en financiële wetenschap**. Daarnaast is aandacht voor de laatste stand van zaken op een aantal

strategische beleggingsonderwerpen die in de komende 50 edities hoogstwaarschijnlijk terug zullen komen evenals in het CFA Society VBA Netherlands opleidingsprogramma.

Voort dit jubileumnummer gaat de redactie zelf auteurs benaderen.

Het nieuwe pensioenakkoord

Het winternummer van het VBA Journaal is geheel gewijd aan het nieuwe pensioenakkoord. En dat is ook terecht. Sociale partners en de overheid hebben jarenlang over een nieuw stelsel gesproken. Het is een mijlpaal van seismische omvang geworden. Het nieuwe pensioenakkoord beoogt het pensioenstelsel toekomstbestendig te houden, eerder perspectief te bieden op een koopkrachtig pensioen, transparanter en persoonlijker te zijn, en aan te sluiten bij de ontwikkelingen in de maatschappij en op de arbeidsmarkt. De relevantie van het onderwerp kan niet worden onderschat en het onderwerp zal de komende periode dan ook hoog op de agenda's van Nederlandse pensioenfondsen (en haar uitvoerders) blijven staan.

Het nieuwe pensioenakkoord kent vele raakvlakken, zoals van financiële, actuariële als juridische aard. Dat bleek ook wel uit de diversiteit van aanmeldingen voor het winternummer.

Pensioenfondsen die kiezen voor de solidaire premiereregeling moeten een keuze maken tussen twee methodes om het beschermingsrendement vast te stellen: een theoretisch beschermingsrendement gebaseerd op de DNB swapcurve, of een werkelijk beschermingsrendement gebaseerd op het rendement van één of meerdere matchingportefeuilles. Beide methodes hebben specifieke voor- en nadelen. Gosse Alserda en Karin Roeloffs bekijken in hun bijdrage de impact van de keuze van het type beschermingsrendement op het pensioenresultaat ten behoeve van twee fictieve pensioendeelnemers.

Irene Vermeeren-Keijzers benadrukt in haar bijdrage dat de pensioensector voor een gigantische uitdaging staat waarbij principiële keuzes moeten worden gemaakt. Dat vraagt om zorgvuldigheid, niet in de laatste plaats van pensioenuitvoerders. Mede in dat licht bezien ziet zij het als een goede ontwikkeling dat de wetgever ervoor heeft gekozen om een aantal zorgplichten te expliciteren in het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen, zoals de extra informatieplicht en het bieden van keuzebegeleiding.

Peter Vlaar kijkt in de solidaire premiereregeling naar het toebedelen van overrendementen. Een log-lineaire toebedelingsmethodiek stelt in staat om risico's efficiënter in het collectief te verdelen, waar jong en oud voordeel uit kunnen halen.

'De deelnemer centraal' wordt vaak in een adem genoemd met het nieuwe pensioencontract. Over (het belang van) de deelnemer zijn er in dit nummer twee artikelen. Zo laten Jan Willem Engel, Anne Kock en Menko Nieland in hun artikel de mogelijk voor en het belang van deelnemers zien bij de opzet van een gedegen maatschappelijk verantwoord beleggen beleid in het nieuwe contract. Ze moedigen pensioenfondsen aan om tot actie over te gaan. Slim gedefinieerde doelstellingen spelen daarbij een belangrijke rol.

Een nieuw onderdeel van het pensioenakkoord is de solidariteitsreserve. Servaas van Bilzen, Roel Mehlkopf en Antoon Pelsser

onderzoeken in hun bijdrage eerst welke voordelen door beleidsmakers werden toegedicht aan de solidariteitsreserve, en vervolgens analyseren ze in hoeverre deze voordelen daadwerkelijk opgaan. Volgens hun analyse heeft de solidariteitsreserve vooral meerwaarde bij risicodeling van beleggingsrisico tussen de huidige en toekomstige generaties.

Agnes Joseph, Antoon Pelsser en Lieke Werner gaan in hun bijdrage in op de onzekerheid die er bestaat bij het uitvragen en het schatten van de risico-aversie van deelnemers. Wanneer er met deze onzekerheid rekening wordt gehouden, dan kan er een robuust beleggingsbeleid worden bepaald. Dit beleid biedt een grotere mate van zekerheid aan elke deelnemer het beoogde pensioenkapitaal te behalen.

Er zijn verschillende onderwerpen die ook in het nieuwe pensioencontract van grote relevantie blijven. Bijvoorbeeld, het beheren van een portefeuille met matchende karakteristieken. Jos Heijting laat zien dat het optimaal beheren van een dergelijk portefeuille vraagt kritisch na te denken over de mandaatruimte en de handelsstrategie.

Aan lifecycle beleggen binnen het nieuwe pensioencontract is binnen het VBA Journaal al eerder aandacht besteed. Thomas Pistorius benadert dit onderwerp in zijn bijdrage echter vanuit een verfrissende, andere gezichtshoek. Volgens hem hangt lifecycle beleggen in essentie af van de inzet van human capital, maar is de inzet van human capital complexer en genuanceerder dan het op het eerste gezicht lijkt.

Ook in deze bijdrage ontbreken het interview, de column van Bert Bakker, en de rubrieken 'scriptie' en 'boekbespreking' niet. Voor het interview hebben wij Arnoud Boot weten te strikken. Met hem blikken wij terug op de belangrijkste economische ontwikkelingen van de afgelopen paar jaar. Bert Bakker voorspelt een 'big bang' als straks het nieuwe pensioenstelsel is ingevoerd. We gaan het meemaken of zijn voorspellende blik zal uitkomen. De scriptiesamenvatting betreft dit keer werk van Rob Schippers. Hij heeft de verschillende mogelijkheden in kaart gebracht hoe gepensioneerd vermogen uit eigen woning vrij kunnen maken zonder te hoeven verhuizen. Jan-Theo Varkevisser bespreekt het boek 'The Intelligence Trap' van David Robson: wat ons betreft aanrader voor de wintermaanden.

Rest ons niets anders dan u veel leesplezier toe te wensen met onze eerste uitgave in het nieuwe jaar.

Namens de redactie,

Dirk Gerritsen

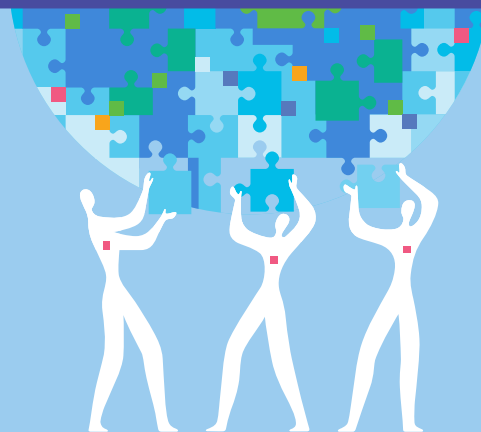
Manon Hosemann

Frederik Mannaerts

CONGRATULATIONS TO OUR 2021 CLASS OF CFA[®] CHARTERHOLDERS!

We applaud those who became CFA charterholders and joined our growing global community of investment professionals. Together, we are building a better world for investing.

Learn more about how CFA Society VBA Netherlands can support you at www.cfavba.nl



Robbert-Jan t Hoen, CFA
Ali Aissal, CFA
Kirill Akhmetov, CFA
Bart Arendshorst, CFA
Eva Arlath, CFA
Afia Asghar, CFA
Florian Bankeman, CFA
Michel Beelaard, CFA
Christiaan Berkouwer, CFA
Roy Berns, CFA
Willem Jan Bittink, CFA
Donny Bleekman, CFA
Fleur Bloemen, CFA
Ling Ni Boon, CFA
Joris Brouwer, CFA
Freek Brouwers, CFA
Saskia Caspari, CFA
Aleksandra Chadam, CFA
Joshua Davidsson, CFA
Thomas de Boer, CFA
Maurits Dekker, CFA
Arber Demaj, CFA
Loic Depierreux, CFA
Jacobus De Wet, CFA
Job de Wilde, CFA
Amy de Wilde, CFA
Mehmet Dilaver, CFA
Susanne Docter, CFA
Jici Fan, CFA
Kenrick Fontijn, CFA
Ian French, CFA
Rogier Geerts, CFA
Arnau Gil Marimon, CFA
Steve Goossens, CFA
Roman Gorlov, CFA
Mitchel Goenveld, CFA
Raman Gupta, CFA
Jeroen Hagens, CFA

Reinder Haitzma, CFA
Pim Hanssen, CFA
Elizabeth Hattingh, CFA
Timo Hendriks, CFA
Maarten Hoen, CFA
Donald Hollenberg, CFA
Paulus Hoogenboom, CFA
Thomas Hudepohl, CFA
Maurice Huisman, CFA
Yannick Jacobs, CFA
Venkateswaran Jagannathan, CFA
Frank Jetten, CFA
Rico Jumelet, CFA
Gerrit Jan Kappelle, CFA
Servio Kloeth, CFA
Dave Knipmeijer, CFA
Marc Knoetze, CFA
Marcus Koomen, CFA
Illia Korsunskyi, CFA
Ujjwal Kumar, CFA
Morne Labuschagne, CFA
Amen Langar, CFA
Weidong Li, CFA
Hon Cheung Man, CFA
Robbert Manders, CFA
Laurens Marie, CFA
Jim Marinus, CFA
Timoteo Marra, CFA
Georgi Mavrodiev, CFA
Joost Meerwijk, CFA
Justin Megens, CFA
Kurmanbek Meirkulov, CFA
Eef Mittendorp, CFA
Cayne Moffat, CFA
Joris Mol, CFA
Thibaut Moyaert, CFA
Peter Mueller, CFA

Anezina Mytilinaiou, CFA
Caroline Nabbe, CFA
Ludo Neve, CFA
Aghakarim Orujov, CFA
Maarten Otte, CFA
Ioannis Papadopoulos, CFA
Ulrich Paul, CFA
Yifu Pei, CFA
Karsten Pierik, CFA
Raymond van Putten, CFA
Yimin Qin, CFA
Shelley Ranii, CFA
Mart Reinders, CFA
Adrian Rijken, CFA
Hans Rijksen, CFA
Basiel Rijnen, CFA
Felix Rutten, CFA
Rawinder Segit, CFA
Dimitar Serkyov, CFA
Havize Sevilmis, CFA
Edske Smit, CFA
Johannes Smit, CFA
Caspar Snijders, CFA
Emmanouil Stefanakis, CFA
Cédric Testa-Salvador, CFA
Vladimir Tilipan, CFA
James Todd, CFA
Ioannis Tsakalos, CFA
Christos Tsakas, CFA
Anaëlle Ubaldino, CFA
Sjoerd van Bakel, CFA
Michael van Baren, CFA
Edo van de Burgwal, CFA

Frits van Deijk, CFA
Bas van den Broek, CFA
Thomas van der Heijden, CFA
Carel van der Linden, CFA
Jasper van der Meulen, CFA
Astrid Sieminski, CFA
Arthur van Eden, CFA
Mark van Ginkel, CFA
Luc van Haaren, CFA
Sebastian van Horen, CFA
René van Kempen, CFA
Joost van Leeuwen, CFA
Daan van Mierlo, CFA
Dorian van Raalte, CFA
Pim van Rooijen, CFA
Glenn van Straten, CFA
Thierry van Wijk, CFA
Max Veldkamp, CFA
Joep Verbeek, CFA
Martijn Verwijs, CFA
Duy Tan Vo, CFA
Quinten Volleman, CFA
John Vuong, CFA
Roelof Waalkens, CFA
Luc Wackers, CFA
Mark Weijers, CFA
Janine Whittington, CFA
Dafang Xiao, CFA
Rasha Zakkak, CFA
Hairong Zhao, CFA
Denis Zhukov, CFA
Shiyar Zibare, CFA



CFA European Quant Awards

Together with the CFA Societies of France, Ireland and Spain CFA Society VBA Netherlands organised the CFA European Quant Awards. The Quant Awards are a competition for students in Quantitative Finance. This year the Dutch students submitted a record number of 12 papers. We are proud that two of those papers ended in the top three. These students won a CFA scholarship and a money prize:

1st: Matus Jan Lavko (Utrecht University)
2nd: Matthieu Jonard (Université catholique de Louvain)
3rd: Sul Kim (Tilburg University)

Congratulations to the winners and a big thanks to the participants and various supporters from the universities.

The Quant Awards will be back in 2022 and we hope to repeat the success of this edition. If you know about an interesting thesis being written please don't hesitate to make the student aware of the Quant Awards.

Bob Jansen

Matus Jan Lavko
 Winner of the CFA European Quant Awards 2021



Buluitreiking

Nieuwe RBA'sers

Op 26 november jl. studeerde de 20ste lichte cursisten af aan de Postgraduate VU-VBA opleiding Investment Management. CFA Society VBA Netherlands en de Vrije Universiteit feliciteren de volgende personen van harte met het succesvol afronden van de opleiding.

| Naam | Bedrijf |
|---------------------------|------------------------|
| Bob Boelens RBA | Ortec Finance |
| Marcella Burggraaf RBA | ABN AMRO |
| Bert Hodes RBA | ING |
| John Kuijt RBA | Ortec Finance |
| Thijs Lammerink RBA | bpfBouw |
| Gregory Landbrug RBA | a.s.r. |
| Bart Van Mulken RBA | Avans Hogeschool Breda |
| Valentin van Nunspeet RBA | MN |
| Samy Saleh RBA | NN |
| Rob Schippers RBA | a.s.r. |
| Juliette Tesselhoff RBA | APG |
| Rozl Smits RBA | Triodos |

AGENDA

24 januari 2022
 Skill-based Monday



21 maart 2022
 Skill-based Monday



9 mei 2022
 Skill-based Monday



Verslag van de ALM-conferentie 2021 op 4 november in Nemo, Amsterdam

De eerste donderdag van november is traditioneel nationale ALM dag. In 2020 was het congres noodgedwongen een jaar overgeslagen. Dit jaar verzamelden een kleine 100 deelnemers zich in NEMO voor een dag waarop ALM en alles dat ALM raakt centraal staat.

Het programma van de conferentie was – zo vertelde dagvoorzitter Martijn Vos van Ortec Finance – vrijwel gelijk aan dat van vorig jaar. Onder de titel 'ALM in the Roaring Twenties' kijken we naar enkele belangrijke veranderingen voor ALM in dit decennium zullen raken. Een veelvoud aan perspectieven biedt een brede blik: digitalisering, demografische trends, klimaatverandering en het pensioenakkoord. Uiteraard kon de organisatie destijds niet bevroeden dat het decennium zou aanvangen met een heel nieuw thema: de coronapandemie. "Vandaag is een dag van inspiratie" opende Martijn, "ik daag iedereen uit om vandaag met minimaal twee nieuwe inzichten de zaal te verlaten".

Sander Klous, hoofd *Data & Analytics* bij KPMG, trapte af als eerste spreker. "Voor het eerst in anderhalf jaar heb ik weer een presentatie met een broek aan", grapte Sander. In zijn verhaal *Operationalizing Data Science* vertelde Sander over de valkuilen van een samenleving waarin big data en algoritmes een steeds grotere rol spelen. Het publieke vertrouwen in algoritmes om de juiste keuzes te maken lijkt op sommige plaatsen al zo groot dat deze ons kritisch denkvermogen in de weg zitten. En hoe zorgen we voor vertrouwen? Is dat transparantie, of iets anders? "Wie van jullie heeft wel eens uitgezocht hoe een 'tenminste houdbaar tot' tot stand komt of dit nagerekend?", vraagt Sander aan een zwijgende zaal. Reputatie, ervaring en merk zijn vaak belangrijker dan vertrouwen. En voor wie net gewend is aan big data en artificial intelligence; er is een nieuwe ontwikkeling: *de digital twin*. Dit is een digitale replica van bijvoorbeeld een stad of groep waarin ook beleidseffecten een gedetailleerde kunnen manier worden getoetst. Is dit de next frontier voor ALM?

Het volgende perspectief richtte zich op de consequenties van demografie voor ALM. *In A Macro-demographic perspective of SAA & SALM* vertelde Amlan Roy van de London School of Economics over verschillende belangrijke macroeconomische trends. In zijn unieke presentatiestijl neemt Amlan het publiek mee in de veranderende demografie, geopolitiek en globalisering. In de afgelopen 200 jaar is de levensverwachting sterk toegenomen. Als gevolg veranderen het gedrag van consumenten en de beleidskeuzes van overheden. Ook is het monetair beleidsinstrumentarium van centrale banken afgelopen jaren sterk uitgebreid. En spelen klimaatverandering en digitalisering een steeds belangrijkere rol. Amlan wijst op het belang van scenario en risicodenken, bijvoorbeeld via een Growth at Risk inschatting in plaats van een GDP forecast. Voor de vermogensbeheersector is

het essentieel deze systeemrisico's te monitoren, meten en te beheersen.

Na de koffiepauze was het woord aan Jitzes Noorman van BMO; *Inflatierisico en de implicaties voor het beleggingsbeleid*. De vraag in ieders hoofd: is de hogere inflatie tijdelijk of niet. Centrale bankiers waren er ten tijde van de conferentie van overtuigd dat de hogere inflatie tijdelijk zal zijn. Er zijn echter al signalen van een meer structurele inflatie, zo vertelde Jitzes. Een goede econoom kan beide opties beargumenteren, en Jitzes toonde zich een goede econoom. Jitzes toonde twee scenario's. Eén met 2% hogere inflatie en één met 1% lagere inflatie. Door te kijken naar de gevoeligheid van verschillende beleggingscategorieën onder deze scenario's kan de worden gekeken naar de optimale portefeuillesamenstelling onder hoge of juist lage inflatie.



De volgende spreker, Pieter Bouwknecht van NN Leven, maakte zijn verhaal expliciet de link met de jaren 20 van de vorige eeuw. Aan dat decennium ging ook een pandemie vooraf – de Spaanse griep. Ook legde hij een verband tussen een belangrijke schilder uit die periode – Piet Mondriaan – en de ontwikkeling van Solvency II. Zoals Mondriaan in zijn schilderijen begon met enkele lijnen en vlakken, om uiteindelijk te eindigen met de complexiteit van 'Victory Boogie Woogie'. Zo migreert het Solvency II raamwerk van enkele relatief eenvoudige rekenregels, naar steeds complexere, gedetailleerde rekenvoorschriften.

Tijdens de lunch hadden de deelnemers gelegenheid om bij te praten met iedereen die men afgelopen jaar niet of alleen digitaal had gezien. Om daarna in het auditorium in het volgende thema te duiken: het nieuwe pensioencontract. Onder leiding van Roel Mehlkopf van Cardano namen Bert Boertje (DNB), Jan Berndsen (AFM), Anita Joosten-Hendriks (Philips Pensioenfondsen) en Ronald Corvers (SZW) deel aan een paneldiscussie over dit onderwerp. Duidelijk bleek uit het panel dat de overheidsinstanties veel toegevoegde waarde zien in het nieuwe contract. Volgens Bert Boertje is het verstandig snel te beginnen met invaren want het huidige stelsel piept en kraakt. Wel moet het invaren zorgvuldig gebeuren. Anita Joosten-Hendriks gaf aan dat het voornemen wel is om in te varen, maar dat nog veel onduidelijk is. De invulling van de toedelingsregels en de communicatie daaromheen moeten verder worden uitgewerkt. Op de vraag hoe gesloten pensioenfondsen moeten omgaan met het nieuwe pensioencontract (thans solidaire premieregeling) werd gesuggereerd dat de deelnemers van deze fondsen misschien beter af zijn met een overdracht naar een verzekeraar. SZW zag hierbij geen probleem, maar DNB gaf aan dat er wel duidelijke meerwaarde voor de deelnemer aan moest zitten.

Het pensioenakkoord maakt pensioen individueler. Tjitsger Hulshoff (APG AM) vertelde over de uitdagingen en ervaringen in de meer individuele markt. Individualisering is geen doel op zich, maar een resultaat van sterke onderliggende trends, waaronder



demografie, remuneratie, arbeidsmarkt en welvaart. Van een collectief uitkeringssysteem naar een systeem met individuele pensioenpotten is een paradigmaverandering. Is de oplossing om meer te communiceren? Of beter te communiceren? En welke keuzes liggen waar? "Het onderscheid tussen collectief en individu is onvoldoende", stelde Tjitsger, "er is een extra laag van doelgroep". Deze laag verbindt de diverse lagen beleggingsbeslissingen en faciliteert een optimaal beleid. Maar individualisering leidt ook tot nieuwe aandachtspunten en integratie van communicatie, zorgplicht, beleggen en pensioenuitvoering.

Na een korte pauze verschoof de aandacht naar een ander belangrijk thema: klimaatverandering. Taron Ganjalyan van LINKS Analytics brengt een praktische blik op het onderwerp, en zoomt in op de energietransitie. Wat is de impact op de rendement en risicoverwachting? Gaat de olieprijs omhoog of omlaag door de energietransitie? Historische informatie geeft geen informatie voor de toekomst. Taron gebruikte een Agent Based Model waarin de huidige economische verbanden tussen verschillende sectoren worden gebruikt om inzicht te krijgen in de financiële consequenties van de energietransitie. "Uiteindelijk gaat het erom wie de rekening van de energietransitie krijgt", zegt Taron. Komt dit bij

consumenten of bij aandeelhouders?

"Dat is de grote vraag, en bepalend voor de rendementsverwachting".

De dag werd afgesloten door Elwin de Groot (Rabobank); *PPPP – The monetary and financial aftermath of the pandemic*. Leidt de coronapandemie tot structurele veranderingen? Het European Recovery Fund lijkt in ieder geval een duidelijk signaal dat de EU een sterkere rol zal pakken en het stabiliteitspact op de schop gaat. Wat betreft de macro-economische vooruitzichten tekenen zich twee scenario's af: ofwel is de inflatie tijdelijk eindigt deze in stagnatie, ofwel komen we in een nieuwe omgeving terecht met structureel hogere inflatie en groei. Een uitdaging voor de ECB zal zijn hoe het beleid weer te normaliseren. Een nieuw instrumentarium lijkt nodig: een nieuwe vorm van rentebeheersing in combinatie met een beleid gericht op een omgeving met hogere inflatie.

Martijn Vos richtte zich tenslotte tot de zaal. Hebben we nieuwe inzichten opgedaan? De zaal reageert met gepast enthousiasme en met nog groter enthousiasme op de aansluitende borrel.

Reinout van Tuyl van Serooskerken CFA en Tjitsger Hulshoff RBA zijn lid van de ALM commissie.

Pensioenakkoord: impact op performance meting en analyse

Introductie

Met de komst van het Nieuw Pensioencontract (NPC) worden nieuwe beleggingsrendementen geïntroduceerd, zoals het *beschermingsrendement* en het *overrendement*. Wat moeten we ons hierbij voorstellen? Is de definitie van deze nieuwe rendementen evident? En bestaan er in het NPC ook rendementen die ons in staat stellen om pensioenfondsen onderling te vergelijken? In dit artikel gaat de Investment Performance Measurement Committee in op bovenstaande vragen en wat ons opviel toen we zelf aan het rekenen sloegen.

Het nieuwe pensioencontract (NPC)

In het NPC bouwen deelnemers vermogen op in plaats van aanspraken op toekomstige uitkeringen. De *dekkingsgraad* vervalt hiermee; in plaats hiervan krijgen deelnemers nu te maken met een opgebouwd vermogen (ingelegde premie en gerealiseerd rendement) en een verwachte pensioenuitkering (op basis van het verwachte vermogen bij het bereiken van de pensioenleeftijd en de kostprijs van een pensioenuitkering). In het NPC wordt gewerkt met leeftijdscohorten. Voor ieder cohort kan een andere asset mix gekozen worden, zodat het

verwachte rendement en risico zo goed mogelijk aansluiten bij de beleggingshorizon van het cohort. Daarnaast kent het NPC geen leenrestrictie meer, waardoor het gemakkelijker wordt om – met behulp van derivaten of onderling lenen – een optimale portefeuille voor ieder cohort te construeren.¹

Nieuwe rendement

In het NPC worden verschillende beleggingsrendementen gebruikt:

1. Het *projectierendement* is het verwachte rendement van de beleggingsportefeuille. In het NPC speelt het projectierendement een rol bij de premiestelling (lager verwacht rendement leidt tot hogere premies) en het bepalen van de uitkeringen (hoger verwacht rendement leidt tot hogere uitkeringen). De verwachting is dat de gebruikte rendementen vanuit wet- en regelgeving gemaximeerd zullen worden. Dit is niets nieuws: het huidige financieel toetsingskader (FTK) schrijft ook voor iedere beleggingscategorie parameters voor die de rendementen die gebruikt worden voor vergelijkbare doeleinden begrenzen.

2. Het *collectief rendement* is het feitelijk behaalde rendement op de beleggingsportefeuille. Ook hier niets nieuws: pensioenfondsen berekenen en publiceren de werkelijk behaalde rendementen op hun beleggingsportefeuille altijd al.

3. Het *beschermingsrendement* is wél nieuw en kan het gemakkelijkst geïnterpreteerd worden als het rendement dat nodig is om veranderingen in de kostprijs van pensioenuitkeringen op te vangen. Als voorbeeld: stel dat pensioenuitkeringen 10% duurder worden vanwege een lagere rentestand, dan is het beschermingsrendement ook 10% waardoor een deelnemer een stabiele pensioenuitkering houdt. In hoeverre ieder leeftijdscohort recht heeft op een beschermingsrendement hangt af van het vooraf bepaalde (rente) hedge percentage. Dit wordt per leeftijdscohort bepaald en zal naar verwachting oplopen van jong tot oud: voor oudere cohorten, waarbij deelnemers die in of dicht tegen hun pensioen aan zitten, wordt een hoog (rente) hedge percentage gekozen. Voor jongere cohorten, waarbij deelnemers nog een lange beleggingshorizon hebben en daarom minder gevoelig zijn voor korte

Arjan Gort CFA

Expert Risico Manager bij PGGM



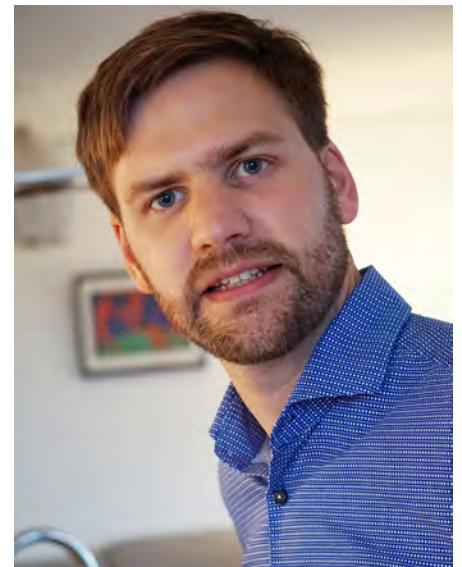
David Janssen CFA

Zelfstandig adviseur op het gebied van financieel risico en rendement voor institutionele beleggers



Bas Leerink RBA

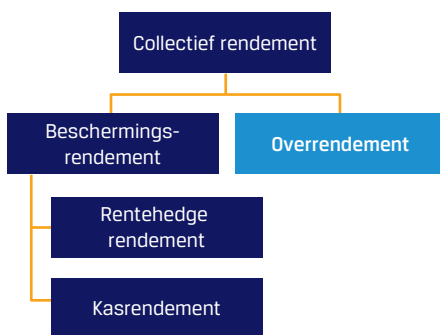
Teamleider Global Implementations Investment Performance Solution bij Ortec Finance



termijn schommelingen in rendementen, wordt een laag (rente) hedge percentage gekozen.

4. Het *overrendement* is ook nieuw en kan het makkelijkst geïnterpreteerd worden als het beleggingsrendement dat overblijft na aftrek van het beschermingsrendement (zie figuur 1: Overzicht van rendementen in het NPC). Dit rendement wordt toebedeeld naar de verschillende leeftijdscohorten op basis van hun risicohouding: net als het rente hedge percentage wordt dit vooraf vastgelegd. De blootstelling aan overrendement zal naar verwachting afnemen van jong tot oud: voor oudere cohorten is deze beperkt, jongere cohorten zijn er daarentegen wel in grote mate aan blootgesteld. Omdat binnen het fonds geleend kan worden, kan er sprake zijn van een meer dan 100% (bijv. 150%) blootstelling aan overrendement voor de jongste cohorten.

Figuur 1
Overzicht van rendementen in het NPC



5. Het *cohortrendement* is het rendement dat wordt toebedeeld aan ieder leeftijdscohort en bestaat dus uit een gedeelte beschermingsrendement (1) en een gedeelte overrendement (2), op basis van de vooraf vastgestelde blootstellingen voor ieder cohort.

Bij het uitwerken van de rekenregels die ten grondslag liggen aan dit rendement bleek dit niet recht toe recht aan te zijn. Hoe om te gaan met een (te verwachten) implementatie mismatch van de rentehedge, hoe werkt het lenen tussen verschillende cohorten en hoe nemen we de solidariteitsreserve mee zijn vragen die bij ons tot discussie leidden zonder een eenduidig antwoord.

Twee opties om het beschermingsrendement te bepalen

Het NPC biedt pensioenfondsen twee opties voor het bepalen van het *beschermingsrendement*:

1. Theoretisch rendement op basis van de Rente Termijn Structuur (actuariel rendement)

Het rendement wordt bepaald aan de hand van de duratie van de verplichtingen en de veranderingen in bijbehorende EUR swap rentes (vergelijkbaar met de huidige waardering van verplichtingen voor het berekenen van de dekkingsgraad).

Deze methode heeft als belangrijk voordeel dat het een integrale sturing van het collectief vermogen toelaat. Zo kan een optimale beleggingsmix op totaal fondsniveau bepaald worden en kunnen individuele beleggingen die bijdragen aan zowel het *beschermingsrendement* als het *overrendement* ook opgenomen worden. Als voorbeeld: bedrijfsobligaties leveren zowel rentebeschermt als een kredietrisico premie. Het nadeel van deze methode is dat het rendement lastiger uitlegbaar is naar deelnemers; het is immers geen werkelijk behaald rendement op basis van beleggingen in de portefeuille.

Aangezien het *beschermingsrendement* theoretisch bepaald is, komt een (implementatie) mismatch van de renteafdekking altijd voor rekening van het *overrendement*. De oorzaak van deze mismatch maakt hierbij niet uit: spreadrisico van bedrijfsobligaties, een vertraagde reactie van een hypotheken portefeuille op renteveranderingen, geen volledige renteafdekking tussen key rate buckets, etc. Al deze verschillen komen voor rekening van het *overrendement* en komen daarmee primair bij de jongere deelnemers terecht.

Wel heeft de keuze een directe impact op het toebedeeld rendement van ieder cohort. Om hier discussies in de toekomst over te voorkomen is ons advies om bij iedere individueel NPC een uitgewerkt voorbeeld van hoe tot de toewijzing per cohort te komen te laten accepteren door alle sociale partners en als onderdeel van het NPC op te nemen.

2. Rendement van de matching portefeuille (feitelijk behaald rendement)

Het rendement wordt bepaald aan de hand van de marktwaardeverandering van de matching portefeuille.

Deze methode heeft als belangrijk voordeel dat de communicatie naar deelnemers eenvoudig is, de gecommuniceerde rendementen worden immers bepaald op basis van beleggingen in de portefeuille. Nadeel is dat het pensioenfonds geen optimale beleggingsmix op totaal fondsniveau kan gebruiken. Als voorbeeld: horen bedrijfsobligaties thuis in een matching portefeuille of een return portefeuille en kunnen we deze nog wel opnemen als dit niet op te splitsen is in een *beschermingsrendement* en een *overrendement*.

Een (implementatie) mismatch van de renteafdekking (i.e. duratie van matching portefeuille sluit niet goed aan bij duratie verplichtingen) komt voor rekening van het *beschermingsrendement*, en komt daarmee dus primair bij de oudere deelnemers terecht.

Gevolgen voor performance meting

De gevolgen van het nieuwe pensioencontract voor het werk van performance analisten lijken beperkt te zijn. Dit ligt voornamelijk aan het in stand houden van de collectieve beleggingsportefeuille: de meting en evaluatie van deze collectieve pot bestaat al. Hieronder schetsen wij de belangrijkste punten die wij uit het nieuwe pensioencontract destilleren:

- Meer aandacht voor rendement kan meer gewicht geven aan de Global Investment Performance Standards (GIPS®). Op dit moment is GIPS vooral bestemd voor (en gebruikt door) vermogensbeheerders, bedoeld om een eerlijke rendementsvergelijking tussen verschillende vermogensbeheerders mogelijk te maken. GIPS is echter ook toegankelijk voor asset owners zoals pensioenfondsen. *GIPS 2020 for asset owners* geeft pensioenfondsen de mogelijkheid als asset owner compliant te worden. Hiermee kunnen fondsen naar hun eigen achterban en het brede publiek volgens internationaal erkende standaarden rapporteren. CalPers in 2018 en recentelijk het pensioenfondsen voor medewerkers van de Verenigde Naties zijn voorbeelden van internationaal aansprekende partijen die

als asset owner GIPS compliant worden. Het lijkt vergezocht om deelnemers te vermoeien met GIPS rapportages, maar compliancy kan wel voor extra comfort zorgen over de rendementsberekening. Daarmee kan *GIPS for Asset Owners* in Nederland misschien sneller voet aan de grond krijgen dan op voorhand gedacht.

- Evaluatie van de collectieve beleggingsportefeuille zal op hoofdlijnen voortgezet kunnen worden. Aangezien het collectieve beleggen blijft kunnen hooguit wat andere nuances in de beleggingsmix verwacht worden, zoals bijvoorbeeld een andere invulling van de renteafdekking. Daar is nu al veel aandacht voor. De verwachting is dat dit alleen maar toeneemt omdat het beschermingsrendement een belangrijk communicatiemiddel wordt naar de pensioendeelnemer die zijn vermogen ziet veranderen met dit rendement. De effectiviteit van de hedge wordt belangrijker, zeker bij een integrale beleggingsportefeuille zonder afgescheiden matching-portefeuille. De mismatch (spreadrisico) van bijvoorbeeld credits of hypotheek zal dan in het overrendement terecht komen en daarmee grotendeels bij de jongeren belanden. Juist die zijn minder gehedged.
- De verwachting is dat de wettelijke normportefeuille en bijbehorende Z-score zullen blijven bestaan. Deze in de vrijstellingswet opgenomen toets op kwaliteit van uitvoering van het beleggingsbeleid geeft deelnemers de mogelijkheid onder de verplichtstelling uit te komen wanneer een pensioenfonds onvoldoende rendement haalt. Aangezien zowel de verplichtstelling als de collectieve beleggingsportefeuille blijven bestaan lijkt er geen reden om iets aan de wettelijke normportefeuille te veranderen.
- Het beleggingsrendement wordt een belangrijk communicatiemiddel naar de deelnemer. Individueel geadmistreerde pensioenvermogens en uitkeringen nemen toe of af met het beschermingsrendement en het overrendement. Waar voorheen de dekkingsgraad de verklaring gaf voor het indexeren hangt dat nu dus expliciet af van het behaalde rendement. Het beschermingsrendement kan actuarieel van aard zijn, wanneer dat berekend wordt op basis van de rentetermijnstructuur zoals gepubliceerd door DNB. Het collectieve rendement en het

rendement van de matchingportefeuille, wanneer daarvoor gekozen wordt, zijn rechtstreeks afkomstig van de afdeling performancemeting. De performance analist ziet zijn cijfers dus rechtstreeks terug op het jaarlijkse Uniforme Pensioen Overzicht dat alle deelnemers krijgen.

- Het bepalen van de cohortrendementen (i.e. het verdelen van het totale beschermingsrendement en overrendement over de verschillende cohorten) is actuarieel van aard op basis van rekenregels die van tevoren zijn vastgelegd. Wij verwachten dat de berekening en administratie hiervan niet door de performance analist, maar door de pensioenadministratie uitgevoerd gaan worden.

Vergelijkbaarheid tussen fondsen

Het overrendement geeft een goed inzicht in de beleggingsprestaties van een pensioenfonds. In het huidige contract is de dekkingsgraad het meest geschikte middel om fondsen te vergelijken: de hoogte van, en veranderingen in de dekkingsgraad zijn een optelsom van het ALM- en beleggingsbeleid van het pensioenfonds en de uitvoering daarvan middels de beleggingsportefeuille. Beleggingsprestaties vergelijken kan door naar het rendement te kijken. Beleggingsrendementen worden echter sterk beïnvloed door de renteafdekking. In het NPC moet elk fonds een overrendement berekenen, wat in feite het bestaan van een soort returnportefeuille impliceert. Wanneer fondsen een afgescheiden matching portefeuille hebben, betekent dat automatisch dat de rest een returnportefeuille is. Bij een returnportefeuille speelt renteafdekking geen rol: hoger is beter, gegeven de risicohouding van de deelnemers. Dat maakt dat de hoogte en volatiliteit van het overrendement uitstekend vergelijkingsmateriaal geeft, ook wel uit te drukken als de Sharpe ratio van de returnportefeuille.

Communicatie naar deelnemers

Het nieuwe pensioencontract vraagt om een andere communicatie naar deelnemers. De dekkingsgraad bestaat niet meer, nominale pensioenaanspraken veranderen in opgebouwd pensioenkapitaal en de deelnemer krijgt in drie verschillende scenario's voorgespiegeld wat de verwachte hoogte van zijn/haar pensioen is. Hieronder geven wij weer welke informatie de deelnemer

naar onze verwachting zal ontvangen, met daarin veel ruimte voor diverse rendementen.

- Individueel opgebouwd vermogen: voor iedere deelnemer wordt bijgehouden hoeveel kapitaal hij heeft opgebouwd, dit kan niet ontbreken in de communicatie.
- De verandering in het opgebouwde vermogen, te verdelen in ingelegd of uitgekeerd kapitaal en de verandering als gevolg van behaalde rendementen (zowel beschermings- als overrendement)
- De verwachte pensioenuitkering, op basis van drie scenario's (basis / goed weer / slecht weer scenario). Bij deze scenario's horen verschillende projectierendementen.
- De verandering in verwachte uitkering: waarbij de verklaring kan liggen in een onvolledige renteafdekking, indexatie als gevolg van overrendement, aangepast projectierendement in de scenario's of door aanpassingen in actuariële grondslagen (o.a. sterftetafels).

Conclusie

Onze eerste inschatting is dat het NPC het werk en de analyse van performance analisten niet direct zal raken. Het nieuwe *overrendement* kan een interessante maatstaf worden om pensioenfondsen te vergelijken op 'pure' beleggingsresultaten, aangezien het effecten van de rente hedge hier niet mee vermengd is. Dit geldt zeker als we naar het *overrendement* over een meerderjarige periode kijken en corrigeren voor volatiliteit om zo tot een Sharpe ratio van het overrendement te komen. Tot slot willen wij meegeven dat het bepalen van een systematiek voor de verdeling en toewijzing van het totaalrendement niet zo eenvoudig is als in sommige voorbeelden en artikelen wordt voorgedaan: een gedetailleerd en sluitend rekenvoorbeeld vanuit de toezichthouder (het liefst een spreadsheet met alle onderliggende formules!) zou helpen om verschillende interpretaties in de praktijk te voorkomen.

Arjan Gort CFA, David Janssen CFA en Bas Leerink RBA zijn lid van de Investment Performance Measurement commissie.

Noot

- 1 In het NPC bestaat ook nog een zogenaamde solidariteitsreserve. Om ons verhaal over rendementen niet al te ingewikkeld te maken, laten wij deze solidariteitsreserve gemakshalve buiten beschouwing.

LET'S MEET!

The Chair of the Education Committee

When I was asked to write for this column on the Education Committee and its importance, I thought it would be easy. Then I started writing and realized that its significance is more than I had even considered. Our CFA Society VBA Netherlands gets its standing and relevance through the fact that not everyone can simply become a member. Professional credibility is required and it is this committee that helps ensure that we maintain and improve the level of professional skills and knowledge of our members. One could say that the Education Committee is the keyholder to people's future into quite an exclusive club.

The Education Committee is unique in many ways. Firstly, many people do not even know that we exist. We are often working "behind the screen" like you might see on a motion picture. Who knows the sound engineer in the latest James Bond film? But you most likely know the lead actor. We are the people making sure that the standards of the professional learning programs are maintained for years to come. We are only as valuable as the people who have earned the right to join us. Our job is to make sure that this group continues to be exceptional.

Rani Piputri



So, what is it that the committee does? Formally, the Education Committee was created to establish an integrated approach for CFA Society VBA Netherlands professional learning. The committee's mandate is to make sure that the society educational programs maintain its high quality and covers a broad range of topical subjects. This is done while addressing the needs of different member groups and their professional requirements.

In concrete terms, the Education Committee develops and ensures the quality of the MiFID II Stay Compliant program as well as the RBA program. MiFID II Stay Compliant program has been running for a few years now and has been adopted by many employers in the Netherlands as the program to comply with MiFID II continuing education requirements.

Being part of this committee means having a say in shaping the future of our profession and defining the requirements as the industry constantly evolves. For me, lifelong learning is a given. And being part of the Education Committee gives a real meaning to what otherwise might sound like a cliché. The members of the Education Committee are dedicated and passionate. We get to bring that passion in the form of professional learning programs for the members of CFA Society VBA Netherlands.

As the chair of the Education Committee, an important part of my task is finding talented and dedicated people to support the mission of keeping high standards of our profession. All of us, investment professionals, carry a huge responsibility to our clients, our employer and the society at large. We operate in a field that is constantly changing. It is our duty to our own profession to make sure that we are up-to-date and ready for the current and future challenges and opportunities in serving our



The Education Committee is looking for additional members to strengthen its coverage and the governance of the society educational programs. The committee is seeking dedicated members with practice experience and high stamina to develop and ensure the quality of the professional learning program for the society members.

stakeholders. CFA Society VBA Netherlands through its Education Committee strives to play an important role in that process.

I would consider my undertaking with this column accomplished, if this little scribble triggers some readers to the question "how could I get involved?". In this case, I would say that we are always looking for highly skilled practitioners who have an intrinsic calling for lifelong professional learnings. We are not the sexiest committee under the spotlight, and we like it that way. We are not looking to bring too much attention to ourselves. And yet, we decide what professionals needs to know in order to practice the profession. That makes us essential to our profession.

And finally, my greatest request for our readers is to keep your curiosity and the passion that has made you part of an important and influential group that continues to act as an example for the world to learn from.

Klimaatverandering en Strategische Asset Allocatie

Op dinsdag 14 december vond een webinar plaats over "klimaat verandering en strategische asset allocatie". Het webinar werd georganiseerd door de commissies ESG en ALM van CFA Society VBA Netherlands. Zes gastprekers Lukas Daalder (Blackrock), Gertjan Medendorp (Aegon), Reinout van Tuyll van Serooskerken (Achmea), Tessa Kuijl (Ortec Finance), Remko Foss (Actiam) en Karin Pasha (Cardano) deelden hun expertise over het onderwerp.

Lukas en Gertjan gaven inzicht in via welke wegen klimaat verandering de rendementen van activa klassen beïnvloedt. Tessa en Reinout benadrukten het belang van het gebruik van scenario-analyse, en gaven inzicht in hoe je een scenario-analyse kan opbouwen. Verder gaven Remko en Karin inzicht in hoe zij praktisch omgaan met de gevolgen van klimaatverandering in een multi-asset fonds en een LDI mandaat.

Het is al bekend dat de mate dat waarin bedrijven zich aanpassen aan klimaatverandering een belangrijk gegeven is om mee rekening te houden bij het selecteren van aandelen en bedrijfsobligaties. Klimaatverandering heeft echter ook impact op macro economische variabelen als BBP groei en inflatie. De benodigde investeringen voor de klimaattransitie hebben bijvoorbeeld een positief effect op BBP groei en de

stijgende prijzen van CO₂-rechten oefenen een opwaartse druk uit op inflatie. Is er dan ook een impact op de verwachte rendementen van verschillende activa klassen?

Belangrijk is dat de impact van klimaatverandering op rendementsverwachtingen niet statisch is en makkelijk met een top-down view verwoord kan worden: het is een bewegend doel, waarbij voortschrijdende inzichten, wijzigingen in plannen en politieke wilskracht, innovatie én de beweging van de financiële markten zelf telkens tot nieuwe inzichten kunnen leiden. Om al die bewegende panelen te kunnen kwantificeren heb je een "framework" nodig dat invulling geeft aan al deze variabelen en voor alle beleggingscategorieën. In het "framework" van BlackRock loopt die analyse via drie kanalen. Het meest voor de hand liggend is

het macrokanaal, waar gekeken wordt naar hoe variabelen als groei en inflatie beïnvloed zullen worden door opwarming, maar ook de beleidsacties van overheden. In het fundamentele kanaal wordt vervolgens op bedrijfs- en sectorniveau gekeken hoe verschillende economische activiteiten beïnvloed worden: een oliebedrijf wordt heel anders geraakt dan een supermarktketen. Als laatste is er nog het repricing kanaal: veranderende voorkeuren van beleggers zullen toekomstige rendementen aanzienlijk gaan beïnvloeden. Via deze drie kanalen heeft klimaatverandering impact op de verwachte rendementen van alle activa klassen.

De gevolgen van de stijgende prijs van CO₂-rechten voor verwachte rendementen

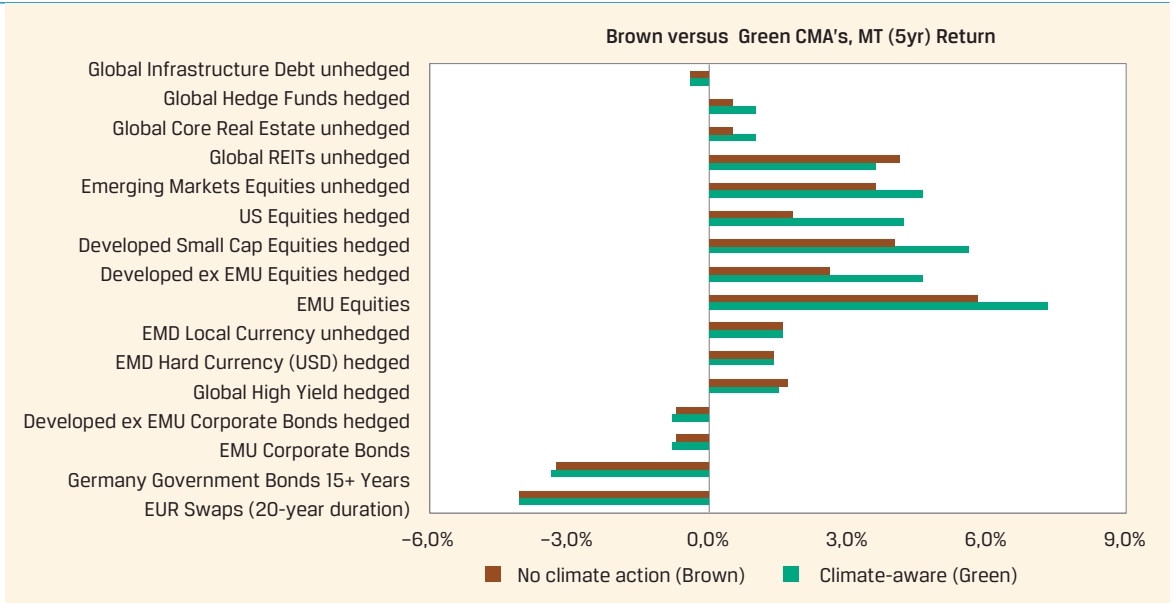
Om een verder opwarming van de aarde tegen te gaan dienen de broeikasgas emissies terug gedrongen te worden. Een belangrijk beleidsmiddel voor het terugdringen van deze emissies is het beprijsen van CO₂-uitstoot. De meest recente inzichten geven aan dat er sterkere beleidsstimulansen nodig zullen zijn om de transitie te stimuleren, zoals duurdere CO₂-rechten.

Hierbij zal de hogere CO₂-prijs impact op de verwachte winstgevendheid van een onderneming hebben. Deze impact kunnen we verdisconteren om een inschatting te maken van de potentiële impact op de marktwaarde van een onderneming en daarmee ook het verwachte rendement voor beleggers in enig jaar. Hierbij gaan we er vanuit dat slechts een deel van de CO₂ kosten zal worden doorberekend omdat ondernemingen erin zal slagen om de uit-

Op 14 december jl. organiseerde de commissie Verantwoord Beleggen en de ALM-commissie een gezamenlijk webinar met als titel "Klimaatverandering en Strategische Asset Allocatie"



Tabel 2
 Percentielen pensioen-
 vermogen in duizenden
 euro na 10 jaar



stoot te reduceren. Voor deze CO₂-reductie zal de onderneming echter kosten moeten maken. Deze kosten zullen over het algemeen echter lager zijn dan de CO₂-prijs die een onderneming betaald. Door technologische ontwikkelingen zullen ondernemingen een steeds groter deel van hun huidige uitstoot kunnen reduceren voor een prijs lager dan de CO₂-prijs. Daardoor zal de marginale impact van een CO₂-prijs door technologische ontwikkelingen op termijn afnemen.

Bij de vergelijking van de projectierendementen van scenario's met en zonder een CO₂-prijs stelt Aegon vast dat over het algemeen de gemiddelde jaarlijkse impact op beleggingscategorie niveau relatief beperkt is. Wel wordt er een variatie over regio's en sectoren en doorheen de tijd geconstateerd. Wanneer we dit vertalen naar de cumulatieve impact over een lange horizon (zoals passend bij klimaatbeleid)

dan compenseert het extra verwachte rendement op risicovollere activa klassen nog voldoende het transitierisico. Op de korte termijn, kan als gevolg van een brede invoering van een significante CO₂-prijs, het verwachte rendement voor enkele activa klassen onvoldoende compensatie bieden voor het extra verwachte risico van deze categorieën. Dit wordt versterkt op het moment dat aanscherpingen in het klimaatbeleid onverwacht en schokkerig verlopen.

Scenario analyse

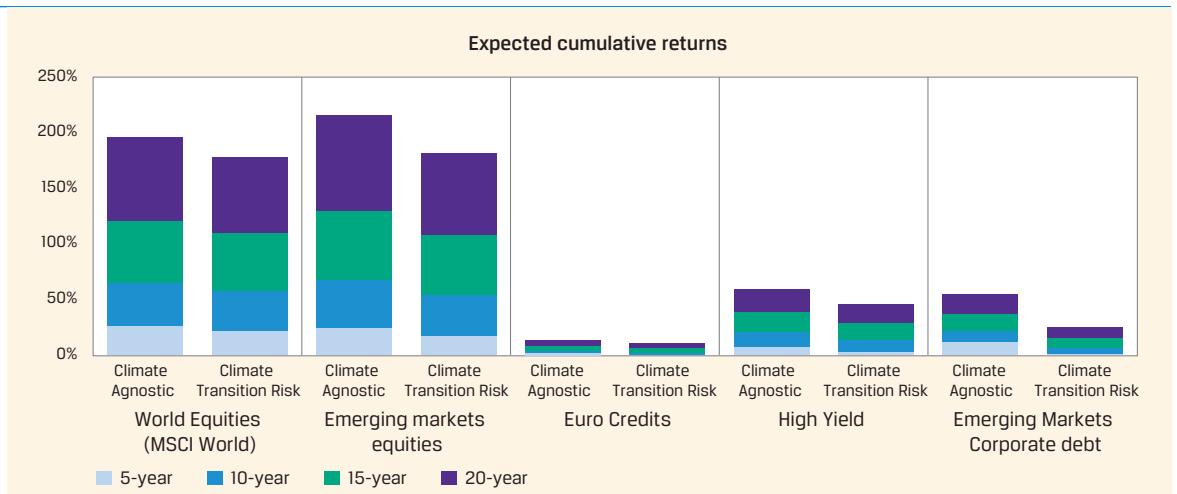
De eerder benoemde onzekerheden en voortschrijdende inzichten met betrekking tot de impact van klimaatverandering op rendementsverwachtingen maakt het gebruik van scenario-analyse noodzakelijk. Er zijn namelijk geen historische correlaties of standaarddeviaties beschikbaar die inzicht geven in de effecten van klimaatverandering en energietransitie. Ook een visie vormen over de toekomst is moeilijk,

gegeven dat er nog geen duidelijk consensus is over het te volgen beleid. De combinatie van onzekerheden met betrekking tot beleid en technologische ontwikkelingen zorgt ervoor dat er verschillende transitiepaden mogelijk zijn die leiden tot verschillende temperatuur stijgingen in 2050.

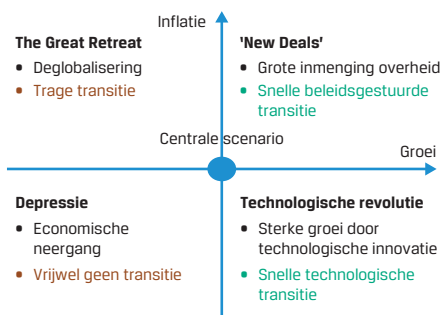
Achmea heeft een raamwerk van vier scenario's opgesteld, die telkens een visie op politiek, macro en de energietransitie combineren. In deze scenario's raakt klimaatverandering de portefeuille nu vooral via transitie-effecten. Transitie-effecten zijn bijvoorbeeld veranderingen in consumentengedrag of ontwikkelingen en investeringen in Green Tech. Fysieke effecten als overstromingen of droogtes spelen eerder op de lange termijn (20-30 jaar).

De impact van de scenario's zal per activa klasse verschillen. De verschillende

Figuur 2



Figuur 3



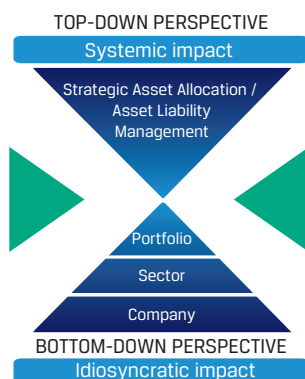
Bron: Achmea Investment Management

gevoeligheden van de activa klassen aan de energietransitie leidt tot andere rendementsverwachtingen. Zo zijn aandelen in Opkomende Landen boven gemiddeld gevoelig voor hoe snel de transitie zich ontwikkelt. Een snelle transitie is bijvoorbeeld negatief voor aandelen in opkomende landen en een trage transitie is positief.

Ortec wijst op het belang van dubbele materialiteit. In scenario's dient er niet enkel onderzocht te worden, de gevolgen van klimaatverandering op je beleggingen maar ook naar de impact van je beleggingen op het klimaat. De robuustheid van een strategische asset allocatie voor de rendementsverwachtingen verbeterd door het top down perspectief te combineren met bottom-up informatie.

Klimaatverandering is onzeker, daarom is het belangrijk om meerdere scenario's voor opwarming van de aarde te analyseren in het SAA-proces. Klimaat-scenarioanalyse vereist de integratie van gespecialiseerde modellen voor transitie- en fysieke klimaatrisico's in traditionele SAA-tools. Met de integratie van klimaatverandering in het traditionele SAA proces komt er meer nadruk op de regio- en sectorale dimensie van de SAA beslissing, en de vertaling daar-

Figuur 4



van naar de portefeuille constructie fase van het beleggingsbeleid.

Voorbeeld van de implementatie van klimaatverandering in de SAA van een multi-asset fonds

Actiam richt zich voor het bepalen van de rendementsverwachtingen op de komende 10 jaar en daarmee dan ook nu vooral op transitie effecten. In het kader van de energietransitie zullen er grote investeringen moeten plaatsvinden. Deze zullen een opwaartse druk op de rente en inflatie hebben. Om de oplopende schuldenberg als gevolg van de investeringen betaalbaar te houden zullen centrale banken de reële rente zo laag mogelijk houden. Per saldo is deze combinatie van door investeringen gedreven (additionele) groei en zeer lage tot negatieve reële rente een nog steeds gunstige omgeving voor aandelen. Deze transitie zal echter winnaars en verliezers opleveren. In een dergelijke omgeving kan door duurzaam te beleggen het verwachte rendement/risico profiel van een portefeuille verbeterd worden. Met name voor Impact Investing verwachten wij een out-performance versus traditionele benchmarks. Voor High Yield obligaties en Emerging Market Debt geldt dat door duurzaam te beleggen vooral risico's verlaagd kunnen worden.

Voor een optimale strategische asset allocatie betekent het voorgaande dat er iets meer in aandelen en iets minder in High Yield en EMD belegd kan worden in vergelijking met een portefeuille waarin geen rekening wordt gehouden met klimaat/transitie effecten. Indien wordt overgegaan op duurzaam beleggen en/of Impact Investing dan mag deze verschuiving nog iets groter zijn.

Als grootste risico voor dit basis scenario ziet Actiam een te sterk stijgende inflatie die centrale banken dwingt om reële rentes naar een langdurig fors hoger niveau te verhogen. Daarnaast is het nog de vraag of er wel genoeg mensen en middelen gemobiliseerd kunnen worden om de gewenste investeringen te doen ook al is er geld voor.

Voorbeeld van de implementatie van klimaatverandering in een LDI fonds

Ook binnen LDI portefeuilles is het mogelijk om rekening te houden met de gevolgen van

klimaatverandering. LDI portefeuilles zijn traditioneel opgebouwd uit een combinatie van overheidsobligaties, renteswaps en SAA obligaties. Waarbij SAA staat voor Supra-sovereigns, Sub-sovereigns en Agencies. Klimaatbewust beleggen kan in een LDI portefeuille geïmplementeerd worden o.a. door te kiezen voor groene obligaties in het SAA universum. In het SAA universum zijn meer groene, sociale en sustainable obligaties uitgegeven dan in het universum van overheidsobligaties. Momenteel zijn 17% van de uitstaande SAA obligaties duurzaam. Dit is een forse groei versus de 5% in 2019. De vraag naar groene obligatie is nog steeds groter dan het aanbod, hierdoor handelen groene obligaties vaak duurder dan de niet-groene (grijze) obligaties van dezelfde uitgever. Opvallend is dat voor obligaties uitgegeven door SSA's zoals bijvoorbeeld de EU dit verschil relatief klein is vergeleken met overheidsobligaties. Bij het opbouwen van een groene LDI portefeuille dient men naast het rendement ook aandacht te hebben voor liquiditeit, kredietwaardigheid en looptijdverdeling. De uitgifte van SAA obligaties met een looptijd langer dan 20 jaar is namelijk beperkt. Toepassingen van het geld opgehaald via groene SAA obligaties zijn typisch stadsverwarming, water management, publiek transport en natuurlijk energie efficiëntie.

Conclusie

Klimaatverandering heeft via verschillende kanalen als macro economische variabelen, CO2 rechten, fundamentele karakteristieken en het repricing effect impact op de verwachte rendementen van activa klassen. Het transitie pad naar en CO2 neutrale wereld is door zaken als innovatie en politieke wilskracht niet statisch, waardoor rendementsverwachtingen kunnen wijzigen. Scenario analyses zijn een belangrijk instrument om met deze onzekerheden om te gaan. De integratie van klimaatverandering in een traditioneel SAA proces leidt tot meer nadruk op de regio- en sectorale dimensie van de SAA beslissing. De groene transitie heeft verder een positief effect op de verwachte rendementen van aandelen. Door voor duurzame oplossingen binnen een bepaalde activa klasse te kiezen kan ook het rendement/risico profiel van deze activa klasse verbeterd worden.

Hilde Veelaert is lid van de commissie ESG.

Veel dank aan onze docenten die het MiFID II Stay Compliant Program 2021

tot zo'n succes hebben gemaakt!

Vandana Doekhie
Adrie Heinsbroek
Michiel Lodewijk
Anisa Salomons
Willemijn Verdegaal
Cees Harm van den Berg
Mary-Ann Mardenborough
Frank 't Hart
Roel Mehlkopf
Luc Aben
Jacob Dankert



MiFID II
Stay Compliant Program

 CFA Society Netherlands | vba

Schrijf je nu in

Voor meer informatie of voor inschrijving voor het MiFID II stay compliant program 2022 info@cfavba.nl

Keuze berekening beschermingsrendement bepaalt invulling collectieve portefeuille

Gosse Alserda en Karin Roeloffs

Pensioenfondsen die kiezen voor de solidaire premiereregeling – voorheen bekend als het nieuwe pensioencontract – moeten vervolgens een keuze maken tussen twee methodes om het beschermingsrendement vast te stellen. De keuze gaat hier tussen een theoretisch beschermingsrendement gebaseerd op de DNB swapcurve of een werkelijk beschermingsrendement gebaseerd op het rendement van één of meerdere matchingportefeuilles. Beide methodes hebben specifieke voor- en nadelen, en leiden naar verwachting ook tot een andere invulling van de collectieve portefeuille. Om een goede keuze te maken tussen de twee methodes is het daarom belangrijk om eerst te bepalen hoe de collectieve portefeuille eruit komt te zien bij elk van deze methodes.

In dit artikel volgen we twee deelnemers – Jan en Laura – en bekijken we de impact van de keuze van het type beschermingsrendement op hun pensioenresultaat. We gaan eerst in op de werking van beide methodes. Vervolgens stellen we voor beide methodes vast hoe – naar onze mening – het beschermingsrendement kan worden ingevuld. Ten slotte vergelijken we beide methodes en presenteren de voor- en nadelen van beide, die afhankelijk zijn van de voorkeuren van een pensioenfonds.

DE THEORETISCHE METHODE UITGELEGD

Wanneer een pensioenfonds gebruik maakt van de **theoretische methode** om het beschermingsrendement vast te stellen dan krijgt elke deelnemer een beschermingsrendement bijgeschreven dat gelijk is aan de vastgestelde renteaftdekking vermenig-

vuldigd met de verandering van de kostprijs van het pensioen op basis van de DNB swapcurve, oftewel de prijs van een (uitgestelde) annuïteit. Voor het gedeelte dat niet is afgedekt ($1 - \text{renteaftdekking}$) wordt het kasrendement (de 1-jaars swaprente) bijgeschreven.

$$\text{Beschermingsrendement} = \text{renteaftdekking} \times \Delta \text{kostprijs pensioen} + (1 - \text{renteaftdekking}) \times \text{kasrendement}$$

Dit betekent dat het beschermingsrendement onafhankelijk is van het rendement op de feitelijke beleggingen. Het beschermingsrendement wordt afgetrokken van het totaal rendement en wat overblijft is het overrendement. Hierbij wordt enkel gekeken naar de nominale renteaftdekking: inflatiebescherming

Gosse Alserda, PhD, CFA, CAIA

Senior investment strategist bij Aegon Asset Management



Karin Roeloffs, MSc

Hoofd fiduciar management bij Aegon Asset Management



in het beschermingsrendement is onder deze methode niet mogelijk.

DE WERKELIJKE METHODE UITGELEGD

Het beschermingsrendement bij de **werkelijke methode** is gebaseerd op één, of meerdere, aparte matchingportefeuilles. Deelnemers krijgen afhankelijk van hun leeftijd blootstelling aan deze matchingportefeuilles waardoor de renteafdekking op het beoogde niveau komt. Wanneer een pensioenfonds gebruik maakt van deze methode is er dus sprake van een schot tussen de overrendementsportefeuille en de matchingportefeuille(s).

Voor een voorbeelddeelnemer kan het toegedeelde totaalrendement neerkomen op de optelling van het rendement op de overrendementsportefeuille (bijvoorbeeld 50%), matchingportefeuille 1 (bijvoorbeeld 30%) en matchingportefeuille 2 (bijvoorbeeld 20%).

Bij het voorgaande voorbeeld vallen al een aantal punten op:

1. Een blootstelling van meer dan 100% naar de overrendementsportefeuille lijkt niet mogelijk.¹ Leverage is alleen mogelijk binnen de portefeuille (bijvoorbeeld via derivaten);
2. Ook binnen de matchingportefeuilles is waarschijnlijk leverage nodig om de renteafdekking op het gewenste niveau te krijgen.

De opzet van de solidaire premiereregeling mét de werkelijke methode voor het beschermingsrendement is vergelijkbaar met de opzet van de flexibele premiereregeling. Er zijn echter ook wel verschillen: De portefeuilles hoeven niet in een fondsstructuur geplaatst te worden, wat vaak wel nodig is in de flexibele premiereregeling. Bovendien is de verdeling binnen de overrendementsportefeuille voor alle leeftijdscohorten gelijk, wat niet het geval hoeft te zijn voor de flexibele premiereregeling.

Een voordeel van de werkelijke methode is dat er binnen de matchingportefeuilles ook inflatie-gerelateerde beleggingen kunnen worden toegevoegd. Hierdoor kan voor ouderen inflatiebescherming worden ingeregeld.

AANNAMES ANALYSE

Om de invulling van de beschermingsportefeuille te analyseren maken we gebruik van een scenario-analyse. Hierbij analyseren we het pensioenresultaat voor de twee methodes voor de berekening van het beschermingsrendement en met verschillende invullingen van de portefeuille daarvan. Voor elke invulling analyseren we 2.000 scenario's over de volledige horizon van de deelnemers. De aannames van de scenario-analyse zijn opgenomen in kader 1.

In de analyse kijken we steeds naar twee deelnemers:

1. Laura, 25 jaar oud en net begonnen aan haar eerste baan met een salaris van €25.000
2. Jan, 60 jaar oud en al zijn hele leven deelnemer bij het pensioenfonds. Zijn huidige salaris is €50.000 en hij heeft €250.000 aan pensioenkapitaal opgebouwd.

We nemen aan dat het salaris van zowel Laura als Jan zich ontwikkelt met de looninflatie en een leeftijdsafhankelijke carrièrestijging. Er wordt een vlakke premie ingelegd van 20% over het pensioengevend salaris en de toedelingsfactoren volgen de volgende impliciete lifecycle²:

- Renteafdekking: 25% tot leeftijd 25 en dan lineair opbouwend naar 75% op pensioenleeftijd
- Overrendement: 150% tot leeftijd 25 en dan lineair afbouwend naar 35% op pensioenleeftijd

De overrendementsportefeuille bestaat – tenzij anders aangegeven – uit de volgende portefeuille: bedrijfsobligaties (10%), hypotheek (15%), High Yield (7,5%), EMD (7,5%), wereld-

Kader 1 Economische aannames

We maken gebruik van een economische set waarin de aanname is dat de rentetermijnstructuur gemiddeld genomen gelijk blijft. Hierin wordt dus geen expliciet rentepad gevolgd. De impliciete aanname hiervan is dat hogere rentes voor langere looptijden een beloning zijn voor het hogere risico / lagere liquiditeit en niet een rentevoorspelling. In de praktijk hebben beide aspecten invloed op de rentetermijnstructuur. De start en mediane

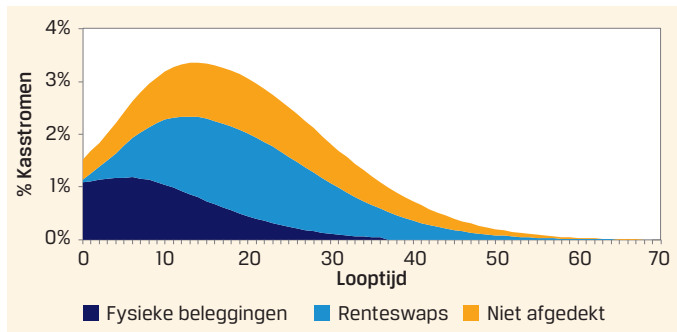
rentetermijnstructuur ziet er als volgt uit: de 1-rente is -0,5%, de 10-jaars rente is 0,1% en de 30-jaars rente is 0,5%.

Het gemiddelde overrendement en de volatiliteit van de gebruikte beleggingscategorieën voor de eerste 20 jaar van de analyse is hieronder weergegeven.

| Categorie | Rendement over swap | Volatiliteit* | Categorie | Rendement over swap | Volatiliteit* |
|----------------------------------|---------------------|---------------|------------|---------------------|---------------|
| Kas | -0,2% | 0,3% | High Yield | 1,6% | 12,4% |
| Staatsobligaties | -0,3% | 3,4% | EMD | 2,0% | 12,8% |
| Inflatie gerelateerde obligaties | -0,5% | 6,0% | Aandelen | 4,6% | 18,1% |
| Bedrijfsobligaties | 0,3% | 6,0% | Vastgoed | 3,3% | 12,9% |
| Hypotheek | 0,4% | 5,5% | | | |

* T.o.v. swaprendement met dezelfde duratie

Figuur 1
Verwachte kasstromen en renteaftdekking



Verwachte kasstromen voor een gemiddeld pensioenfonds op basis van de veronderstelde toedelingsfactoren voor beschermingsrendement.

wijde aandelen (50%) en beursgenoteerd vastgoed (10%). Renteaftdekking wordt zoveel mogelijk onttrokken uit de fysieke portefeuille (inclusief overrendementsportefeuille) en aangevuld met renteswaps.

Als we de toedeling naar overrendement – gewogen naar kapitaal – voor alle deelnemers in het pensioenfonds optellen komen we uit op een collectief gewicht naar overrendement van circa 50% van het totaal vermogen. Om complexiteit te reduceren houden we deze verhouding constant, terwijl deze in de praktijk (in beperkte mate) zal variëren met onder andere marktbevingen. De impact hiervan is naar onze verwachting beperkt.

INVULLING VAN DE PORTEFEUILLE ONDER DE THEORETISCHE METHODE

Wanneer gekozen wordt voor de theoretische methode is de invulling van de renteaftdekking relatief eenvoudig. Als eerste moet worden vastgesteld hoeveel rente er voor elk leeftijdscohort wordt afgedekt; dit is onderdeel van de impliciete life-cycle. Op basis hiervan kan een af te dekken kasstromenprofiel worden berekend, dat de optelling is van verwachte pensioen-uitkeringen keer de gewenste renteaftdekking voor elk leeftijdscohort. Dit kasstromenprofiel is vergelijkbaar met wat we nu al kennen in uitkeringsregelingen (Financieel Toetsingskader; FTK). De aftdekking van de kasstromen wordt als eerste gevuld vanuit beleggingen die vanuit het overrendement zijn opgenomen maar wel bijdragen aan de renteaftdekking, zoals bedrijfsobligaties en hypotheke. De resterende af te dekken kasstromen worden – in beginsel – afgedekt door middel van renteswaps, die de sterkste samenhang hebben met het toe

delen beschermingsrendement. Figuur 1 laat zien hoe dit er in de praktijk uit kan zien. Hierbij bestaat het gele gebied uit niet afgedekte kasstromen, het donkerblauwe gebied uit de aftdekking vanuit fysieke beleggingen en het restant – het lichtblauwe gebied – uit aftdekking vanuit renteswaps.

Voor de invulling van de renteaftdekking betekent dit concreet dat er renteswaps gebruikt worden tenzij het overrendement – rendement minus rendement op renteswap met hetzelfde kasstromenprofiel – van een andere rentegevoelige belegging interessant is vanuit een overrendementsperspectief. Oftewel, als men bedrijfsobligaties toevoegt aan de portefeuille zal hierdoor minder in renteswaps belegd worden. Dit is alleen interessant als het overrendement van bedrijfsobligaties de risico-/rendementsverhouding van het overrendement verbetert.

De opzet van de renteaftdekking met een collectieve portefeuille waarbij de rentegevoeligheid van beleggingen wordt toegeschreven aan de renteaftdekking en het restant overblijft voor het overrendement is sterk vergelijkbaar met huidige uitkeringsregelingen, waar de resterende renteaftdekking vaak ook met renteswaps wordt ingevuld.

OPZET RENTEAFDEKKING VERANDERT NIET STERK BIJ KEUZE VOOR THEORETISCHE METHODE

Voor de theoretische methode analyseren we drie varianten, die zijn weergegeven in tabel 1. Voor elke variant is de invulling van het overrendement hetzelfde: het verschil zit hier dus in de rest van de portefeuille wat we voor de eenvoud de beschermingsportefeuille noemen.

VARIANT 1: KAS EN SWAPS

Het uitgangspunt bij de theoretische methode is een collectieve portefeuille die bestaat uit enerzijds de overrendement beleggingen en anderzijds kas aangevuld met renteswaps om tot de gewenste renteaftdekking te komen. Dit sluit in theorie precies aan bij de verdelingsregels in de solidaire premieregeling, waardoor er geen ruis vanuit de renteaftdekking bij het overrendement terecht komt. Hoewel er in de praktijk wel sprake zal zijn van enige mate van ruis – bijvoorbeeld omdat een perfecte

Tabel 1
Overzicht varianten theoretische methode

| Beschermingsportefeuille: | Variant 1: Kas en swaps | Variant 2: Staatsobligaties | Variant 3: Inflatie gerelateerde obligaties |
|----------------------------------|-------------------------|-----------------------------|---|
| Kas + renteswaps | 100% | 20% | 20% |
| Staatsobligaties | 0% | 80% | 30% |
| Bedrijfsobligaties | 0% | 0% | 0% |
| Hypotheke | 0% | 0% | 0% |
| Inflatie gerelateerde obligaties | 0% | 0% | 50% |

afdekking over alle kasstromen veelal niet mogelijk is en/of omdat het rendement op fysieke kas afwijkt van de 1-jaars swaprente³ – leidt deze variant wel tot het minste ruis en is daarom een goede neutrale uitgangssituatie. De resultaten voor Laura en Jan van deze variant zijn weergegeven in tabel 2 en vormen de basis om de andere varianten te vergelijken.

VARIANT 2: STAATSOBLIGATIES

Hoewel variant 1 het beste aansluit bij de berekeningsmethode van het beschermingsrendement, zorgt het wel voor een zeer grote positie in kas, in ons voorbeeldfonds wel 50% van het totaal vermogen. Vanuit risicoperspectief is dat vaak ongewenst, omdat een fysieke belegging in kas – bijvoorbeeld een rekening bij een bank of een belegging in een geldmarktfonds – in veel gevallen toch kredietrisico kent en de grote positie leidt tot concentratierisico. Daarom zullen de meeste pensioenfondsen kiezen om (gedeeltelijk) in staatsobligaties te beleggen in plaats van kas. Uiteraard geldt ook in dit geval dat de rentegevoeligheid van de toegevoegde staatsobligaties wordt gecompenseerd door minder blootstelling naar renteswaps. Omdat de rente op staatsobligaties normaal gesproken lager is dan op renteswaps (als gevolg van de swappread) blijft het rendement achter bij het veronderstelde beschermingsrendement: dit komt bij de theoretische methode terecht bij het overrendement. Dit is echter vergelijkbaar met variant 1, waar sprake is van een verschil tussen het daadwerkelijk kasrendement en de 1-jaars swaprente die gebruikt wordt om beschermingsrendement vast te stellen. Zoals in tabel 2 te zien valt zijn de resultaten voor zowel Jan als Laura dan ook sterk vergelijkbaar. Enkel voor Laura verbetert het slecht weer scenario enigszins, dit is een gevolg van het feit dat de swappread normaal gesproken stijgt tijdens neergaande markten.

VARIANT 3: INFLATIE GERELATEERDE OBLIGATIES

Wanneer oplopende inflatie als een belangrijk risico wordt gezien kan men overwegen om inflatie gerelateerde obligaties toe te voegen aan de beschermingsportefeuille. In variant 3 hebben we daarom 50% inflatie gerelateerde staatsobligaties aan de beschermingsportefeuille toegevoegd. Binnen de theoretische methode wordt echter alles dat afwijkt van de nominale renteafdekking toegedeeld aan het overrendement, zo ook de inflatiebescherming. De inflatiebescherming komt dus voornamelijk bij jongeren terecht, terwijl ouderen – vanwege de kortere horizon – de bescherming het meest nodig hebben. De resultaten in de tabel laten zien dat zowel voor Laura als voor Jan het neerwaarts risico afneemt als gevolg van de inflatiebescherming. Dit gaat echter wel ten koste van het verwacht pensioenresultaat, dat vooral voor Laura fors daalt. Dit is een gevolg van de inflatierisicopremie, waardoor nominale obligaties normaal gesproken een hoger verwacht rendement hebben dan vergelijkbare inflatie gerelateerde obligaties.

Tabel 2
Resultaten theoretische methode

| | Verwacht | Slecht weer | Goed weer |
|---|----------|-------------|-----------|
| Laura (25 jaar) | | | |
| Variant 1: Kas + renteswaps | 100,0% | 34,1% | 252,6% |
| Variant 2: Staatsobligaties | 99,9% | 34,6% | 248,3% |
| Variant 3: Inflatie gerelateerde obligaties | 98,7% | 35,3% | 235,8% |
| Jan (60 jaar) | | | |
| Variant 1: Kas + renteswaps | 100,0% | 68,6% | 144,2% |
| Variant 2: Staatsobligaties | 100,0% | 68,5% | 144,3% |
| Variant 3: Inflatie gerelateerde obligaties | 99,7% | 69,7% | 141,3% |

Pensioenuitkering gecorrigeerd voor inflatie over pensionering, gewogen naar cumulatieve overlevingskans. Pensioeninkomen tot 88 jaar voor Laura en tot 99 jaar voor Jan. Resultaten herschaald naar verwacht resultaat voor variant 1. Verwachting is gemiddelde uitkomst, slecht weer scenario is 5% CVaR en goed weer scenario is 95% CVaR.

SUBCONCLUSIE THEORETISCHE METHODE

We verwachten dat voor de meeste pensioenfondsen variant 1 afvalt, omdat de blootstelling naar kas in dat geval te veel kredietrisico oplevert. Er zal binnen de theoretische methode dus nog steeds substantieel belegd worden in staatsobligaties. Pensioenfondsen met een sterk reële doelstelling kunnen overwegen om hiervoor inflatie gerelateerde obligaties in te zetten, hierdoor neemt het neerwaarts (reële) risico af, ten koste van het verwacht pensioenresultaat. Echter binnen de theoretische methode komt de inflatiebescherming vooral bij jongeren terecht, die er vanwege hun lange horizon vaak minder belang bij hebben. De werkelijke methode biedt meer mogelijkheden om inflatiebescherming voor ouderen in te richten.

STAATSOBLIGATIES BLIJVEN OOK BINNEN DE SOLIDAIRE PREMIEREGELING VAN BELANG

Voor de theoretische methode hebben we niet gekeken naar varianten waarbij meer risicovolle beleggingen (bijvoorbeeld bedrijfsobligaties) worden toegevoegd aan de beschermingsportefeuille. Vanwege de opzet van deze methode is er geen sprake van een schot tussen de overrendement- en de beschermingsportefeuille, zodat ongeacht waar deze beleggingen worden geplaatst, het risico altijd bij het overrendement terecht komt. Wanneer dit soort beleggingen in de beschermingsportefeuille geplaatst worden is de impact op het overrendement afhankelijk van de omvang van de beschermingsportefeuille ten opzichte van de overrendementsportefeuille. Als de overrendementsportefeuille relatief klein is dan heeft een beperkte afwijking in het beschermingsrendement mogelijk al een grote impact op het overrendement.

INVULLING VAN DE PORTEFEUILLE ONDER DE WERKELIJKE METHODE

De portefeuille onder de werkelijke methode bestaat uit een overrendementsportefeuille en een of meerdere matching portefeuilles. Voor deze analyse gaan we uit van vier matching portefeuilles. Deze zijn als volgt opgebouwd:

1. Maximale duratie; Portefeuille met een duratie van 100 jaar,⁴ hierdoor wordt met minimaal gewicht zoveel mogelijk renteafdekking verkregen. Dit is vooral voor jongeren relevant. Vanwege de hoge duratie is enkel een invulling met kas en swaps mogelijk.
2. Hoge duratie en spread; Portefeuille met een duratie van 20 jaar en beleggingen in hypotheek, bedrijfsobligaties, kas en renteswaps.
3. Lagere duratie en spread; Vergelijkbaar aan matching portefeuille 2, maar dan met een duratie van 10 jaar
4. Kas; Belegging in kas en korte staatsobligaties met een zeer korte duratie. Vanwege de korte duratie en voornaamste inzet voor ouderen wordt niet belegd in spreadproducten.

LEVERAGE BINNEN DE WERKELIJKE METHODE ALLEEN MOGELIJK MET DERIVATEN, WAT LEIDT TOT MEER COMPLEXITEIT EN KOSTEN

Gezamenlijk kunnen deze vier matching portefeuilles worden ingevuld om voor ieder leeftijdscohort de gewenste mate van renteafdekking op te bouwen met een zo goed mogelijke afdekking over de curve.⁵ Daarnaast zorgt het – in de basisvariant – voor een vergelijkbare collectieve portefeuille als in de basisvariant voor de theoretische methode. Dit vereenvoudigt de vergelijking tussen beide methodes. De vier varianten die we analyseren zijn samengevat in tabel 3.

VARIANT 1: MET LEVERAGE

Variant 1 is zo opgezet dat deze zoveel mogelijk vergelijkbaar is met variant 1 van de theoretische methode. Om de benodigde leverage te krijgen van het overrendement wordt er binnen de

overrendementsportefeuille met leverage belegd. Dit kan bijvoorbeeld door gebruik te maken van futures. De leverage⁶ bedraagt 150%, terwijl bedrijfsobligaties en hypotheek buiten het overrendement zijn geplaatst. Zo is de blootstelling aan de overige overrendement categorieën precies hetzelfde als bij de theoretische methode. Bedrijfsobligaties (7,6%) en hypotheek (11,4%) zijn in matchingportefeuilles 2 en 3 geplaatst, waarbij het gewicht zo is gekozen dat het op collectief niveau hetzelfde is als bij de theoretische methode.

Uit de resultaten blijkt dat dit voor jongeren zoals Laura leidt tot een beperkt beter pensioenresultaat. Voor ouderen zoals Jan is er vrijwel geen verschil met de basisvariant van de theoretische methode. De basisvariant leidt dus tot vergelijkbare of beperkt betere resultaten dan de basisvariant in de theoretische methode. De complexiteit is echter een stuk hoger, waarbij gebruik gemaakt moet worden van derivaten om de benodigde leverage te verkrijgen. Dit leidt onder andere tot hogere kosten (in deze analyse niet meegenomen). We verwachten dat deze variant daarom voor veel pensioenfondsen afvalt.

VARIANT 2: ZONDER LEVERAGE

Voor de tweede variant hebben we de gewichten in de overrendementsportefeuille zo teruggeschaald dat er geen leverage meer nodig is. Dit houdt in dat de effectieve blootstelling aan overrendement lager is voor leeftijden tot en met 41 jaar. Deze variant is voor de meeste pensioenfondsen realistischer dan variant 1.

Tabel 4 laat zien dat hierdoor het pensioenresultaat voor Laura sterk afneemt. Zowel de verwachting als het slecht weer scenario wordt minder door een lagere blootstelling aan overrendement en een minder goede spreiding van risico over tijd. De beleggingsmix voor Jan blijft vrijwel gelijk en daardoor is de impact op zijn pensioenresultaat zeer beperkt.

VARIANT 3: MINDER RENTEAFDEKKING

In variant 3 passen we geen leverage toe in het overrendement, maar houden we het risiconiveau zoveel mogelijk op peil door de renteafdekking in de eerste jaren weg te laten en het kapitaal dat beschikbaar komt te alloceren naar het overrendement. Verder is deze variant gelijk aan variant 2.

Tabel 3
Overzicht varianten werkelijke methode

| | Variant 1: Met leverage | Variant 2: Zonder leverage | Variant 3: Minder renteafdekking | Variant 4: Inflatie gerelateerde obligaties |
|--|-------------------------|----------------------------|----------------------------------|---|
| Totale blootstelling overrendement 25 jaar en jonger | 113% | 85% | 100% | 85% |
| Totale blootstelling overrendement op pensioenleeftijd | 26% | 26% | 26% | 26% |
| Renteafdekking op 25 jaar | 25% | 25% | 0% | 25% |
| High Yield & EMD | Over-rendement | Over-rendement | Over-rendement | Over-rendement |
| Inflatie gerelateerde obligaties | Niet | Niet | Niet | Matching-portefeuille |

Aandelen en beursgenoteerd vastgoed maakt altijd onderdeel uit van de overrendementsportefeuille. Kas, bedrijfsobligaties en hypotheek maken altijd onderdeel uit van de beschermingsportefeuilles (matching portefeuilles 2 en 3). Blootstelling loopt lineair op / af tussen 25 jaar en de pensioenleeftijd.

Ten opzichte van de voorgaande twee varianten zorgt dit in onze analyse voor minder goede resultaten. Het is voor Laura dus belangrijker om de renteafdekking in stand te houden dan om de blootstelling naar overrendement te maximaliseren. Dit komt onder andere door het diversificatievoordeel van de renteafdekking in combinatie met het overrendement. Voor Jan is er geen verschil met variant 2 omdat de blootstelling op latere leeftijd gelijk is.

VARIANT 4: INFLATIE GERELATEERDE OBLIGATIES

Ten slotte voegen we in variant 4 inflatie gerelateerde obligaties toe aan de matching portefeuilles 2 en 3. Net als bij variant 3 van de theoretische methode gaat dit door de inflatierisicopremie ten koste van het verwacht pensioenresultaat en het pensioenresultaat in het goed weer scenario. Echter, we zien dat het slecht weer scenario sterk verbetert, met name voor Jan. In tegenstelling tot de theoretische methode komt de inflatiebescherming hier namelijk terecht bij ouderen, waardoor zij er meer voordeel van hebben. Voor jongeren is vanwege de lange horizon enerzijds het effect van de inflatierisicopremie groter en is anderzijds de impact op het risico relatief kleiner omdat andere risico's domineren. Het is belangrijk om te beseffen dat jaarlijkse veranderingen tijdens pensionering niet per se kleiner worden bij deze variant. De waarde van inflatie gerelateerde obligaties bewegen namelijk mee met veranderingen in de verwachte inflatie, wat iets anders is dan de actuele inflatie. Bij een structureel lagere inflatie neemt daardoor bijvoorbeeld de waarde van de beleggingen veel sterker af dan alleen de lagere inflatie in dat jaar zelf. Hierdoor neemt de volatiliteit van het reëel pensioen op de korte termijn mogelijk juist toe. Het spreiden van schokken over tijd zou hiervoor in zekere mate een oplossing kunnen bieden.

Tabel 4
Resultaten werkelijke methode

| | Verwacht | Slecht weer | Goed weer |
|---|----------|-------------|-----------|
| Laura (25 jaar) | | | |
| Variant 1: Met leverage | 100,4% | 34,4% | 252,6% |
| Variant 2: Zonder leverage | 99,2% | 34,1% | 249,3% |
| Variant 3: Minder renteafdekking | 98,6% | 33,6% | 252,7% |
| Variant 4: Inflatie gerelateerde obligaties | 98,3% | 35,2% | 236,8% |
| Jan (60 jaar) | | | |
| Variant 1: Met leverage | 99,9% | 68,5% | 144,0% |
| Variant 2: Zonder leverage | 100,0% | 68,6% | 144,1% |
| Variant 3: Minder renteafdekking | 100,0% | 68,6% | 144,1% |
| Variant 4: Inflatie gerelateerde obligaties | 99,5% | 70,2% | 140,0% |

Pensioenuitkering gecorrigeerd voor inflatie over pensionering, gewogen naar cumulatieve overlevingskans. Pensioeninkomen tot 88 jaar voor Laura en tot 99 jaar voor Jan. Resultaten herschaald naar verwacht resultaat voor variant 1 van de theoretische methode. Verwachting is gemiddelde uitkomst, slecht weer scenario is 5% CVaR en goed weer scenario is 95% CVaR.

SUBCONCLUSIE WERKELIJKE METHODE

Als we kijken naar de vier varianten die we hebben doorerekend voor de werkelijke variant, dan valt op dat over het algemeen de eerste variant de beste resultaten geeft voor Jan en Laura. We verwachten niet dat veel pensioenfondsen voor deze variant gaan kiezen. Het direct toepassen van leverage binnen een portefeuille – anders dan impliciet bij de theoretische methode – zorgt namelijk voor veel complexiteit en hoge kosten. Het is daarom waarschijnlijk dat een van de andere varianten de voorkeur zal krijgen binnen deze methode. Van de overige varianten lijkt – op basis van onze aannames – variant 2 dan de beste resultaten te geven. Hierbij wordt de blootstelling naar overrendement verlaagd, zodat er geen sprake is van leverage binnen het overrendement en ook de renteafdekking in stand kan blijven. Variant 4 zorgt voor de laagste risico's van het reëel pensioen en biedt met name meerwaarde voor pensioenfondsen die graag directe inflatiebescherming willen bieden.

BINNEN DE WERKELIJKE METHODE IS EEN BETERE INFLATIEBESCHERMING MOGELIJK

Het is interessant te zien dat de vier varianten die we doorerekend hebben allemaal in theorie ook gerepliceerd kunnen worden binnen de flexibele premiereregeling, hoewel het in dat geval nodig kan zijn dat portefeuilles worden omgezet in (gecombineerde) beleggingsfondsen. Pensioenfondsen die een voorkeur hebben voor het beschermingsrendement op basis van werkelijk rendement doen er daarom goed aan om na te gaan of de flexibele premiereregeling niet hetzelfde en mogelijk meer kan bieden.

CONCLUSIE

In dit artikel hebben we de theoretische en de werkelijke methodes voor het beschermingsrendement geanalyseerd. Hieruit komt naar voren dat de keuze tussen deze twee methodes naar verwachting impact heeft op de invulling van de beleggingsportefeuille.

De theoretische methode biedt vooral meerwaarde doordat het leverage van het overrendement mogelijk maakt zonder dat hiervoor derivaten gebruikt hoeven te worden. Zodoende wordt er optimaal gebruik gemaakt van het collectief kapitaal, waardoor complexiteit en kosten lager zullen zijn dan bij leverage met behulp van derivaten. Op basis van onze aannames zien we dat het toepassen van leverage voor jongeren meerwaarde biedt in termen van pensioenresultaat en daarmee een voorkeur geeft voor de theoretische methode. Een ander voordeel van de theoretische methode is dat het een perfecte afdekking over de curve biedt: dit is in de praktijk niet haalbaar bij de werkelijke methode. De meerwaarde hiervan is afhankelijk van hoeveel matching portefeuilles er worden opgezet binnen de werkelijke methode, en dus hoe precies de afdekking daarbinnen kan

worden ingericht. De verschillende varianten binnen de theoretische methode geven beperkte verschillen: de invulling van de (impliciete) beschermingsportefeuille is daarom vooral een kwestie van goed risico management.

De varianten van de werkelijke methode geven in onze analyse vooral voor jongeren wat minder goede resultaten wanneer er geen gebruik gemaakt wordt van derivaten in het overrendement. Een groot voordeel van de werkelijke methode is echter dat inflatiebescherming specifiek bij ouderen ingezet kan worden, wat de effectiviteit daarvan vergroot. In de huidige opzet is echter de inflatiebescherming ook binnen de werkelijke methode verre van perfect, zodat er van een goede jaar-op-jaar inflatiebescherming geen sprake is. De werkelijke methode – inclusief de mogelijkheden voor inflatiebescherming – lijkt voor een groot gedeelte te repliceren met de flexibele premie-regeling: het is dus de vraag hoeveel meerwaarde deze methode daarom in de praktijk biedt ten opzichte van beschikbare alternatieven.

Noten

- 1 Ook indien het wel mogelijk is via interne verrekening tussen portefeuilles dan lijkt dit niet gewenst, omdat het juist de bedoeling van deze methode is om alleen te werken met werkelijke rendementen en geen fictieve rendementen tussen portefeuilles.
- 2 Grofweg gebaseerd op de eerste doorrekeningen van het Centraal Plan Bureau: <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-juni2020-Nieuwe-pensioenregels.pdf>
- 3 Doordat de rente die op een fysieke kas belegging gehaald wordt veelal lager is dan de 1-jaars swaprente is er sprake van een (ex-ante) herverdeling van het overrendement naar het beschermingsrendement en dus normaal van jongeren naar ouderen. Een vergelijkbaar effect treed op wanneer het beschermingsrendement berekend wordt op basis van de rente o.b.v. UFR. Dit laatste punt hebben we in dit artikel niet meegenomen.
- 4 Uitgaande van een initial margin verplichting van 50 x DV01 zou in theorie een duratie van ca. 200 jaar mogelijk moeten zijn. In dit geval moet echter wel bij elke rentestijging kas verkregen worden uit de rest van de portefeuille, wat praktisch niet werkbaar is. Een duratie van 100 jaar kan enige rentevariatie aan, maar leidt nog steeds tot frequente herbalancerings met de rest van de portefeuille.
- 5 In onze analyse gaan we uit van een perfecte afdekking over de curve. In de praktijk zal – vooral met de werkelijke methode – een perfecte afdekking over de curve niet mogelijk zijn omdat er veelal te weinig bouwstenen zijn om elke kasstroom precies af te dekken. Hierdoor ontstaat curverisico. Als de matching portefeuilles goed ingericht worden zal de impact hiervan beperkt zijn. Hoe meer matching portefeuilles er worden opgezet, hoe beter het curverisico beperkt kan worden.
- 6 Bijvoorbeeld leverage van aandelen met behulp van futures en de rest fysiek belegd.

Zorgplichten en het Pensioenakkoord: eerste stap in de goede richting

Mr Irene Vermeeren-Keijzers

INLEIDING

De zorgplicht van pensioenuitvoerders is een onderwerp dat aan belang wint. Zeker in het licht van de aanstaande pensioenstelselwijziging die gepaard gaat met grote verantwoordelijkheden voor pensioenuitvoerders en hun organen.

Al lange tijd is de AFM pleitbezorger van zorgplichten in de pensioensector. In een wetgevingsbrief uit 2017 riep de AFM de wetgever concreet op om tot invulling van deze zorgplicht over te gaan in de vorm van begeleiding van deelnemers bij het maken van keuzes.¹ Dergelijke wetgeving werd destijds te prematuur geacht bij gebreke van de introductie van meer keuzevrijheden in de praktijk als gevolg van de Wet verbeterde premieregeling.² Inmiddels wordt deze Wet verbeterde premie-

regeling met keuzevrijheden in de praktijk uitgevoerd. Ook in de rechtspraak is het belang van de zorgplicht in de pensioensector bij het maken van keuzes onderkend. Zo heeft de Hoge Raad het oordeel van het Gerechtshof Den Haag in stand gelaten, waarbij bedrijfstakpensioenfonds PMT haar bovenwettelijke zorgplicht had geschonden door niet te informeren over de mogelijkheid van een toekomstige korting na een waardeoverdracht.³

DE ZORGPLICHT VAN PENSIOEN-UITVOERDERS IS EEN ONDERWERP DAT AAN BELANG WINT

Mr Irene Vermeeren-Keijzers

Advocaat en partner bij Jones Day in Amsterdam, alsmede lid van de Raad van Toezicht van Stichting Shell Pensioenfonds (SSPF), ING CDC Pensioenfonds en NN CDC Pensioenfonds



In navolging op de vooruitziende blik van de AFM in 2017, wordt in het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen (uitwerking van het Pensioenakkoord) de zorgplicht van pensioenuitvoerders nader ingevuld met extra informatieplichten, het bieden van keuzebegeleiding aan de deelnemer en de introductie van nieuwe zogenaamde ‘open normen’, zoals ‘onevenredig ongunstig’ als criterium voor wel of niet invaren. Dit wordt niet altijd even positief ontvangen: de wettelijke insteek zou te mager zijn terwijl de praktijk juist om meer duidelijkheid vraagt.⁴ Meer duidelijkheid is uiteraard altijd wenselijk. De wetgever zou er zeker goed aan doen hier extra aandacht aan te besteden in de eerstvolgende memorie van toelichting op het aangepaste wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen. Tegelijkertijd maakt de wetgever met deze zorgplichten en de nieuwe ‘open’ normen in het bijzonder wél een stap in de goede richting: het dwingt pensioenfondsen na te denken over de keuzes die bij hen voorliggen en de gevolgen voor de deelnemers, én ondersteunt maatwerk in besluitvorming. En dat is waar de pensioensector gezien de grote diversiteit aan pensioenregelingen en groepen belanghebbenden behoefte aan heeft om de transitie te laten slagen.

ZORGPLICHT IS EEN CONTAINERBEGRIJP MET VELE GEDAANTEN MET WETTELIJKE ÉN MORELE INVULLING

In de publieke opinie en in pensioengeschillen wordt met regelmaat een beroep gedaan op de zorgplicht van de pensioenuitvoerder. Rechtvaardiging hiervoor wordt niet alleen in de wetgeving gevonden maar ook in de maatschappelijke positie die de pensioenuitvoerders en dan met name pensioenfondsen innemen. Volgens sommigen gaat de zorgplicht daarom niet zozeer over een wettelijke plicht, maar meer over een morele plicht van pensioenuitvoerders om goed voor hun deelnemers

te zorgen. De zorgplicht lijkt daarmee tot een containerbegrip geworden met vele gedaanten. De morele zorgplicht, althans de invulling daarvan, is een subjectief gegeven. Maar wat is de betekenis van de wettelijke zorgplicht? Bestaat er zoiets als een eenduidige definitie van de zorgplicht voor de pensioensector?

De juridische grondslag van de zorgplicht voor werkgevers is duidelijk: deze bestaat uit het wettelijk beginsel van ‘goed werkgeverschap’ (artikel 7:611 Burgerlijk Wetboek).⁵ Dit is voor de arbeidsrelatie een concretisering van hetgeen al in algemene zin geldt, namelijk dat de rechtsverhouding tussen (aspirant) contractspartijen wordt beheerst door de eisen van de ‘redelijkheid en billijkheid’ (artikelen 6:2 en 6:248 Burgerlijk Wetboek). Bij de vaststelling van wat redelijk en billijk is, moet rekening gehouden worden met algemeen erkende rechtsbeginselen, met in Nederland levende rechtsovertuigingen en met maatschappelijk en persoonlijke belangen die bij het gegeven geval zijn betrokken (artikel 3:12 Burgerlijk Wetboek).

IN DE PUBLIEKE OPINIE EN IN PENSIEN- GESCHILLEN WORDT MET REGELMAAT EEN BEROEP GEDAAN OP DE ZORGPLICHT VAN DE PENSIENUITVOERDER

In tegenstelling tot ‘goed werkgeverschap’ voor werkgevers, ontbreekt een vergelijkbare expliciete juridische grondslag voor pensioenfondsen: er bestaat geen wettelijk beginsel van ‘goed bestuurschap’. Ook bestaat er geen wettelijke definitie van zorgplicht in de pensioenwetgeving. Sterker nog: de term ‘zorgplicht’ komt als zodanig niet eens in de Pensioenwet voor. Behalve in de titel van drie wetsartikelen, te weten in de titel van artikel 47a ‘Zorgplicht voorafgaand aan waardeoverdracht’, van artikel 52 ‘Zorgplicht pensioenuitvoerder bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid’ en van artikel 52a ‘Zorgplicht bij premieovereenkomsten zonder beleggingsvrijheid en variabele uitkeringen’.⁶ In plaats van expliciete wettelijke bepalingen dan wel definitie van zorgplicht in de Pensioenwet, heeft de wetgever bij de totstandkoming van de Pensioenwet in 2005-2006 ervoor gekozen om zogenaamde ‘open normen’ voor zorgplichten op te nemen in de pensioenwetgeving. Met deze ‘open normen’ beoogt de wetgever pensioenuitvoerders aan te zetten de nodige zorg te betrachten bij de uitvoering van haar wettelijke takenpakket. Een ‘open norm’ is een bepaling in de wet die niet rigide is, maar die nader ingevuld moeten worden. Een voorbeeld is het huidige artikel 48 Pensioenwet waaruit volgt dat de informatie die het pensioenfonds verstrekt of beschikbaar stelt correct, duidelijk en evenwichtig moet zijn. Dit roept de vraag op wat onder ‘correct, duidelijk en evenwichtig’ moet worden verstaan. Artikel 105 Pensioenwet dient eveneens als voorbeeld. Daarin is bepaald dat personen die het beleid van een pensioenfonds bepalen, ervoor moeten zorgen dat belanghebbenden zich door de beleidsbepalers ‘op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen’. Dit roept de vraag op wat onder ‘evenwichtige

wijze’ wordt verstaan en wanneer de belanghebbende zich op ‘evenwichtige wijze’ vertegenwoordigd kan voelen. Dat laatste lijkt een subjectief gegeven dat door iedere betrokkene anders gepercipieerd kan worden. Uit artikel 48 Pensioenwet volgt duidelijk dat dit een zorgplicht voor de pensioenuitvoerder behelst, en dat de wetgever zich bij de invulling hiervan heeft beperkt tot het formuleren van hoofdbeginselen: de informatie moet, nogmaals, ‘correct, duidelijk en evenwichtig’ zijn. Voor artikel 105 Pensioenwet is dat, nogmaals, het hoofdbeginsel dat de belanghebbende zich op ‘evenwichtige wijze’ vertegenwoordigd moet kunnen voelen. Wat deze zorgplichten nu precies inhouden, moet vervolgens ‘naar behoren’, ‘naar redelijkheid en billijkheid’ of ‘naar omstandigheden’ worden ingevuld en toegepast. Open normen vereisen, kortom, nadere invulling.⁷

OPEN NORMEN ZIJN NIET RIGIDE EN VEREISEN NADERE INVULLING: DE OMSTANDIGHEDEN VAN HET GEVAL ZIJN DOORSLAGGEVEND VOOR DE BETEKENIS EN INVULLING VAN DE ZORGPLICHT

Overigens bevat niet alleen de Pensioenwet open normen. Ook het Burgerlijk Wetboek staat vol met open normen zoals het bekende en alomvattende beginsel van ‘redelijkheid en billijkheid’ en de ‘maatschappelijke (on)zorgvuldigheid’ bij de onrechtmatige daad. Volgens Drion zijn deze open normen een mooi antwoord op het rigiditeitsprobleem dat ons recht anders in verband met maatschappelijke ontwikkelingen zou hebben, en zij scheppen een aanzienlijke mate van flexibiliteit voor de rechtstoepassing.⁸ Zij hebben dus grote voordelen, zeker daar waar flexibiliteit in toepassing van het recht geboden is. En deze flexibiliteit in de toepassing van het recht is bij uitstek geschikt voor pensioenwetgeving gezien de opeenvolgende ontwikkelingen in de sector vanaf de kredietcrisis in 2007, de grote diversiteit aan stakeholders en daarmee belangen én een grote stelselwijziging ingegeven door het Pensioenakkoord het bijzonder.

Anderzijds scheppen open normen ook zo hun eigen problemen. Rechtsonzekerheid en onvoorspelbaarheid zijn de meest belangrijkste, nu uitlegbaarheid van de norm een subjectiviteit met zich meebrengt. Wat voor de één als ‘correct, duidelijk en evenwichtig’ wordt gepercipieerd, kan door de ander heel anders worden ervaren. En dat is nu precies waarom zorgplichten in de vorm van open normen voor hoofdpijn-dossiers zorgen en ontaarden in gerechtelijke procedures, zoals bij onder andere bedrijfstakpensioenfondsen PMT. Maar, dezelfde gerechtelijke procedures geven wel kleur aan open normen en daarmee betekenis en invulling: rechtspraak maakt duidelijk dat uiteindelijk de omstandigheden van het geval doorslaggevend zijn voor de betekenis en invulling van de concrete zorgplicht van een pensioenuitvoerder.

De meest kenbare en concrete invulling van zorgplichten in de Pensioenwet aan de hand van open normen bestaat uit de informatieplicht van de pensioenuitvoerder in artikel 48: het periodiek bij bepaalde gebeurtenissen informeren van belanghebbenden, wat aansluit bij de behoefte. Bij de totstandkoming van de Pensioenwet in 2005-2006 is daarbij overigens onderkend

dat de burger een eigen verantwoordelijkheid heeft om zijn pensioen te beoordelen, maar dat de pensioenuitvoerder hier toe de informatie dient te verstrekken.⁹ Naast deze informatieplichten bestaan er onderzoeksplichten voor de pensioenuitvoerder, zoals de plicht van de pensioenuitvoerder om te onderzoeken of beleggingen zich binnen de voor de deelnemers passende grenzen bevinden (artikel 52 lid 4 Pensioenwet). Een zogenaamde waarschuwingplicht voor pensioenuitvoerders volgt niet letterlijk uit de Pensioenwet, maar ligt wel in het verlengde van de informatieplicht. Ten denken valt aan de situatie van waardeoverdrachten, dan wel vervallen van rechten of zekerheden, zoals eveneens in de PMT-uitspraak het geval was. Een (algemene of specifieke) adviesplicht voor pensioenuitvoerders staat niet in concreto opgenomen in de huidige Pensioenwet.

ZORGPLICHTEN VAN PENSOENUITVOERDERS WORDT MET DIVERSITEIT INGEKLEURD DOOR RECHTSpraak

Indien we kijken naar de ‘kleur’ die de rechtspraak geeft aan de invulling van deze zorgplichten, valt grofweg een onderscheid te maken tussen zaken waar schending van een in de Pensioenwet opgenomen concrete verplichting werd aangenomen, zoals de eerder genoemde informatieverstrekking (artikel 48), en zaken waar schending van het algemene civiele recht een rol speelt, dat wil zeggen het beginsel van de redelijkheid en billijkheid (artikel 6:248 Burgerlijk Wetboek) en maatschappelijke zorgvuldigheid / onrechtmatige daad (artikel 6:162 Burgerlijk Wetboek). Dit onderscheid is overzichtelijk weergegeven in een annotatie bij voornoemde PMT-uitspraak van eind 2019, alsmede in een artikel van dezelfde auteur.¹⁰

Zo begrenst de Rechtbank Amsterdam in 2019 de zorgplicht tot het verstrekken van informatie door Pensioenfonds Hewlett Packard aan de partner van een overleden man overeenkomstig artikel 48 Pensioenwet. De Rechtbank oordeelde dat als algemene regel niet gesteld kan worden dat als een (gewezen) deelnemer informatie vraagt over de mogelijkheden van uitruil, dat een pensioenfonds dan ook informatie dient te verstrekken over de mogelijkheden van vervroeging (en vice versa). Voordat deze verplichting ontstaat, zal daar een concrete aanleiding voor moeten zijn.¹¹ Als het aankomt op de vraag of de pensioenuitvoerder de benodigde zorg heeft betracht bij het overbrengen van deze inhoudelijke informatie, zijn eerdere uitspraken van BPF Bouw en het ABP illustratief. In 2015 kreeg BPF Bouw een tik op de vingers nadat deze had nagelaten een deelnemer te informeren over de mogelijkheid om deel te nemen aan een vervangende regeling, toen de vroegpensioenregeling werd beëindigd (waarover overigens wél deugdelijk was geïnformeerd).¹² In 2018 werd daarentegen geoordeeld dat ABP geen (verzwaarde) informatieplicht of zorgplicht had met betrekking tot informatie over de uitruilmogelijkheid van een deel van het ouderdomspensioen in nabestaandenpensioen. Volgens de rechtbank hoefde ABP voor einde van de beslistermijn geen rappel te sturen naar de gewezen deelnemer omdat voor einde van de beslistermijn geen reactie was ontvangen. Daarbij speelde een belangrijke rol het beheersbaar houden van alle administratieve processen in combinatie met

de grote aantallen beëindigingen van deelnemingen bij het ABP (in lijn met het wettelijke vereiste van een beheerste bedrijfsvoering ex artikel 143 Pensioenwet).¹³

Los van specifieke wettelijke normen, is bovendien meermaals aangenomen dat algemene beginselen van de ‘redelijkheid en billijkheid’ of ‘onrechtmatige daad nopen tot een zorgplicht voor pensioenuitvoerders om in algemene zin, juist en volledig te informeren. Zo werd in 2020 in hoger beroep geoordeeld dat het Spoorwegpensioenfonds een professionele pensioenuitvoerder is en dus op haar de wettelijke verplichting rust om correcte informatie te verschaffen aan (aanstaande) deelnemers. Deelnemers mogen op de juistheid van de door een pensioenuitvoerder verstrekte informatie afgaan.¹⁴ In deze context past ook de eerder genoemde PMT-uitspraak.

INTRODUCTIE VAN NIEUWE 'OPEN NORMEN' TER INVULLING VAN ZORGPLICHTEN IN HET WETSVOORSTEL WET TOEKOMST PENSOEN

Terug naar het Pensioenakkoord. Alhoewel de huidige Pensioenwet reeds voorziet in een aantal hiervoor genoemde zorgplichten, en de rechtsbeginselen van de ‘redelijkheid en billijkheid’ en ‘onrechtmatige daad’ als vangnet fungeren, laat de vraag zich inmiddels stellen of de wetgever geluisterd heeft naar het eerdere betoog van de AFM om concrete invulling van zorgplichten voor pensioenuitvoerders. Een zoektocht naar de term ‘zorgplicht’ in de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioenen levert welgeteld één vindplaats op: de wetgever kondigt lagere regelgeving aan voor de invulling van de zorgplicht voor het geval een pensioenuitvoerder een combinatieproduct aanbiedt met een vaste én variabele uitkering. Wat dit inhoudelijk gaat betekenen, is dus op dit moment nog onzeker.

ZORGPLICHTEN BIJ INFORMATIEVERSTREKKING ÉN KEUZE BEGELEIDING 'OP ADEQUATE WIJZE'

Dat betekent evenwel niet dat de wetgever zorgplicht van de uitvoerder binnen het Pensioenakkoord negeert. Sterker nog, de wetgever onderkent in het wetsvoorstel het belang van juiste informatie aan belanghebbenden, teneinde geïnformeerde keuzes te kunnen maken. In plaats van verplicht te stellen dat pensioenuitvoerders ‘bevorderen’ dat informatie inzicht geeft bij de keuzemogelijkheden en de gevolgen van belangrijke gebeurtenissen, is in het wetsvoorstel nu opgenomen dat de uitvoerder er ‘zorg voor dient te dragen’ dat de informatie dit inzicht geeft. Het huidige artikel 48 lid 3 Pensioenwet zal als volgt gaan luiden: “*De pensioenuitvoerder draagt er zorg voor dat de informatie de deelnemer, gewezen deelnemer, gewezen partner of pensioengerechtigde inzicht geeft in de keuzemogelijkheden die er zijn in de pensioenregeling, de gevolgen van belangrijke gebeurtenissen voor het pensioen en de gevolgen van een keuze of combinatie van keuzes voor het pensioen.*” De memorie van toelichting bij het wetsvoorstel geeft helaas geen specifieke toelichting op de voorgestelde wijzigingen, maar aangezien deze toevoegingen naar mijn mening evident het gevolg zijn van het pleidooi van de AFM van enkele jaren geleden, zal dit ook niet zonder impact zijn. Immers, de reikwijdte is vergoot van het geven van inzicht in

keuzemogelijkheden naar het geven van inzicht in de gevolgen van deze keuzemogelijkheden. Een stukje extra belangrijke informatie vanuit de pensioenuitvoerder dus, waardoor de belanghebbende zich zal laten leiden in het maken van keuzes. Daarmee komt een grotere verantwoordelijkheid te liggen bij de pensioenuitvoerder.

En daar blijft het niet bij. Voorts introduceert de wetgever een verplichting van de pensioenuitvoerder om te bevorderen dat de informatie aanzet tot actie (artikel 48 lid 4 Pensioenwet nieuw). Beargumenteerd zou kunnen worden dat het resultaat van de gegeven informatie aan de deelnemers, namelijk dat tot feitelijke actie is overgegaan, maatgevend is voor de vraag of de pensioenuitvoerder aan deze zorgplicht heeft voldaan. Het monitoren van de acties van de deelnemers nadat informatie is verstrekt, zou dan ook tot het takenpakket van de pensioenuitvoerder moeten gaan behoren. Dit lijkt enigszins op gespannen voet te staan met de eigen verantwoordelijkheid van de deelnemer om zijn/haar pensioen te beoordelen, zoals voorgestaan bij de totstandkoming van de Pensioenwet in 2005-2006. Ook in het nieuwe pensioenstelsel wordt explicieter gemaakt dat het risico van voldoende gegeneerd pensioen bij de deelnemer ligt.¹⁵

WE STAAN MET DE SECTOR VOOR EEN GIGANTISCHE UITDAGING WAAR PRINCIPIËLE KEUZES MOETEN WORDEN GEMAAKT

Daarnaast introduceert de wetgever een nieuwe ‘open norm’ van adequate keuzebegeleiding bij het maken van keuzes door deelnemers (artikel 48a Pensioenwet nieuw): *“De pensioenuitvoerder begeleidt de deelnemer, gewezen deelnemer, gewezen partner of pensioengerechtigde op een adequate wijze bij het maken van een keuze binnen de pensioenovereenkomst, zorgt voor de inrichting van de keuzeomgeving en stelt de deelnemer, gewezen deelnemer, gewezen partner of pensioengerechtigde daarmee in staat om een passende keuze te maken.”*

De wetgever is duidelijk in haar toelichting op dit voorgestelde wetsartikel: zij introduceert met deze open norm een maximale inspanningsverplichting voor pensioenuitvoerders. Deelnemers worden geacht (in meer of mindere mate) keuzes te maken binnen hun pensioenregeling die van invloed zijn op het pensioeninkomen. Door de eventuele introductie van nieuwe keuzes, maar vooral door de combinatie van nieuwe en bestaande keuzes, zijn de implicaties van keuzes in het nieuwe stelsel groter. Dit geldt zeker ook voor pensioenkeuzes; de afwegingen zijn complex en voor veel mensen is pensioen niet ‘top of mind’. Een suboptimale keuze of een combinatie van suboptimale keuzes kan echter leiden tot een te grote en onomkeerbare achteruitgang in de hoogte van de pensioenuitkering. Dit heeft tevens zijn weerslag op een verlies van

vertrouwen in de pensioensector. Het is daarom in beider belang dat de pensioenuitvoerder de deelnemer zo goed mogelijk begeleidt bij het maken van pensioenkeuzes. Het aanbieden van informatie is hierbij belangrijk maar niet voldoende, aldus de wetgever.

De nieuwe open norm strekt dan ook tot de verplichting voor pensioenuitvoerders om zich maximaal in te spannen om deelnemers op een adequate wijze te begeleiden bij het maken van (voorlopige) keuzes. Het uitgangspunt voor de introductie van de norm is derhalve dat de keuze die de deelnemer heeft en maakt, past bij de voorkeuren en financiële doelstelling of wensen van deze deelnemer. Onderdeel van de norm is de verplichting voor pensioenuitvoerders om hier invulling aan te geven door het inrichten van een (digitale) keuzeomgeving. Deze omgeving moet een deelnemer in staat stellen om een passende keuze te maken, gegeven zijn of haar doelstelling.¹⁶

Met de introductie van deze nieuwe open norm van ‘keuzebegeleiding’, wordt gedeeltelijk invulling gegeven aan de leemte tussen informeren enerzijds en adviseren anderzijds. De nieuwe norm is uitdrukkelijk geen invulling of introductie in de pensioenwetgeving van een verplichting tot adviseren. De nieuwe norm verplicht echter wel tot meer ‘activiteit’ van de pensioenuitvoerder dan enkel informeren en het geven van inzicht conform de huidige wet. Ik zie echter dat in deze algemene bewoordingen zekere ruimte bestaat voor een ruime uitleg, waarbij met ‘zorgdragen’ voor informatie een grotere inspanning door de pensioenuitvoerder wordt beoogd, dan tot op dit moment het geval is.

ZORGPLICHTEN IN DE TRANSITIEFASE: 'ONEVENREDIG ONGUNSTIG' EN 'ONEVENWICHTIG NADEEL' ALS NIEUWE OPEN NORMEN

De wetgever heeft met het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioenen geen additionele zorgplicht geïntroduceerd voor pensioenuitvoerders ten aanzien van het transitieplan naar het nieuwe pensioenstelsel. De wetgever heeft bewust gekozen de primaire verantwoordelijkheid hiervoor neer te leggen bij de sociale partners. Dat betekent evenwel niet dat bij de transitie geen sprake is van enige zorgplicht van de pensioenuitvoerder. Sterker nog: de impact van de vele wijzigingen maakt dat op pensioenuitvoerders grote verantwoordelijkheid rust bij de opdrachtaanvaarding van de pensioenovereenkomst en een verzoek tot overdracht van pensioenrechten en -aanspraken naar een nieuwe pensioenregeling (‘invaren’ in pensioenjargon). Relevant zijn de al bestaande zorgplichten in artikel 105 Pensioenwet ten aanzien van de keuzes in besluitvorming, waarbij belanghebbenden zich in deze besluitvorming ‘op evenwichtige wijze vertegenwoordigd kunnen voelen’, en artikel 102a Pensioenwet ten aanzien van het vastleggen, het verkrijgen van duidelijkheid en het toetsen van de opdracht aan doelstellingen en beleidsuitgangspunten van de pensioenuitvoerder alvorens tot aanvaarding over te gaan. De memorie van toelichting op het wetsvoorstel is daarover helder: *“... Ook zal het pensioenfonds moeten bezien of het de pensioenregeling en het verzoek tot invaren kan uitvoeren met inachtneming van de evenwichtige belangenafweging*

en andere toepasselijke wet- en regelgeving, waaronder de gelijke behandelingswetgeving.”¹⁷

Opvallend is dat de wetgever expliciet heeft gekozen om twee tot dusver onbekende en nieuwe open normen op te nemen ten aanzien van het invaren in artikel 150 Pensioenwet nieuw: er wordt ingevaren tenzij dit ‘onevenredig ongunstig’ zou zijn voor de belanghebbenden (lid 1), respectievelijk tenzij dit tot een ‘onevenwichtig nadeel’ zou leiden voor dezelfde belanghebbenden (lid 4).

In de memorie van toelichting valt voorts te lezen dat de werkgever (en dus niet de pensioenuitvoerder) alleen van het standaard invarpad kan afwijken als invaren ‘onevenredig ongunstig’ zou zijn voor bepaalde groepen belanghebbenden.¹⁸ Of daarvan sprake is, wordt beoordeeld aan de hand van de effecten voor belanghebbenden binnen het pensioenfonds. Het is vervolgens aan het pensioenfonds om het verzoek van de werkgever tot invaren al dan niet te aanvaarden. Het pensioenfonds kan dit alleen afwijzen indien sprake is van strijd met wettelijke voorschriften, indien de effecten van de overgang voor het pensioen als geheel tot ‘onevenwichtig nadeel’ zou leiden voor groepen belanghebbenden, of indien uitvoering niet mogelijk is binnen de grenzen van een beheerste en integere bedrijfsvoering.

De memorie van toelichting geeft daarnaast aan dat een pensioenfonds alleen kan weigeren de waarde over te dragen indien daar zwaarwegende redenen voor zijn. Als voorbeelden daarvan worden genoemd de omstandigheid dat daarmee in strijd met wettelijke voorschriften zal worden gehandeld, maar ook indien het pensioenfonds, op basis van eigen afwegingen, van oordeel is dat er ‘onevenwichtig nadeel’ is voor bepaalde groepen. Het gegeven dat de werkgever die onevenwichtigheid niet heeft onderkend (immers de werkgever heeft het verzoek tot waardeoverdracht gedaan) ontslaat het pensioenfonds niet van de eigen verantwoordelijkheid dit te beoordelen en, indien nodig, het verzoek af te wijzen.

Met de nieuwe open normen ‘onevenredig ongunstig’ en ‘onevenwichtig nadeel’ wijkt de wetgever af van de open normen die besloten liggen in het huidige artikel 105 Pensioenwet (evenwichtige belangenafweging) en artikel 102a Pensioenwet (opdrachtaanvaarding). Sterker nog: de nieuwe normen gaan ook verder dan de normen die besloten liggen in de huidige artikelen 105 en 102a van de Pensioenwet. Nu moeten beleidsbepalers van een pensioenfonds ervoor zorgen dat bij besluitvorming iedereen zich vertegenwoordigd kán voelen. Dat kan betekenen dat de uitkomst van dit besluit niet naar ieders tevredenheid is, maar men zich wel vertegenwoordigd kan voelen in dit besluit. In de nieuwe Wet Toekomst Pensioen hangt het besluit om in te varen af van de assessment of invaren voor een bepaalde groep van belanghebbenden ‘onevenredig ongunstig’ is of ‘onevenwichtig nadeel’ oplevert. Onder welke omstandigheden invaren ‘onevenredig ongunstig’ is of een ‘onevenwichtig nadeel’ oplevert, blijft echter ongewis.

Of de wetgever de afwijking van bestaande normen in de artikelen 105 en 102a Pensioenwet nadrukkelijk heeft beoogd, wordt hopelijk duidelijk in de volgende fase van het wetgevingsproces. Ik wil in ieder geval de wetgever oproepen hier nader aandacht aan te besteden in het aangepaste wetsvoorstel respectievelijk memorie van toelichting, en daarbij aan pensioenfondsen handvatten te geven hoe deze begrippen te duiden.

TOT SLOT: ZIJN WE OP DE GOEDE WEG?

Ja, het is naar mijn mening een goede ontwikkeling dat bij de uitwerking van het Pensioenakkoord (en wel in de memorie van toelichting op het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen) de zorgplicht van pensioenuitvoerders aan bod komt. Immers, we staan met de sector voor een gigantische uitdaging waar principiële keuzes moeten worden gemaakt. Niet alleen door sociale partners, maar ook door pensioenuitvoerders en hun organen. En uiteraard deelnemers binnen het nieuwe pensioencontract. Dat vraagt om zorgvuldigheid, niet alleen van pensioenuitvoerders maar ook van sociale partners, en een wet die daarbij ondersteunt.

Het is duidelijk dat de wetgever voor ogen heeft dat ondanks het ontbreken van een wettelijke definitie van ‘zorgplicht’ of ‘goed bestuurderschap’, zoals dat wel voorhanden is voor werkgevers, zij ervoor gekozen heeft om een aantal zorgplichten te expliciteren, zoals de extra informatieplicht en het bieden van keuzebegeleiding. Het hebben van keuzes bij zo’n belangrijke arbeidsvoorwaarde als pensioen is een groot goed. Dat vereist wel dat de deelnemer over de informatie beschikt om die keuze te maken én de gevolgen van de keuze kan overzien. Het is dit belang wat de wetgever voor ogen heeft met de voorgestelde invulling van zorgplichten voor pensioenuitvoerder. Met de aangescherpte zorgplicht bij pensioenuitvoerders rondom informatieverstrekking wordt onderkend dat niet elke deelnemer in staat is keuzes te maken en wordt van pensioenfondsen ‘maximale inspanning’ verwacht. Uiteraard zijn de pensioenuitvoerders ook de meest gereede partij om deze informatie ter beschikking te stellen, zonder daarbij de rol van adviseur op zich te nemen. Dat laatste valt immers buiten het wettelijk bestek van een pensioenuitvoerder.

HET HEBBEN VAN KEUZES BIJ ZO'N BELANGRIJKE ARBEIDSVORWAARDE ALS PENSIOEN IS EEN GROOT GOED. DAT VEREIST WEL DAT DE DEELNEMER OVER DE INFORMATIE BESCHIKT OM DIE KEUZE TE MAKEN ÉN DE GEVOLGEN VAN DE KEUZE KAN OVERZIEN

Dat deze ‘zorgplicht 2.0 versus adviesrol’ een dilemma voor pensioenfondsen in de praktijk zou opleveren, daar ben ik niet zo bang voor. Immers, met de aangescherpte zorgplicht voor wat betreft informatie en keuzenbegeleiding snijdt het mes aan twee

kanten: het dwingt niet alleen pensioenfondsen vooraf na te denken over de keuzes die zij uitvoeren en de gevolgen voor deelnemers in het bijzonder, maar ook de deelnemer kan zich niet langer verschuilen achter onwetendheid. Daarmee wordt het een win-win en voor uiterste nood hebben we gelukkig de rechtelijke macht nog.

Deze zorgplichten rondom informatie en keuzebegeleiding zijn evenwel gericht op de deelnemer binnen een bestaande pensioenregeling of het nieuwe pensioencontract. Maar niet zozeer op de keuzes die gemaakt moeten worden door pensioen-uitvoerders bij het aanvaarden van het transitieplan inclusief al dan niet invaren op verzoek van sociale partners. Daartoe dient dan het vernieuwde artikel 105 Pensioenwet met de nieuwe open normen van ‘onevenredig ongunstig’ en ‘onevenwichtig nadeel’. Zoals eerder aangegeven zou de wetgever er goed aan doen aan deze normen meer duiding te geven.

Tegelijkertijd maakt de wetgever met deze zorgplichten en nieuwe open normen in het bijzonder wél een stap in de goede richting: het dwingt pensioenfondsen na te denken over de keuzes die bij hen voorliggen en de gevolgen voor de deelnemers én staat toe daarbij desgewenst maatwerk toe te passen. De open normen van het vernieuwde artikel 105 Pensioenwet bieden een aanzienlijke mate van flexibiliteit binnen het recht bij de toepassing hiervan: de invulling en uitkomst daarvan zal afhankelijk van de omstandigheden van het concrete geval zijn. En deze flexibiliteit is- uitgaande van een juist begrip van de zorgplichten en open normen – waar de pensioensector gezien de diversiteit aan pensioenregelingen en belanghebbenden behoefte aan heeft om de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel te laten slagen.

Noten

- 1 Wetgevingsbrief AFM 2017, opgenomen als bijlage 2 bij Kamerstukken II 2016/17, 32545, nr. 64.
- 2 Kenbaar uit p. 3-4 van de reactie van de minister van Financiën op wetgevingswensen van de AFM en DNB 2017, opgenomen als bijlage 3 bij Kamerstukken II 2016/17, 32545, nr. 64.
- 3 Hoge Raad, 20 December 2019, ECLI:NL:HR:2019:2025, PJ 2020/18.
- 4 R. Veugelers, 2021, PensioenMagazine 2021/44, A. Kattenmolle en mr. drs. E. Soetendal, 2021, TPV 2021/2, B. Degelink, 2021, TPV 2021/3, B.M.M. van der Goes 2021, TPV 2021/4, S.H. Kuiper, 2021, TPV 2021/5.
- 5 Artikel 7:611 Burgerlijk Wetboek.
- 6 Wel kennen we (expliciete) zorgplichten in de Wet op het financieel toezicht, de Wft. Maar aangezien een pensioenfonds niet als financiële dienstverlener in de zin van de Wft wordt aangemerkt, gelden de zorgplichten uit de Wft in beginsel niet voor pensioenfondsen. Zie ook M. Heemskerk, 2018, Afstemming tussen pensioenrecht en privaatrecht gewenst. Ontwikkeling en rechtspraak, WPNR 2018/178, p. 25.
- 7 M. Hosemann en I. Vermeeren-Keijzers, 2019, Juridische thema's op de bestuurstaafel: van meningsverschil tot aansprakelijkheid, Het excellente pensioenfonds. Governance, rollen en taken professioneel ingevuld, p. 324.
- 8 C. Drion, 2017, Open normen en het belang van de waarom-vraag, NJB 2017/1979.
- 9 Kamerstukken II 2005/2006, 30413, nr. 3, p. 110
- 10 Annotatie S.H. Kuiper bij arrest Hoge Raad 20 December 2019, PJ 2020/18, S.H. Kuiper, 2021, Zorgplichten van de pensioenuitvoerders, TPV 2021/5.
- 11 Rechtbank Amsterdam 18 februari 2019, PJ 2019/30.
- 12 Hof Den Haag 22 april 2014, PJ 2014/101 en HR 18 december 2015, PJ 2016/17
- 13 Rechtbank Limburg, 22 februari 2018, PJ 2018/47.
- 14 Hof Arnhem-Leeuwarden 21 januari 2020, ECLI:NL:GHARL:2020:541.
- 15 Zie voetnoot 8 en Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen p. 109.
- 16 Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen p. 110 en 111.
- 17 Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen p. 96
- 18 Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel Wet Toekomst Pensioen p. 189 en 190

Wie wil er nog risico nemen in het nieuwe pensioencontract?

Peter Vlaar

Met het nieuwe pensioen contract is ons een pensioen beloofd met een beter indexatieperspectief dan het huidige contract. Of dat betere pensioen er komt is echter de vraag. De kans bestaat dat door het ontwerp van het pensioencontract mensen minder risico nemen en daardoor juist een lager pensioen gaan krijgen. Dat geldt voor ouderen, maar waarschijnlijk ook voor jongeren. In dit artikel stellen we een alternatieve verdeling van overrendementen in de solidaire premiereregeling voor, die het voor jongeren aantrekkelijker maakt om risico te nemen en tegelijkertijd het contract evenwichtiger maakt.

WAT GAAT ER VERANDEREN?

We staan momenteel aan de vooravond van de grootste aanpassing in het Nederlandse pensioenlandschap ooit. De bestaande uitkeringsregeling onder het FTK komt te vervallen. In plaats daarvan krijgen we twee premiereregelingen. De flexibele premiereregeling is een aangepaste vorm van de al bestaande Wet Verbeterde Premiereregeling. Dit is een grotendeels individueel contract. De Solidaire premiereregeling is meer collectief van aard en beoogt daarmee de voordelen van het huidige FTK-contract te behouden. Beide regelingen hebben waar-

schijnlijk consequenties voor het beleggingsbeleid, zie bijvoorbeeld Staring en Van Loo (2020) en Alserda et al. (2021).

In dit artikel beschrijven we wat de meest waarschijnlijke consequenties zijn van de contractswijziging voor ouderen en jongeren. We laten zien welke problemen zich hierbij voordoen en stellen een aanpassing van de toedeelregels voor, die de voordelen van de solidaire regeling meer in overeenstemming brengt met die van het FTK. Vervolgens laten we zien dat de wijziging leidt tot meer incentives om risico te nemen. Hierbij

Dr. Peter Vlaar
Senior Strategist ALM
bij APG



Meer dan 100% aandelenrisico voor jongeren onder het FTK en de solidaire premiereregeling

In het huidige FTK-contract hebben jongeren effectief een aandelenexposure van meer dan 100%, ondanks het feit dat in de collectieve beleggingsmix voor slechts zeg 50% in aandelen belegd is. De reden hiervoor is dat schokken worden opgevangen in de dekkingsgraad en vervolgens slechts geleidelijk leiden tot een aanpassing in indexatie. Doordat de koppeling tussen dekkingsgraad en indexatie verre van één-op-één is, neemt de impact van schokken toe met de beleggingshorizon. Daarnaast speelt voor actieven mee dat de indexatie in latere jaren ook wordt toegepast op toekomstige opbouw. De impact van een aandelenschok op pensioenuitkeringen, gerelateerd aan het reeds aanwezige vermogen, is voor de jongste deelnemers daarom zelfs ver boven de 200%.

In de solidaire premiereregeling kunnen jongeren ook meer dan 100% aandelenexposure krijgen. Bij deze regeling worden schokken echter direct afgerekend. Er wordt nog steeds collectief belegd, maar via de toedeelregels krijgen de jongeren

meer van het overrendement toegewezen dan ouderen. Effectief betekent dit dat zij een eigen impliciete beleggingsmix hebben met bijvoorbeeld 150% aandelen en -50% cash. Het contract biedt hiermee de mogelijkheid de leenrestrictie op te heffen.

Ondanks het feit dat beide contracten de mogelijkheid van meer dan 100% aandelenexposure bieden zijn er twee belangrijke verschillen. Ten eerste komt de grote exposure onder het FTK doordat een schok vele jaren na elkaar tot een aanpassing in indexatie leidt, terwijl onder de solidaire premiereregeling direct wordt afgerekend. Onder het FTK wordt daardoor impliciet rekening gehouden met rente-op-rente effecten en onder de solidaire premiereregeling niet. Ten tweede vindt de impact via indexatie op toekomstige opbouw onder het FTK alleen plaats als deze opbouw ook daadwerkelijk plaatsvindt, terwijl de exposure onder het nieuwe contract onafhankelijk is van het toekomstig carrièrepatroon.

kan een resultaat bereikt worden waarbij zowel ouderen als jongeren beter af zijn dan wat individueel mogelijk is.

OUDEREN PROFITEREN STRAKS VAN SOLIDARITEITSRESERVE

In het huidige contract krijgt iedereen dezelfde indexatie. Dit betekent dat iedereen evenveel profiteert van het overrendement van de collectieve mix. Ondanks dat gepensioneerden de indexatie krijgen die past bij de collectieve mix, dragen zij niet het volledige risico dat hierbij hoort. De reden hiervoor is dat schokken worden uitgesmeerd over een lange periode. Dit gebeurt door de bufferwerking van de dekkingsgraad. Een positieve aandelenschok leidt initieel via een hogere dekkingsgraad alleen mogelijk tot iets hogere indexatie of het voorkomen van kortingen. Deze aanpassing is echter verre van proportioneel met de omvang van de schok. Zo hebben veel fondsen ondanks vele schokken sinds 2008 niet meer geïndexeerd of gekort. Doordat een schok niet direct leidt tot een aanpassing in het pensioen, wordt de impact doorgeschoven naar de toekomst. Hoe langer je nog leeft, hoe groter de impact van een schok.

In het nieuwe contract wordt in principe direct afgerekend. Ieder cohort heeft zijn eigen risico-exposure en krijgt ieder jaar het rendement en risico dat hierbij hoort. Doordat de bufferwerking van de dekkingsgraad wordt afgeschaft leidt een negatief overrendement direct tot een daling van de (verwachte) uitkering. Dit kan eventueel nog wel verzacht worden door aanvullingen vanuit de solidariteitsreserve of door het spreiden van schokken in de uitkeringsfase. De buffer is echter beperkt van omvang: maximaal 15% van het fondsvermogen en nooit negatief.

De consequentie zal zijn dat ouderen een minder risicovolle beleggingsmix zullen willen hanteren dan onder het huidige

contract. Om toch een vergelijkbaar indexatieperspectief te behouden zal de solidariteitsreserve hier structureel voor worden ingezet. Bij de flexibele premiereregeling of indien er geen solidariteitsreserve is, werken schokken directer door met mogelijk nog grotere gevolgen op de bereidheid tot het nemen van risico's.

NEGATIEVE BELEGGINGSRESULTATEN PAKKEN STRAKS SLECHT UIT VOOR JONGEREN

Jongeren hebben in het huidige contract een zeer hoge risico-exposure. De reden hiervoor is wederom het uitsmeermechanisme van schokken, zie box. De impact van een eenmalige schok op uiteindelijke uitkeringen gerelateerd aan het reeds aanwezige vermogen voor verschillende cohorten wordt de "impliciete lifecycle" genoemd.

Voor de solidaire premiereregeling vormt deze impliciete lifecycle de basis voor de verdeling van overrendementen. De impliciete lifecycle van het huidige FTK wordt als het ware expliciet gemaakt. De mogelijkheid van meer dan 100% aandelen exposure is een mooie eigenschap van het solidaire contract. De manier waarop hierin wordt voorzien, via het opheffen van de leenrestrictie, limiteert het potentiële nut echter. Dit impliceert immers een hefboomwerking voor jonge deelnemers die we in het huidige FTK-contract niet hebben. Deze directe hoge risico-exposure is veel minder aantrekkelijk dan de risicodeling in het FTK.

Neem het (weliswaar extreme) voorbeeld van een jongere die 10 jaar lang 200% risico-exposure heeft. Indien de rendementen de eerste negen jaar goed zijn, maar in het tiende jaar -50%, eindigt hij met een vermogen van 0. In het FTK speelt dit risico niet; de opbouw van de jongere blijft in stand. De reden is dat de hoge exposure in het FTK komt doordat een schok vele jaren doorwerkt in de indexatie waarbij ieder jaar de indexatie voor alle cohorten gelijk is. Hierbij is een korting van 10% al uitzon-

derlijk. Doordat onder de solidaire premieregeling jongeren een x maal grotere schok krijgen in plaats van meerdere keren na elkaar geconfronteerd te worden met de schok, worden de uitkomsten veel extremer. Er wordt immers geen rekening meer gehouden met het rente-op-rente effect.

Individueel beleggen via de impliciete lifecycle van het FTK (zelfs als dit zou kunnen inclusief opheffen leenrestrictie) is veel minder efficiënt dan een pensioen opbouwen binnen het FTK. Het voordeel van het FTK zit namelijk niet in het opheffen van de leenrestrictie, maar in het bieden van het efficiënte risico-exposure van meer dan 100% aan jongeren zonder dat er hoeft te worden geleend (zie Vlaar, 2021)!

REALISEREN VAN VOORDELEN COLLECTIEVE CONTRACT LASTIGER DAN GEDACHT

De overgang van het huidige FTK-contract naar de solidaire premieregeling geeft een aantal problemen. Om gepensioneerd minimaal het huidige indexatieperspectief te laten behouden, zonder dat dit gepaard gaat met frequentere en grotere kortingen, zal de solidariteitsreserve structureel ingezet moeten worden voor deze groep. In de basis berekeningen van het CPB werd hieraan voldaan door de reserve te vullen uit de premie en aan iedereen uit te keren. Alternatieve berekeningen vullen de reserve uit het overrendement en keren voornamelijk uit aan gepensioneerd. Beide vormen lijken niet volledig te voldoen aan de randvoorwaarde dat degenen die de reserve vullen hier ook in voldoende mate van moeten kunnen profiteren.

Op termijn zou een alternatief kunnen zijn te zorgen voor een groter startkapitaal bij het begin van pensionering en vervolgens minder risico nemen en een lager projectierendement gebruiken. Probleem hierbij is echter dat ook in de actieve fase veel risico nemen minder aantrekkelijk wordt. In de rekenvoorbeelden wordt daarom voor jongeren bijvoorbeeld veelal uitgegaan van maximaal 150% risico-exposure, waar in het FTK meer dan 200% wordt gehaald. Deze 150% is ook door de minister genoemd, in antwoord op Kamervragen van 50-Plus, als mogelijk wettelijk maximum (zie Ministerie van SZW, 2021). Naast de minder efficiënte vorm van risico delen speelt ook dat toegenomen transparantie, met inzicht in de soms forse schommelingen van het pensioenpotje, kan leiden tot meer koudwatervrees en dus meer risicoaversie.

ANDERE TOEREKENING RENDEMENT LEIDT TOT BETERE INCENTIVES EN EVENWICHTIGER CONTRACT

Een onbedoelde weeffout in de solidaire premieregeling is dat men de grotere gewenste risico-exposure van jongeren rechtstreeks vertaalt in een x maal grotere schok. De doelstelling is immers om de positieve aspecten van het huidige contract te behouden. In het huidige contract komt de hoge exposure echter door het meerdere perioden ondergaan van dezelfde schok. In het nieuwe contract wil men meer transparantie bereiken door direct af te rekenen. In dit artikel stel ik voor om toekomstige rendementen tussen jongeren en ouderen te verdelen door een loglineaire verdeelregel in plaats van de voorgestelde lineaire verdeelregel.

Ter illustratie, veronderstel dat we de jongste groep een exposure willen geven die 6 maal groter is dan die van ouderen. In plaats van jongeren een rendement van $(1+6r)$ te geven, waarbij $1+r$ het rendement voor ouderen is, geven we ze $(1+r)^6$. Op deze manier belegt ieder cohort even efficiënt (net als in het huidige contract), ongeacht de hoeveelheid risico die men wil nemen. De Sharpe ratio in log termen is voor ieder cohort gelijk. Rendementen worden loglineair verdeeld in plaats van lineair, waardoor rente-op-rente effecten automatisch worden meegenomen, zoals ook in het huidige contract het geval is (maar dan via de dekkingsgraad).

Een dergelijke belegging, waarbij het rendement gelijk is aan een basisrendement tot een bepaalde macht, is in de markt niet voorhanden. Om een dergelijke positie te hedgen zou de aanbieder ervan immers continu moeten handelen, wat vanwege transactiekosten en discrete prijsprongen nogal kostbaar is. Binnen het collectieve contract is het product wel goed mogelijk. Hier kunnen risico's immers efficiënt gedeeld worden tussen cohorten, als gevolg van de verplichte deelname.

Vergeleken met de lineaire verdeelmethode, die wel per cohort is uit te drukken in een impliciete op de markt voorhanden mix (waarbij voor jongeren leverage wordt toegepast), krijgen jongeren bij de loglineaire methode relatief hogere rendementen toebedeeld en ouderen juist lagere. Deze impliciete transfer van oud naar jong compenseert de benodigde transfer (via de solidariteitsreserve) van jong naar oud om gepensioneerd van een geïndexeerd en enigszins stabiel pensioen te voorzien. Op totaalniveau wordt de regeling hiermee dus evenwichtiger. Het is hierbij wel van belang dat evenwichtigheid op totaalniveau wordt beoordeeld en niet rigide per deelonderwerp (zie ook Joseph, 2021).

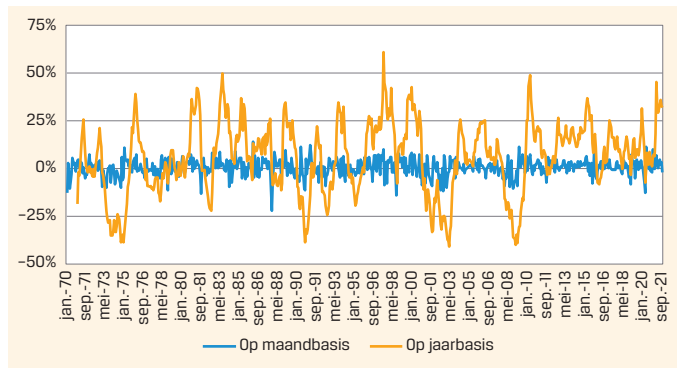
EMPIRISCHE ONDERBOUWING

HISTORISCHE ANALYSE, DE INVLOED VAN DE FREQUENTIE VAN TOEBEDELEN

Om de impact van hefboomposities te illustreren kijken we allereerst naar historische data. Figuur 1 toont de excess returns van een wereldwijde aandelenbelegging (MSCI World), ongehedged in euro's, ten opzichte van een belegging in cash over de periode 1970 tot en met 2021. De blauwe lijn toont hierbij de maandelijkse excess returns en de rode de twaalfmaands excess returns.

De jaarlijkse opbrengsten laten vanzelfsprekend grotere fluctuaties zien dan de maandelijkse. Dit heeft ook consequenties voor geleverde posities. Een frequentere toedeling van rendementen leidt tot minder extreme uitslagen, waardoor ook de uitslagen van geleverde posities acceptabel blijven. In het nieuwe contract zal men waarschijnlijk uitgaan van maandelijkse toerekening, overeenkomstig de nu gebruikelijke termijn van herbalanceren. Merk op dat in ALM analyses daarentegen gebruik wordt gemaakt van jaarmodellen en daarmee een impliciete veronderstelling van jaarlijkse toedeling.

Figuur 1
Excess returns op aandelen



In tabel 1 staan wat jaarlijkse karakteristieken die volgen uit de excess returns van figuur 1. De gemiddelde excess return is 5,7% geweest bij een standaarddeviatie van 18,9%. Of dit extra rendement voldoende is om een 100% aandelenbelegging te prefereren boven een belegging van 100% cash, hangt af van de mate van risicoaversie. Uitgaande van een Constante Relatieve Risico Aversie (CRRA) nutsfunctie is dit het geval bij een risicoaversie parameter van maximaal 2,91. Hoe lager deze parameter, hoe beter men slechte uitkomsten kan verdragen.

Voor de 100% geleverde posities maakt de frequentie van toedeling uit. Bij maandelijkse toedeling is zowel de gemiddelde jaarlijkse return als de volatiliteit iets hoger. In termen van gevoeligheid voor risicoaversie zijn de verschillen groter. Waar bij maandelijkse toedeling een risicoaversie parameter van maximaal 1,22 voldoende is om de 200% exposure aantrekkelijk te maken, mag deze parameter slechts maximaal 0,9 zijn bij jaarlijkse toedeling.

De loglineaire verdeelregel kan gezien worden als toedelen waarbij we de tijdseenheid tussen toebedeelmomenten impliciet terugbrengen naar nul. Dit maakt een grote exposure nog veel aantrekkelijker (het rendement is gelijk aan $(1+r)^2$ in plaats

Tabel 1
Impact toedeelmethode op gemiddelde jaarlijkse excess returns

| | 100% aandelen | 200% aandelen, toedeling: | | 2X na elkaar 100% aandelen |
|------------------------|---------------|---------------------------|-----------|----------------------------|
| | | Maandelijks | Jaarlijks | |
| Gemiddelde | 5,7% | 12,7% | 11,4% | 15,3% |
| Volatiliteit | 18,9% | 38,7% | 37,7% | 39,0% |
| Maximale risicoaversie | 2,91 | 1,22 | 0,90 | 1,65 |

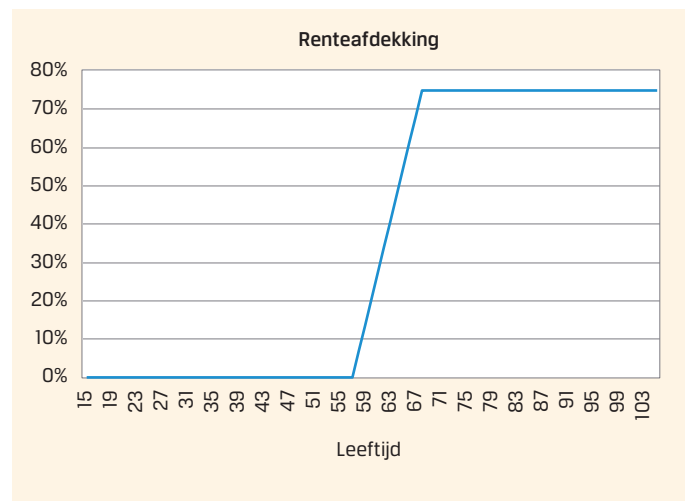
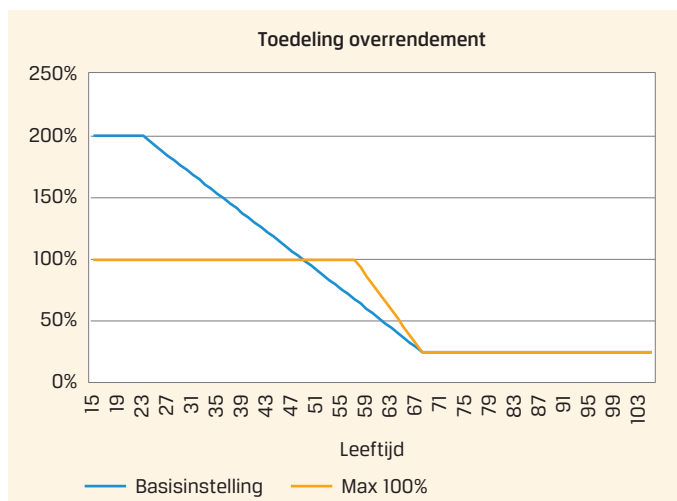
Toelichting: De risicoaversie parameter geeft aan hoe groot de risicoaversie mag zijn, gegeven CRRA utility, om deze belegging te prefereren boven cash (eerste kolom), respectievelijk boven 100% aandelen (overige kolommen).

van $(1+2r)$). De gemiddelde historische excess return was dan ruim 15%, waardoor deze positie ook voor beleggers met een hogere risicoaversie (tot 1,65) aantrekkelijk wordt. De feitelijke frequentie van toebedelen doet er bij deze methode niet meer toe, omdat alle rente-op-rente effecten hierbij automatisch worden meegenomen. Het maakt dus niet uit of we tweemaal de jaarrendementen nemen of eerst tweemaal het januari-rendement, dan tweemaal het februari-rendement en dat tot en met december. Dit impliceert dat ALM analyses met een jaarmodel ook representatief blijven indien feitelijk een hogere frequentie van toebedelen wordt toegepast.

ALM ANALYSE, RISICO'S DELEN IS GEEN ZERO-SUM GAME

Om een beeld te krijgen van de daadwerkelijke impact van de verdeelregels voor jongeren en ouderen beschouwen we vervolgens ALM resultaten. Hierbij gaan we uit van een gelijkblijvende collectieve mix voor het fonds als nu onder het FTK. Figuur 2 toont de verdeelregels waarmee we hebben gerekend. De 100% toedeling van overrendement betekent hier niet 100% aandelen, maar een dusdanig geleverde positie in de overrendementen van de gediversifieerde mix dat men effectief 100% in zakelijke waarden belegt. Dit beschouwen we als “niet opheffen leenrestrictie”.

Figuur 2
Invulling overrendement en renteafdekking in solidaire contract



Tabel 2
 Percentielen pensioen-
 vermogen in duizenden
 euro na 10 jaar

| | Initieel 22-jarige | | | | | Initieel 65-jarige | | | | |
|-----------------------------------|--------------------|------|------|-------|-------|--------------------|-----|-----|-----|-----|
| | percentiel | 5 | 10 | 50 | 90 | 95 | 5 | 10 | 50 | 90 |
| Basisinstellingen | 24,7 | 33,0 | 68,0 | 108,8 | 122,3 | 391 | 412 | 497 | 581 | 607 |
| Maximaal 100% zakelijke waarden | 38,4 | 43,8 | 62,4 | 79,5 | 84,5 | 391 | 411 | 497 | 581 | 609 |
| Logverdeling overrendement | 31,1 | 38,9 | 72,3 | 114,8 | 129,6 | 382 | 404 | 490 | 573 | 599 |
| Logverdeling en max 100% | 39,2 | 44,6 | 62,7 | 79,9 | 85,0 | 383 | 405 | 492 | 577 | 603 |
| Basis zonder solidariteitsreserve | 25,4 | 34,0 | 71,6 | 118,2 | 134,5 | 386 | 406 | 484 | 556 | 578 |

Tabel 2 geeft aan wat de vermogenspositie is van een representatieve initieel 22-jarige en 65-jarige deelnemer, nadat zij 10 jaar hebben geparticipeerd in het fonds (op hun 32ste respectievelijk 75ste dus). We beschouwen vijf verschillende varianten: De basisinstelling met voor jongeren initieel 200% zakelijke waarden exposure, het alternatief met maximaal 100% exposure, beide zowel op basis van simpele rendementen als log rendementen, en een versie zonder solidariteitsreserve. In de overige versies wordt de solidariteitsreserve gevuld met 10% van het overrendement (voor zover positief) en uitgekeerd (ieder jaar 10% van de reserve) aan gepensioneerden.

Bij de basisinstellingen heeft de initieel 22-jarige deelnemer na 10 jaar in de mediaan 68 duizend euro in zijn potje. Bij het veronderstelde carrièreverloop heeft hij hiervoor 54,7 duizend ingelegd waarover gemiddeld 4,5% rendement per jaar wordt bijgeschreven. In meer dan 10% van de gevallen blijft hier echter minder dan 33 duizend van over en in de slechtste 5% van de gevallen zelfs minder dan 25 duizend. Daar staat dan weer tegenover dat het in de 5% beste gevallen meer dan 122 duizend is. Indien de leenrestrictie niet wordt opgeheven zijn deze percentielen een stuk minder extreem. In de mediaan is het vermogen dan echter ruim 8% lager. Het gemiddelde rendement is dan nog slechts 2,75% per jaar.

DE SOLIDARITEITSRESERVE ZAL INGEZET WORDEN OM GEPENSIONEERDEN VAN EEN KOOPKRACHTIG PENSIOEN TE BLIJVEN VOORZIEN

Bij het verdelen op basis van log rendementen is het vermogen voor jongeren in alle gevallen hoger dan bij simpele rendementen. Hoe verder in de uithoeken van de verdeling we kijken, hoe groter het verschil tussen de twee methoden. Voor het 5 percentiel is het vermogen bij log verdeling al ruim 25% hoger dan bij lineaire verdeling. Een deel van dit verschil wordt ongetwijfeld verklaard door het feit dat we rekenen met jaarlijkse toedeling. In de praktijk is maandelijkse toedeling weliswaar waarschijnlijker, maar dit kunnen wij niet analyseren met ons ALM jaarmodel. De verdeling op basis van log rendementen kan gezien worden als de limiet waarbij de tijd tussen toedelingen naar nul gaat en er dus continu wordt toebedeeld.

De verschillen zijn een stuk minder prominent als de leenrestrictie niet wordt opgeheven. In dat geval is het grootste verschil in overrendement tussen cohorten slechts een factor 4 (100% versus 25%) in plaats van een factor 8 (200% versus 25%), zie figuur 2. Juist bij een grote gewenste risico-exposure is de verdeling op basis van log rendementen essentieel. Vanuit de theorie van lifecycle beleggen is dat voor jongeren het geval (zie Bodie et al., 1992). De solidaire premieregeling biedt deze mogelijkheid. Dit wordt wel gezien als het belangrijkste voordeel van dit contract. Om dit voordeel goed te kunnen benutten zijn verdeelregels op basis van log rendementen dus wel zeer belangrijk.

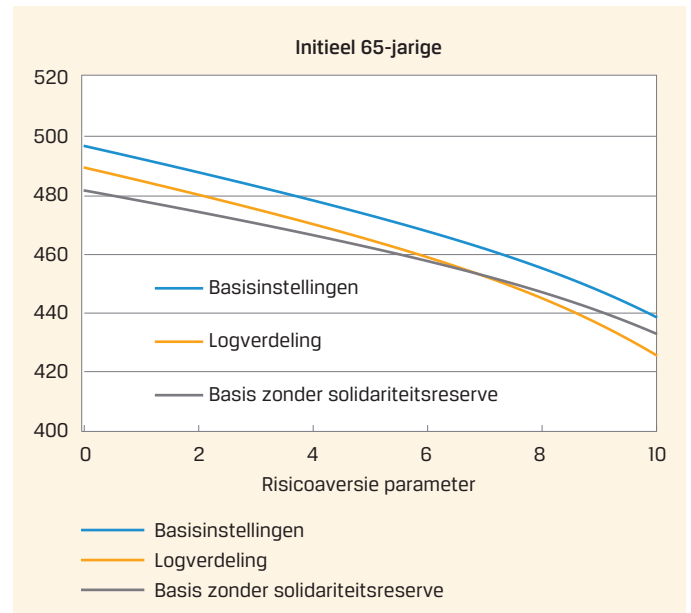
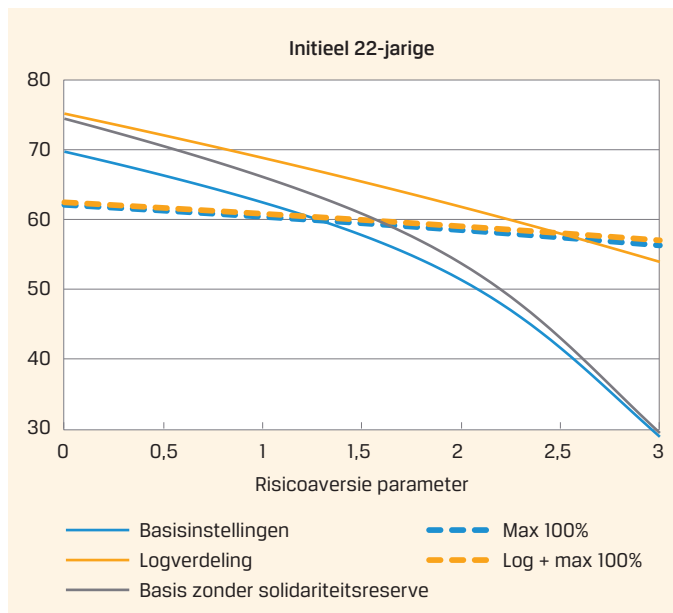
De resultaten zonder solidariteitsreserve zijn vooral opgenomen om te zien hoe het voordeel voor jongeren van de verdeling op basis van log rendementen zich verhoudt tot de impliciete transfer vanuit de solidariteitsreserve. We zien dat bij positieve scenario's het effect van de solidariteitsreserve nog groter is dan dat van loglineair verdelen. Bij negatieve scenario's is het effect echter veel kleiner. Dit is een gevolg van het feit dat de solidariteitsreserve wordt gevuld met 10% van de positieve overrendementen. Dit speelt dus vooral in positieve scenario's. Het alternatief is vullen uit de premie. Dat zou voor jongeren echter ongunstiger zijn, omdat in dat geval de solidariteitsreserve het vermogen van jongeren meer drukt bij negatieve scenario's.

Voor gepensioneerden is de mogelijke spreiding minder extreem. Ook voor hen is het resterende vermogen in de basisvariant na 10 jaar in de 5% slechtste gevallen echter minstens 21% lager en bij de 5% beste gevallen meer dan 22% hoger dan in de mediaan. Het wel of niet opheffen van de leenrestrictie voor jongeren maakt voor hen nauwelijks uit, omdat we uitgaan van een gelijkblijvende collectieve mix en een gelijke toedeling voor gepensioneerden, zie figuur 2.

Het verdelen op basis van log rendementen is in het nadeel van gepensioneerden. Afhankelijk van het percentiel zien we een achteruitgang van 1,2% tot 2,4%. Dit nadeel is echter kleiner dan het voordeel dat ze ondervinden van de solidariteitsreserve. Hier zien we verschillen van 1,2% tot 4,8%. Ook voor gepensioneerden biedt de solidaire premieregeling dus mogelijkheden die gunstiger zijn dan wat haalbaar is in een individueel contract.

Om de onzekere uitkomsten van beleggingen samen te vatten in een getal maken we gebruik van het begrip “*zekerheidsequivalent*”. Hierbij wordt op basis van een CRRA nutsfunctie bepaald welk

Figuur 3
Zekerheidsequivalent pensioenvermogen na 10 jaar



zeker bedrag de deelnemer net zoveel nut geeft als de onzekere waaier van mogelijke uitkomsten van de belegging. In figuur 3 staan de zogenoemde zekerheidsequivalenten voor de vijf onderzochte varianten. Hoe groter de risicoaversie, hoe minder nut men ontleent aan een onzekere uitkomst. Bij een waarde van 0 is men ongevoelig voor risico. Het zekerheidsequivalent is in dat geval gelijk aan het gemiddelde van alle mogelijke uitkomsten.

Een relevante vraag in het kader van het nieuwe pensioencontract is in hoeverre jongeren gebaat zijn bij het opheffen van de leenrestrictie. Dit belang hangt sterk samen met de risicoaversie en ook met de methode van toedeling. Bij een risicoaversie van maximaal 1,3 is het opheffen van de leenrestrictie ook aantrekkelijk bij jaarlijkse lineaire toedeling. Bij loglineaire toedeling geldt dit tot een risicoaversie van 2,5. Het resultaat bij maandelijkse lineaire toedeling kunnen we niet bepalen aan de hand van dit jaarmodel, maar zal hier ergens tussen liggen.

Alhoewel de mate van de risicoaversie onmogelijk exact te bepalen is, kunnen we wel zeggen dat ongeacht de risico perceptie, een hogere risico-exposure wenselijk is als wordt verdeeld op basis van log rendementen. Een hoge risico-exposure is volgens de lifecycle theorie aantrekkelijk voor jongeren, omdat zij nog weinig financieel kapitaal en veel human capital hebben. De hogere exposure als jongere sluit ook beter aan bij de impliciete lifecycle van het huidige contract.

Het voordeel dat jongeren behalen uit de verdeling op basis van log rendementen is aanzienlijk. Het verwachte vermogen na 10 jaar ligt in ons voorbeeld 7,6% hoger. Vanwege de betere slecht weer resultaten is het profijt nog groter als rekening gehouden wordt met risicoaversie. Ongeacht de mate van risicoaversie is het voordeel dat men hieruit haalt groter dan het nadeel van een solidariteitsreserve die grotendeels naar

ouderen gaat. De oranje lijn ligt in zijn geheel boven de grijze lijn. Zelfs indien jongeren ook zouden mogen lenen in een individueel contract (waardoor de grijze lijn haalbaar wordt), kan men hiermee niet de potentiële efficiëntie van het collectieve contract bereiken (de oranje lijn).

EEN LOGLINEAIRE VERDELING VAN OVERRENDEMENTEN IS NOODZAKELIJK OM VEEL BELEGGINGSRISICO'S BIJ JONGEREN NEER TE KUNNEN LEGGEN

Ook voor ouderen vatten we de resultaten hier samen in het vermogen na 10 jaar (figuur 3, rechter plaatje). De (stabiliteit van) uitkeringen gedurende de eerste 10 jaar zijn weliswaar ook belangrijk, maar deze hangen samen met het eindvermogen. We zien dat de verdeling op basis van log rendementen (oranje lijn) het contract voor hen weliswaar minder aantrekkelijk maakt dan de basis setting (blauwe lijn), maar nog steeds gunstiger dan de individuele setting (zonder solidariteitsreserve, grijze lijn). Men moet wel extreem risicoavers zijn om het individuele contract te prefereren boven ook deze versie van het collectieve contract.

CONCLUSIES

Een van de standaard aannames bij het doorrekenen van pensioencontracten is dat de beleggingsmix grosso modo weinig zal verschillen. Dit is niet gek want bij een gelijk blijvende risicohouding, ambitie en premie lijkt het voor de hand te liggen dat ook de beleggingsmix niet veel wijzigt. Hierbij gaat men echter voorbij aan het feit dat risico's momenteel meer en efficiënter worden gedeeld dan voorzien is in de nieuwe

contracten. De kans is groot dat de grotere individuele risico's zich zullen vertalen in een minder agressieve beleggingsmix en daarmee een lager indexatiepotentieel. Zoals aangegeven door de minister zal de maximale risico-exposure van jongeren waarschijnlijk ook wettelijk worden gelimiteerd, om zo het gevaar op verdampende pensioenvermogens te mitigeren.

Voor de solidaire premiereregeling kan dit risico op een lager indexatiepotentieel verkleind worden door overrendementen loglineair toe te delen in plaats van lineair, zodat impliciet rekening gehouden wordt met rente-op-rente effecten, net zoals in het huidige contract. Dit maakt het voor jongeren veel aantrekkelijker om meer risico te nemen. Bovendien is er, zelfs theoretisch, geen gevaar meer op een negatief pensioenvermogen en dus minder reden voor een wettelijk maximum aan de risico-exposure.

DOOR BELEGGINGSRISICO'S EFFICIËNT TE DELEN KAN IEDEREEN EEN BETER PENSIOEN BEREIKEN

De toedeling op basis van log rendementen leidt tot resultaten voor jongeren die gunstiger zijn dan wat optimaal haalbaar is in de vrije markt. Dit is mogelijk vanwege de verplichte deelname. Dit is een belangrijk resultaat omdat de voordelen van de solidaire premiereregeling bij (veruit) de meeste van de tot nu toe gepubliceerde analyses vooral blijken in de uitkeringsfase. Indien jongeren in de tussenliggende periode nauwelijks voordeel zien van deelname zal dit het vertrouwen geen goed doen. Bovendien blijft niet iedereen zijn leven lang aangesloten bij het pensioenfonds. Dit was juist een van de belangrijkste redenen om het huidige stelsel aan te passen.

De voorgestelde aanpassing om overrendementen loglineair toe te delen is op zichzelf voor ouderen minder gunstig. Dit nadeel is echter kleiner dan de voordelen die zij kunnen krijgen vanuit de solidariteitsreserve. Ook bij een verdeling op basis van log rendementen biedt de solidaire premiereregeling voor hen mogelijkheden die aantrekkelijker zijn dan wat individueel haalbaar is.

De aanpassing maakt het contract evenwichtiger voor verschillende generaties. De gewenste subsidie van jong naar oud, via de solidariteitsreserve, om gepensioneerd van een stabiel koopkrachtig pensioen te blijven voorzien wordt namelijk gecompenseerd door de voor jongeren gunstiger rendementsverdeling. Hierbij is het wel belangrijk dat evenwichtigheid wordt beoordeeld op totaalniveau en niet afzonderlijk voor de rendementsverdeling en de solidariteitsreserve.

De precieze invulling van de solidaire premiereregeling is nog verre van duidelijk en de kwantitatieve resultaten van deze studie moeten dan ook slechts als indicatief worden gezien. Een belangrijke conclusie die echter al wel getrokken kan worden is dat door risico's efficiënt te delen een resultaat kan worden bereikt waarbij iedereen erop vooruit gaat. Risico's delen is geen zero-sum game!

Een efficiënter verdeling van risico's reduceert het totale risico weliswaar niet, er komt geen geld bij, maar het kan de individuele consequenties ervan wel een stuk dragelijker maken. Dit biedt vervolgens de mogelijkheid om meer risico te nemen, waardoor de te verdelen taart naar verwachting toch groter wordt. De uitdaging voor de komende jaren zal zijn om een invulling van het pensioencontract te vinden die voldoende profijt biedt aan alle deelnemers. Het loglineair toedelen van overrendementen is hiervoor een belangrijke bouwsteen.

Literatuur

- Alserda, G., J. Sibma en A. Tebbenhof, Renteaftdekking in het nieuwe pensioencontract, *VBA Journaal*, 1 april 2021.
- Bodie, Z., Merton, R.C., en Samuelson, W.F. 1992. Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model. *Journal of Economic Dynamics and Control* 16:427-449.
- Joseph, A., Solidariteit in stukjes leidt tot nieuwe risico's, *Pensioen Pro*, 3 augustus 2021.
- Ministerie van SZW, Beantwoording Kamervragen over de toekomst van het pensioenstelsel, *Kamerstuk: Kamervragen*, 15 oktober 2021.
- Staring, H. en F. van Loo, Het nieuwe pensioencontract verbetert het beleggingsbeleid voor deelnemers, *VBA Journaal*, 1 oktober 2020.
- Vlaar, P.J.G., Zonder aanpassing leidt stelselherziening tot lager pensioen, *Me Judice*, 15 januari 2021.

Van beleggen naar investeren in de toekomst

Door Ronald Kok

Aan het einde van het zwaar door corona gedomineerde jaar blikken we met professor Arnoud Boot van de Universiteit van Amsterdam terug op de belangrijkste economische ontwikkelingen van de afgelopen jaren. We bespraken onder andere 'hoe de koek groter kan' bij vastgoed, coronasteun, ESG en crypto.

VERSTERKENDE EFFECTEN VASTGOED

In oktober 2016 sloot Boot nog zijn keynote speech bij het jaarlijkse VBA-diner in de Industriële Grootte Club in Amsterdam af met de woorden: *“als ik één beleggingstip mag geven koop dan een huis voor uw studerende kinderen”*. Niemand had destijds ook maar kunnen vermoeden wat een enorme voltreffer dit was met de ook in 2021 alsmaar doorstijgende vastgoedprijzen. De alsmaar oplopende huizenprijzen schrijft Boot vooral toe aan 2 oorzaken:

- Behavioral finance
- Extreme leencapaciteit in Nederland

Volgens Boot is er in de Nederlandse vastgoedmarkt een sterk zichzelf versterkend effect. Mensen zien de huizenprijzen stijgen en zijn bang om de boot te missen en kopen op hogere niveaus, waardoor andere kopers ook weer vrezen de boot te missen etc. *“Het zijn zaadjes die in de hoofden van mensen komen, dat er krapte is. We moeten iets voor onze kinderen kopen want anders komen ze er niet meer tussen. Fear of Missing Out.”* aldus Boot. Dit zijn allemaal voorbeelden uit de behavioral finance wereld aldus de professor. Hij benadrukt verder dat Nederland natuurlijk uniek is met haar extreme leencapaciteit maar dit is al jaren zo. De combinatie met de lage rente erbij zorgt blijkbaar voor deze enorme aanwakkering van de huizenjacht. *“We waren altijd gewend dat geld lenen duur is. Nu met de lage rente lijkt geld gratis en ga je meer lenen”*. De lage Nederlandse rente is uiteraard niet uniek maar desondanks zien we in de ons omliggende landen de huizenprijzen niet zo exploderen als hier. *“In de economie hebben we deze zelfversterkende effecten onvoldoende in de gaten, net als bij de inflatie-discussie nu”* zo waarschuwt Boot.

ESG KAN NIET TE SCHERP

Met de focus op steeds meer ESG worden we geconfronteerd met het feit dat de samenleving bijna helemaal gericht is op fossiele energie. Dus ESG proof worden kan niet zo maar aldus Boot anders wordt de spoeling wel heel erg dun en houden we praktisch geen bedrijven over. *“Het is onmogelijk om te zeggen dat alles ESG proof moet zijn. Dat is in de praktijk niet houdbaar”* aldus de professor. Het is tekort door de bocht dus om bijvoorbeeld publieke instellingen zoals pensioenfondsen te bekritisieren dat er ook niet-volledige ESG bedrijven in de portefeuilles zitten. *“Als je hier publiekelijk tegenin gaat dan lijkt het alsof je ESG*



Prof. Dr. Arnoud Boot is verbonden aan faculteit Economie en Bedrijfskunde (sectie finance) aan de Universiteit van Amsterdam¹. Daarnaast is Boot sinds 2013 raadslid bij de WRR² en lid van de Koninklijke Nederlandse Academie voor Wetenschappen; voorzitter van de European Finance Association en voorzitter van het Sustainable Finance Lab. Overige nevenfuncties/maatschappelijke functies: Honorary professor Universiteit van Ljubljana, Slovenië, Research Fellow Center for Economic Policy Research, Londen, en voorzitter Scientific Council, Bruegel, Brussel).

bagatelliseert. Maar het is nu eenmaal onvermijdbaar dat we gezien de bestaande bedrijfs- en infrastructuur – die niet in een dag is te veranderen – met bedrijven moeten werken die nog niet ESG-proof zijn” aldus Boot. ESG moet volgens hem meer een pad zijn dan een directe momentopname.

GEEN UNIFORME ESG MEETLAT: HET GAAT OM DE TRANSITIE

Veel bedrijven willen uiteraard ESG-proof zijn en gaan consultants inhuren om ze hierbij te adviseren. De bijbehorende certificaten schieten echter hun doel voorbij. De drang naar een snelle certificering wordt mede aangejaagd door kuddedrag en dit is geen goede zaak aldus Boot.

STUKJE VAN STIJGING VASTGOED IS TE RELATIVEREN

Het is volgens hem echter wel logisch dat bedrijven certificeringen willen maar dit is niet perse optimaal omdat bedrijven nu eenmaal niet makkelijk uniform te vergelijken zijn. Boot maakt verder de vergelijking met de kredietcrisis: veel partijen wilden toen kredietratings hebben voor hun structured products. Maar we merkten later al gauw dat die kredietratings ook niet zaligmakend waren met tot gevolg dat iedereen op dezelfde manier verkeerd zat met tot gevolg een systeemrisico. Dit is ook Boot's zorg bij ESG: als dit te uniform wordt, en niemand heeft de absolute waarheid in pacht, dan gaat iedereen op dezelfde manier verkeerd zitten. Meer nuance of maatwerk is daarom gewenst.

PARTIJEN ZOALS ABP ONDERSCHATTEN HUN MACHT

Het is een slechte zaak dat wanneer grote beleggers, die ver voor de troepen uit zouden moeten lopen, als het aankomt op duurzaamheid dan de dialoog niet aangaan. Boot vond mede daarom ook de verkoop van de aandelen Shell door ABP geen goede zaak. ABP zou er veel meer aan hebben als ze juist met Shell de dialoog verder aan zouden gaan om nog schoner te worden. In de ogen van Boot onderschat ABP haar eigen invloed en die zou het bedrijf dan ook zeker moeten gebruiken om ESG zaken hoger op de agenda te krijgen bij bedrijven. ABP kan niet direct de koers bij een bedrijf veranderen maar het kan wel een duw in de goede richting geven. Boot verwees naar een Amerikaanse financiële instelling waar hij in de board zat. Dit bedrijf ging op roadshow in Nederland en werd door ABP gevraagd naar hun ESG zaken en dit triggerde het bedrijf om ESG wel op hun agenda te zetten.

STAR ESG BELEID NIET EFFECTIEF

Om het beleid van de overheid beter aan te laten sluiten bij de bedrijven is de WRR actief met diverse projecten om deze kloof te dichten. Boot is hier ook bij betrokken³ om mede na te denken hoe ondernemers meer bij de hand te nemen maar ook

tegelijkertijd benaderd worden om overheidsbeleid beter aan te laten sluiten. Ondernemers hebben al hun handen vol aan hun eigen beleid de bemoeienis van de overheid is lang niet altijd voorspelbaar. *“Ondernemers zijn creatieve mensen met vaak lange termijn projecten. Dat gaat niet goed samen met onvoorspelbaarheid van de overheid. ESG vraagt om een lange termijn commitment, van de overheid en ook van de bedrijven zelf. En zonder te bagatelliseren, ben realistisch, een gemiddeld bedrijf kan nooit over al haar facetten continu ESG-verantwoording afleggen.”* aldus Boot. Vereenvoudiging is hierom zeker een noodzaak. Richt je op effectief beleid. Zo is het beprijzen van vervuiling een middel dat heel effectief kan zijn, denk aan een CO₂-heffing. *“Er zal bijna geen econoom tegen het beprijzen van externe effecten zijn”* zo stelt Boot. De huidige CO₂-verrekeningen staan nog in de kinderschoenen maar moeten juist het uitgangspunt van beleid zijn. *“Als het geen uitgangspunt van beleid is: hier wel en daar niet, dan gaat iedereen arbitrezen”* zo vreest de professor. Hij benadrukt verder dat wij als Nederland zeker niet moeten gaan wijzen naar landen in de Derde Wereld dat zij ook mee moeten doen met onze standaarden dan komen wij nergens. Wij zijn rijk genoeg om voorop te lopen. Dus bedrijven neem eigen verantwoordelijkheid en schuif die niet af. Hij verwees hiermee naar het door DSM verkopen van een vervuilende activiteit aan een bedrijf in een land dat minder streng is met ESG. Het vervuilingprobleem blijft dan bestaan en DSM ontloopt hiermee dan haar verantwoordelijkheid.

Inzake ESG pleit Boot voor:

- Beprijzen vervuiling
- Helderder beleid

MAATSCHAPPELIJKE BETROKKENHEID GROEIT

Ook over het heffen van belastingen (successierechten) bij een overlijden komt bij Boot zijn maatschappelijke betrokkenheid boven: in tegenstelling tot consensus vindt hij het zeker fair dat een deel van de erfenis naar de maatschappij gaat. *“Het geld komt immers ook uit de maatschappij. Erfenissen 100% ten goede laten komen aan je eigen kinderen is daarom niet het beste voor de maatschappij”* aldus Boot.

ALS WE NU 100% ESG PROOF MOETEN ZIJN DAN IS 3/4^e VAN DE BEVOLKING WERKLOOS

Het vaak gehoorde argument van *“want we betalen al genoeg”* is volgens de econoom niet relevant want de economische kringloop is juist constant en stopt niet. Het stemt Boot tevreden dat het wel meer mainstream wordt om maatschappelijker te denken. Hij verwees hiervoor naar bijvoorbeeld consultants die steeds minder speelruimte hebben om belastingen (ontwijkings)-constructies te adviseren omdat ze meer en meer afgerekend worden op een ‘maatschappelijke

zorgplicht'. *“Het wordt gelukkig meer ‘not done’ om hele creatieve fiscale trucs te bedenken die niets met het bedrijf te doen hebben behalve belastingbesparing”* aldus Boot.

PERSPECTIEF IN CRYPTO

Natuurlijk benadrukt Boot dat de huidige wildwest taferelen in de cryptowereld erg ongewenst zijn maar we moeten absoluut niet het kind met het badwater weggooien aldus de econoom. De huidige ontwikkelingen zijn vaak te turbulent om er een goed beeld van te krijgen maar het is zeker dat crypto-toepassingen erg nuttig kunnen zijn. Boot verwees hiervoor naar de entree van cryptobetalingen in het zuidelijke deel van Afrika.⁴ Hier waren tot voor kort internationale betalingen erg duur met fees tot wel 15 procent. Via crypto kan het fors goedkoper en sneller en dit is een mega boost voor dergelijke gebieden aldus een hoopvolle Boot. Denk aan het geld dat de Afrikaanse immigranten in de VS naar ‘huis’ sturen, dat wordt nu veel minder afgeroomd.

GEEN ECONOMOOS IS TEGEN BEPRIJZEN NEGATIEVE EXTERNE EFFECTEN

De cryptowereld ontbeert echter nog wel regulering zoals we die zelfs voor bijvoorbeeld loterijen hebben. Intermediairs/brokers zouden hiermee de poort moeten bewaken. Een volledig gedecentraliseerde cryptowereld is volgens hem waarschijnlijk niet de toekomst. Er zullen meer regels komen en toezichtseisen, en dat betekent meestal weer centralisatie. Maar bagatelliseer de ontwikkeling niet. *“Iedere transitieperiode gaat nu eenmaal met schokken die we moeten accepteren en op termijn blijkt hoe de cryptowereld ons verder kan brengen”* aldus de econoom.

FINANCIËLE SECTOR IS EEN WOEKERPOLIS OP DE ECONOMIE

Het nog uit 1995 stammende ‘*Koopsommen en premie-stortingen. Een goudmijn maar voor wie?*’²⁵ is nog dagelijks actueel. Dit artikel had vooral betrekking op de diverse woekerpolisaffaires waar beleggers forse bedragen betaalden terwijl ze fors het schip in gingen. De markt voor de koopsommen, de derde pijler van het pensioenstelsel, is hard gekrompen (omdat ze er zelf een potje van gemaakt hebben) ten faveure van de pensioenfondsen. Boot betreurt dit: *“want dit was een wel een flexibele schil en nu zitten we met zijn allen in het pensioenstelsel redelijk vast. Natuurlijk is er nu veel meer transparantie en het zal lastiger worden om op dezelfde manier met dezelfde hoge kosten de mensen weer voor de gek te houden”* zo stelt Boot. Deze markt is dus mede door zichzelf gedecimeerd. Boot noemt het eigenlijk onbestaanbaar dat een bedrijfstak zoals de asset management industrie waar gigantisch veel mensen werken die een aanzienlijk deel van rendementen opsnoepen op deze schaal nog kan bestaan. *“Beleggers zijn een dief van hun eigen portemonnee. De grootte van de sector is niet rationeel”* aldus Boot. Er is een beter evenwicht nodig, immers

zonder voldoende toegevoegde waarde van de financiële sector is zij een soort woekerpolis op de rest van de economie die immers er voor betaalt.

FINANCE MOET DICHTER OP DE REËLE ECONOMIE

De laatste jaren zagen we de markt voor ETF's natuurlijk keer op keer exploderen. Boot juicht dit toe maar stelt wel dat beleggen zo verder af gaat wijken van het echte investeren. Beleggen is nu meer geld stoppen in een onbekend iets en hopen dat het meer waard wordt terwijl het echte investeren puur gericht is op het helpen van de onderliggende bedrijven.⁶ Hier is volgens de econoom nu een te grote afwijking. Grote beleggers zouden dus wat dit betreft meer actief moeten worden, en bedrijven echt moeten begrijpen. Dit gaat echter nog moeizaam want pensioenfondsen zijn als de dood voor private equity investeerders – die ondernemingen wel echt begrijpen – vanwege het vaak extreme verdienmodel van de partners in private equity, en dit botst mogelijk weer met ESG. Pensioenfondsen kunnen zodoende lastig dichterbij de reële economie komen. Het model van de vroegere onderhandse markt zou eigenlijk weer zijn intrede moeten doen aldus Boot. Hij pleit daarom voor 2 modellen, met beide een mogelijke rol voor banken:

- MKB financieringen (niet op de bankbalans)
- Specifieke fondsen door pensioenbeleggers

FINANCIËLE SECTOR IN VERKEERDE ROL IS EEN WOEKERPOLIS OP DE ECONOMIE

De leningen moeten dan niet op bankbalans komen, maar de bank speelt hier dan een andere, bemiddelende rol: zij is vanwege haar netwerk de spil tussen de investeerders en de bedrijven. *“De uitzettingen kan niet (of maar zeer beperkt) op bankbalans want banken zijn veel te scherp gefinancierd: zo ongeveer 95 procent van de creditzijde van de bankbalans bestaat uit vreemd vermogen, slechts 5% is risicodragend eigen vermogen. Banken kunnen dus eigenlijk nooit geld investeren in iets dat risico heeft”* aldus Boot. Dit in tegenstelling tot pensioenfondsen die dit makkelijker kunnen en die beleggen ook voor de langere termijn. De bank gaat in Boot's ogen dan ook minder als kapitaalverschaffer fungeren maar meer als koppeling tussen investeerders en de bedrijven. Ook voor de kleinere bedrijven zoals mkb zou dit mogelijkheden kunnen bieden hetgeen met kunstmatige intelligentie en steeds meer beschikbare data bases goedkoper en effectiever zou moeten kunnen dan in het verleden zo stelt Boot.

POSITIEF OVER REËLE ECONOMIE: MAAR TE LANGE CORONASTEUN IS STILSTAAN

Voor de financiële markten is Boot sceptischer want volgens hem zijn de waarderingen op de beurzen versus de reële econo-

mie enorm uit het lood geslagen. De rentes zullen te zijner tijd weer gaan stijgen en de vastgoedprijzen zijn sky high. Een forse beursklap zal er absoluut eens aankomen en dan is een tijdige zwaai van groeiaandelen naar valueaandelen een raadzame. En investeren – dicht op de echte economie zitten – is raadzaam. Tenslotte bespraken we natuurlijk ook de impact van corona: *“Ook de corona-impact is iets dat de reële economie redelijk goed heeft kunnen incasseren, en steun heeft geholpen, maar cruciaal nu is dat we niet blijven steunen”* waarschuwt Boot. De steun houdt de mensen op de verkeerde plaatsen vast terwijl we ze op andere plekken nodig hebben. Alle steun is per definitie aan bestaande bedrijven en niet aan nieuwe bedrijven terwijl de productiviteitsgroei juist weer vooral van nieuwe bedrijven komt. *“Elke steun zorgt dus voor minder productiviteitsstijging en wij worden in Nederland alleen maar rijker door productiviteitsstijgingen”*⁷ zo besluit Boot.

Noten

- 1 <https://www.arnoudboot.nl>
- 2 <https://www.wrr.nl/over-de-wrr/raad-en-adviserende-leden/arnoud-boot>
- 3 Zie het project 'Onderneming en maatschappij' op: <https://www.wrr.nl/adviesprojecten>
- 4 <https://www.nielsen.com/us/en/insights/article/2021/widespread-m-payment-adoption-in-africa-inspires-growing-interest-in-crypto-currencies/>
- 5 https://www.arnoudboot.nl/publication/444/onderzoek_over_woekerpolissen_arnoud_w._a._boot_universiteit_van_amsterdam_1995/download
- 6 <https://www.arnoudboot.nl/files/files/Boot%20et%20al-%202021%20-%20Fintech%2C%20What's%20Id%2C%20What's%20New%20-%20JFS.pdf>
- 7 <https://www.arnoudboot.nl/files/files/Boot%202021%20-%20Exit%20uit%20coronasteun%20alleen%20via%20stimuleren%20productiviteit%20-%20nrc-handelsblad-20210615-4364218.pdf>

Individuele duurzaamheidsvoorkeuren in het nieuwe pensioenstelsel

Anne Kock, Menko Nieland, Janwillem Engel

Een belangrijk kenmerk van het nieuwe pensioenstelsel is dat de individuele deelnemer meer centraal staat. Daarnaast neemt de aandacht en het belang van duurzaamheid in de beleggingsportefeuille steeds verder toe. Voor pensioenfondsen betekent dit de uitdagende taak om onderbouwde keuzes te maken voor een beleggingsbeleid dat rekening houdt met duurzaamheid en tegelijkertijd past bij de deelnemers. En om vervolgens verantwoording af te leggen over deze keuzes en het gevoerde beleid. In dit artikel beschrijven wij hoe pensioenfondsen deze uitdaging aan kunnen pakken door de voorkeuren van deelnemers uit te vragen en te betrekken in het proces van het vaststellen van ambities naar een duurzaam beleggingsbeleid.

MEER AANDACHT VOOR DUURZAAMHEID

De nieuwsberichten over actievoerders bij pensioenuitvoerders, maar ook de reclamespotjes van non-gouvernementele organisaties (ngo's) die deelnemers aansporen hun pensioenfonds aan te spreken op fossielvrij beleggen, zullen niemand zijn ontgaan. Een aantal pensioenfondsen, waaronder grote fondsen zoals PME en ABP, kondigde onlangs aan uit fossiele brandstoffen te stappen. Hoe dan ook: duurzaamheid is een onderwerp dat leeft en veel aandacht krijgt, ook in de pensioensector.

Dit geldt overigens niet alleen voor het onderwerp klimaat. Ook andere duurzaamheidsthema's, zoals mensenrechten en arbeidsomstandigheden kunnen ervoor zorgen dat pensioenfondsen in de media komen. We hebben bijvoorbeeld gezien

dat pensioenfondsen die in de media geassocieerd zijn met beleggingen in kobaltmijnen waar de arbeidsomstandigheden erbarmelijk zijn, deze beleggingen van de hand doen. Zo volgde op een uitzending van KRO NCRV¹ over kobaltmijnen, het bericht dat pensioenfonds ABP (2021) het belang in mijnbouwbedrijf Glencore van de hand doet.

Onderzoek van Montae & Partners (2021) laat zien dat 74% van de respondenten duurzaam beleggen belangrijk vinden. Er is geen onderscheid te zien in leeftijd voor de groep deelnemers die aangaf duurzaam beleggen belangrijk te vinden. Verder geeft 26% van de respondenten aan te geloven dat duurzaam beleggen ook een hoger pensioen oplevert.

drs. Janwillem Engel

Investment consultant bij Montae & Partners



ir. Anne Kock

Investment consultant bij Montae & Partners.



Menko Nieland MSc

Investment consultant bij Montae & Partners.



Ook bij toezichthouder DNB zien we de aandacht voor duurzaamheid toenemen. Duurzaamheid is een vast onderdeel geworden van het toezicht en komt terug in onderzoeken en (toetsings)gesprekken. In de sectorbrief van DNB (2018) riep DNB al op om te zorgen voor draagvlak en commitment voor het duurzaamheidsbeleid, een vermogensbeheerder te zoeken die bij de doelstellingen van het pensioenfonds past, keuzes te maken en samen te werken en vooral aan de slag te gaan.

Dat beleggers duurzaamheid waarderen, laten bijvoorbeeld Hartzmark en Sussman (2019) zien. Zij tonen aan dat beleggers bij een economische schok bewegen naar fondsen met een hogere duurzaamheidsscore. Ze concluderen hieruit dat duurzaamheid een voorspeller is voor toekomstige goede prestaties. Bauer et al (2018) hebben een onderzoek onder pensioendeelnemers gedaan naar hun duurzaamheidsvoorkeuren. In dit onderzoek tonen zij aan dat het merendeel van de ondervraagden een voorkeur heeft voor duurzame beleggingen en dat ruim 40% van de ondervraagden vindt dat dit zelfs ten koste mag gaan van financieel rendement. Barber et al (2016) laten zien dat er grote vraag is naar impactfondsen en dat die vraag – naast ‘mission investors’ en organisaties die een politieke of wettelijke druk voelen om impactinvesteringen te doen – meer afkomstig is van huishoudens dan van organisaties. Ook dit is een signaal dat pensioenfondsdeelnemers open staan voor duurzame beleggingen.

DEELNEMER (NOG MEER) CENTRAAL IN HET NIEUWE STELSEL

In het nieuwe pensioenstelsel kunnen deelnemers meer individuele keuzes maken. Dit geldt voor het solidaire contract en nog meer voor het flexibele contract. Zo kunnen individuele voorkeuren, op basis van een individueel risicoprofiel of een risicoprofiel per cohort, meegenomen worden in de inrichting van de beleggingsportefeuille. Dit geldt niet alleen voor voorkeuren ten aanzien van risico en rendement, maar ook bijvoorbeeld voor voorkeuren ten aanzien van duurzaamheid.

Niet alleen na invoering van het nieuwe pensioenstelsel, maar ook nu al roept DNB (2018) pensioenfondsen op om te laten zien dat het duurzaamheidsbeleid draagvlak heeft. Daarnaast schrijft het Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (IMVB) convenant voor dat “het bestuur ervoor zorgt dat er onder deelnemers draagvlak bestaat voor de keuzes over verantwoord beleggen” (SER, 2018).

Het is dus van belang in het nieuwe stelsel, maar ook nu al, dat pensioenfondsen een helder beeld krijgen van de voorkeuren van de deelnemers met betrekking tot duurzaamheid. Dat kan heel goed middels een deelnemersonderzoek, al dan niet als onderdeel van een bredere uitvraag. In zo’n uitvraag kun je als pensioenfonds peilen hoe belangrijk duurzaamheid is ten opzichte van risico en rendement. Moet financieel rendement altijd voorop staan, of staat dit op gelijk niveau met maatschappelijk rendement? Onder welke voorwaarden moet dit wel/niet gebeuren? Bijvoorbeeld als het gaat om het schenden van mensenrechten zullen pensioenfondsen lang niet altijd financi-

eel rendement zwaarder wegen dan maatschappelijk rendement. Ook is het goed om na te gaan wat deelnemers verstaan onder duurzaamheid, welke risico’s zij zien en welke thema’s zij belangrijk vinden. Dit geeft richting en focus aan de ambitie en het duurzaamheidsbeleid van pensioenfondsen, bijvoorbeeld in de keuze voor thema’s bij engagement, uitsluitingen of (positieve) impact beleggingen. Bij het flexibele contract kan hierbij worden gedacht aan het bieden van een keuze tussen een duurzame en een traditionele lifecycle, waarbij de duurzame lifecycle gebaseerd is op de voorkeuren van deelnemers. Ten slotte is het van belang de deelnemer bewust te maken van de verbanden tussen de beleggingskeuzes en de impact daarvan op de maatschappij: een “groene” portefeuille is niet automatisch het bijdragen aan een “groene” maatschappij. Het uitsluiten van fossiele brandstoffen betekent bijvoorbeeld dat de portefeuille “groener” wordt, maar draagt nog niet bij aan de “vergroening” van de bedrijven die die fossiele brandstoffen produceren of er gebruik van maken, zoals de Pensioenfederatie bijvoorbeeld stelt de discussienota over klimaatrisico’s (2020). Het bericht dat een aantal pensioenfondsen niet meer beleggen in fossiele brandstoffen, maakte daarom de discussie los of meer bereikt wordt door desinvestering of door actief het gesprek aan te gaan met de bedrijven waarin we investeren (engagement). De wensen van de deelnemers kunnen richting geven aan hoe een pensioenfonds zich positioneert in deze discussie.

DUURZAAMHEID IS EEN ONDERWERP DAT LEEFT EN VEEL AANDACHT KRIJGT, OOK IN DE PENSIOENSECTOR

In de opbouw van het deelnemersonderzoek is het aan te raden om van tastbare voorbeelden die herkenbaar zijn voor deelnemers, naar het grotere plaatje te gaan. Dit kan door een onderscheid te maken tussen duurzaamheid in de persoonlijke situatie van de deelnemer en duurzaamheid in de beleggingen. Voor de deelnemer is het zo makkelijker om duurzaamheidsvraagstukken in perspectief te plaatsen, al is er zeker geen directe relatie aan te brengen tussen de persoonlijke duurzaamheidsvoorkeuren en de voorkeuren op beleggingsgebied. Iemand kan persoonlijk weinig doen aan duurzaamheid, maar vinden dat er juist op hoger niveau stappen van betekenis gezet moeten worden. Het omgekeerde kan ook gelden. Een deelnemersonderzoek als onderdeel van een bredere uitvraag heeft als voordeel dat een zuiverder beeld ten aanzien van de deelnemersvoorkeuren op het gebied van duurzaamheid gekregen kan worden. Een breder onderzoek zal immers ook een bredere deelnemersgroep aantrekken.

DEELNEMERSVOORKEUREN ZIJN BEKEND. EN DAN?

Wanneer de deelnemersvoorkeuren op het gebied van duurzaamheid duidelijk zijn, loopt een pensioenfonds de beleggingscyclus door ten aanzien van duurzaamheid: de ESG-cyclus (zie figuur 1).

Figuur 1
De ESG-cyclus



De deelnemersvoorkeuren worden direct vertaald in een ESG-ambitie. De ambitie wordt vervolgens geconcretiseerd in zo SMART mogelijke ESG-doelstellingen. Om die doelstellingen te kunnen realiseren kan een pensioenfonds verschillende instrumenten in het duurzaamheidsbeleid opnemen:

- actief aandeelhouderschap ('engagement' en stemmen op aandeelhoudersvergaderingen);
- het uitsluiten van beleggingen die niet passen bij de doelstellingen;
- het insluiten van beleggingen die juist goed aansluiten bij de doelstellingen (zoals bijvoorbeeld een best-in-class aanpak);
- impact- of themabeleggen.

Het hebben van een ambitie hoeft niet te betekenen dat een pensioenfonds ambitieus is op het gebied van duurzaamheid. Indien de ambities van de deelnemers, en daarmee van het pensioenfonds, beperkt zijn, is het nog altijd mogelijk hier ook,

minder ambitieuze, doelstellingen aan te koppelen. De implementatie vertaalt zich dan in een beperktere inzet van instrumenten. Een pensioenfonds dat niet hele ambitieuze doelstellingen heeft, maakt bijvoorbeeld vaak wel gebruik van het instrument uitsluiten en beperkt van het instrument engagement, maar zal niet snel overgaan tot impactbeleggen of positieve selectie (insluiten). In figuur 2 is het ambitieniveau gekoppeld aan de inzet van de instrumenten.

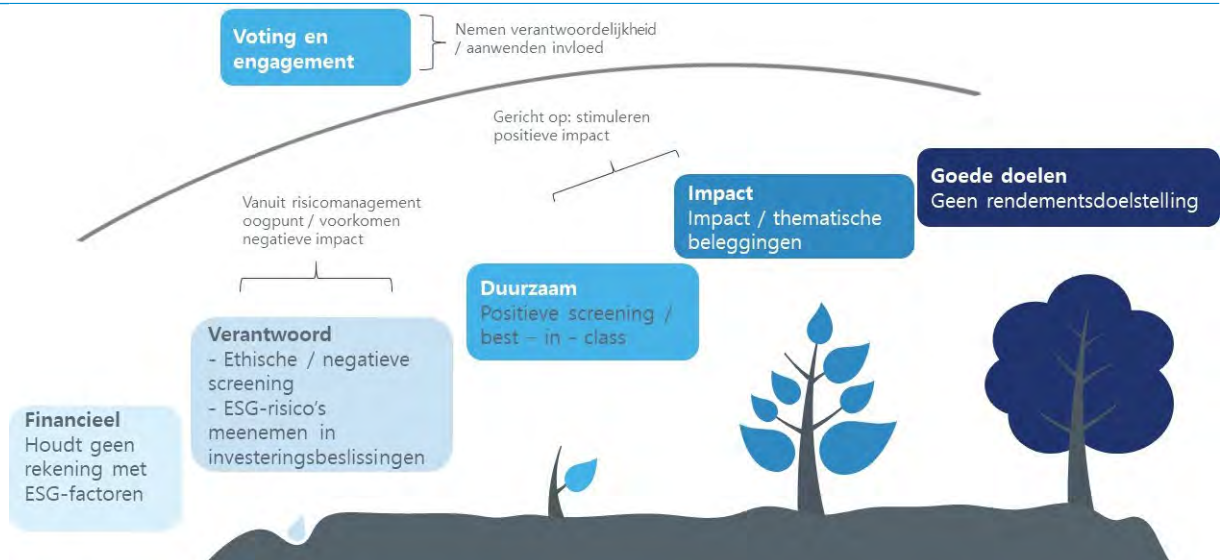
Het ambitieniveau van het pensioenfonds, op basis van de voorkeuren van de deelnemers, is tevens bepalend voor de classificatie die pensioenfondsen moeten geven aan de pensioenregelingen uit hoofde van Europese verordening met betrekking tot informatieverstrekking over duurzaamheid (de SFDR-classificatie).

HET IS VAN BELANG IN HET NIEUWE STELSEL, MAAR OOK NU AL, DAT PENSIOENFONDSEN EEN HELDER BEELD KRIJGEN VAN DE VOORKEUREN VAN DE DEELNEMERS MET BETREKKING TOT DUURZAAMHEID

De voorkeuren van deelnemers worden meegenomen in de risicovoorkeuren ten aanzien van duurzaamheid van deelnemers in een ALM-studie (denk aan klimaatrisico). Deelnemersvoorkeuren kunnen ook terugkomen bij het selecteren van thema's waar het pensioenfonds zich in de doelstellingen en uitvoering op focust.

De doelstellingen worden vervolgens vertaald naar en geïmplementeerd in het ESG-beleid (dat vaak een onderdeel is van het beleggingsbeleid). Dit start met de keuze voor benchmarks die passen bij die doelstellingen. Vervolgens worden

Figuur 2
Ambitie en de inzet van instrumenten



vermogensbeheerders geselecteerd die invulling kunnen geven aan een portefeuille passend bij de gekozen benchmark. De thema's die het pensioenfonds op basis van deelnemersvoorkeuren heeft geselecteerd, kunnen bijvoorbeeld terugkomen in het engagementprogramma en eventueel in impactbeleggingen. Een voorbeeld hiervan is het Bedrijfstakpensioenfonds voor de Meubelindustrie (2020), dat op de website aangeeft dat de deelnemersvoorkeuren zijn meegenomen in de implementatie van het beleid duurzaam beleggen, onder andere in het bepalen van welke bedrijven uitgesloten worden en waarover de dialoog met bedrijven wordt gevoerd. Wanneer ook het engagement-instrument wordt ingezet, heeft het pensioenfonds de keuze dit in te vullen via de geselecteerde vermogensbeheerders, of via een 'overlay'. In het laatste geval wordt het in gesprek gaan met de bedrijven uit de portefeuille en het stemmen op aandeelhoudersvergaderingen als dienst bij een aparte dienstverlener ingekocht. Deze overlay'-dienstverlening wordt integraal op basis van de gehele beleggingsportefeuille uitgevoerd, in plaats van per deelportefeuille.

COMMUNICATIE OVER ESG WORDT STEEDS BELANGRIJKER

Het monitoren van de duurzaamheidsdoelstelling via adequate rapportages met concrete en passende indicatoren, en de evaluatie van (het bereiken van) de doelstellingen en het op basis daarvan bijstellen van ambities en beleid maakt de cirkel rond.

COMMUNICATIE OVER DUURZAAMHEID

Als de ESG-cyclus gevolgd is, hebben de deelnemersvoorkeuren geleid tot een ambitie en doelstellingen die geleid hebben tot een duurzaamheidsbeleid. Doordat de beleidskeuzes gekoppeld zijn aan de vragen die bij een deelnemersonderzoek zijn gesteld, kan door die koppeling een pensioenfonds gemakkelijker communiceren over duurzaamheid met deelnemers en andere stakeholders. Dit maakt het herkenbaar en consistent.

Communicatie over ESG wordt in het algemeen steeds belangrijker. Zoals we eerder opmerkten, leeft het onderwerp in de maatschappij. Ook toenemende transparantie-eisen, bijvoorbeeld vanuit de EU-regelgeving, zorgen ervoor dat pensioenfondsen meer en meer over duurzaamheid moeten en willen communiceren. Naast de wettelijk verplichte communicatie over duurzaamheid, zien we steeds meer pensioenfondsen die een ESG-jaarverslag publiceren. Het is een wettelijke verplichting om inzicht te geven in de wijze waarop rekening wordt gehouden met duurzaamheid in het beleggingsbeleid. Vaak is dit in een document dat voor de deelnemers nog niet heel toegankelijk is, maar uiteraard kunnen pensioenfondsen ook hier slagen in maken door een laagdrempelige of gelaagde versie te maken. Naast de eenmalige en jaarlijkse verplichte communicatie, maken veel fondsen gebruik van webinars, nieuwsbrieven, vlogs

en andere meer frequente en soms laagdrempelige communicatiemogelijkheden om iets te vertellen over duurzaamheid.

ESG BELEGGINGSMOGELIJKHEDEN IN HET NIEUWE STELSEL

In het nieuwe pensioenstelsel worden de risicorestricties vanuit het toezichtskader naar verwachting soepeler dan nu. Dit maakt de mogelijkheden te beleggen in minder liquide oplossingen groter, zeker in het solidaire contract, al moet er wel rekening worden gehouden met de mogelijkheid die er vanaf 1 januari 2023 komt om eenmalig 10% van het totale ouderdomspensioen te laten uitkeren. Pensioenfondsen krijgen hierdoor ook meer ruimte voor illiquide impactbeleggingen. Hiermee kunnen fondsen nog meer een gerichte invulling geven aan hun ESG-doelstellingen. Vanzelfsprekend is het wel zaak voldoende aandacht te besteden aan het vooraf duidelijk stellen van de uitgangspunten en randvoorwaarden voor de belegging. En vervolgens ook voor de risicobeheersing. Dit vergt, door het vernieuwende en het minder liquide karakter van de belegging, meer tijd dan een "recht-toe-recht-aan" beleggingsoplossingen.

De mogelijkheden voor pensioenfondsen om hun ESG-ambities ook werkelijk in de beleggingsportefeuille te implementeren zijn de laatste jaren sterk toegenomen. Dit geldt niet alleen voor de grote fondsen die meer mogelijkheden hebben voor op maat gesneden oplossingen in de vorm van beleggingsmandaten. Maar ook voor de kleinere pensioenfondsen die voor de implementatie meer zijn aangewezen op beleggingsfondsen, valt er meer te kiezen. Dit begon al jaren geleden met aandelenbeleggingsfondsen die via screening bepaalde sectoren uitsloten. Maar inmiddels zijn de mogelijkheden met de komst van steeds verder gaande ESG-benchmarks en de uitbreiding naar andere beleggingscategorieën ook voor kleinere pensioenfondsen sterk toegenomen. Zo worden er steeds meer beleggingsoplossingen ontwikkeld op benchmarks die aansluiten op de doelstellingen van het klimaatakkoord van Parijs uit 2016, waarbij het ambitieniveau op het bereiken van klimaatdoelstellingen aanzienlijk hoger ligt dan bij de meeste andere benchmarks, bijvoorbeeld door MSCI en FTSE. De eerste pensioenfondsen hebben dergelijke benchmarks inmiddels geadopteerd. Met de keuze voor een ESG-benchmark is het tevens mogelijk passief te (blijven) beleggen in specifieke oplossingen. De actieve keuze van het pensioenfonds betreft dan de keuze voor de benchmark.

Pensioenfondsen kunnen direct ingrijpen in het beleggingsuniversum, bijvoorbeeld door gebruik te maken van een ESG-benchmark of een uitsluitingenlijst. Daarnaast kunnen pensioenfondsen van iedere omvang ook een actieve invulling geven aan hun aandeelhouderschap door in samenwerking met andere beleggers met bedrijven in gesprek te gaan en te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen.

CONCLUSIE

Duurzaamheid is een onderwerp dat leeft in de pensioensector en waarvoor de aandacht en het belang de afgelopen jaren door ontwikkelingen in maatschappij en wetgeving vele malen groter

is geworden. Ook de beleggingsmogelijkheden om duurzaam te beleggen zijn toegenomen. Pensioenfondsen hebben de complexe taak om hierin beleggingskeuzes te maken en verantwoording af te leggen. Naast financiële rendementen moeten maatschappelijke rendementen en de belangen van de deelnemers worden afgewogen. Een deelnemersonderzoek naar voorkeuren over duurzaamheid biedt het pensioenfonds een goed instrument om onderbouwd en gericht tot een duurzaamheid beleggingsbeleid te komen. Een beleid waarin de doelstelling, ambitie en gebruikte instrumenten aansluiten bij de voorkeuren van deelnemers, en waarin verantwoording kan worden afgelegd aan deelnemers over de gemaakte keuzes en behaalde resultaten. In het nieuwe pensioenstelsel komt de individuele voorkeur van de deelnemer nog meer centraal te staan en neemt het belang hiervan toe. Wachten op het nieuwe pensioenstelsel voor in het in kaart brengen van de voorkeuren van deelnemer is echter niet nodig: ook in het huidige stelsel is het mogelijk om tot een duurzaamheidsbeleid te komen dat past bij de deelnemers!

Literatuur

- ABP Pensioenfonds voor overheid en onderwijs, 2021, *ABP verkoopt belang in mijnbouwbedrijf Glencore*, persbericht op <https://www.abp.nl/over-abp/actueel/nieuws/abp-verkoop-%20belang-in-mijnbouwbedrijf-glencore%20.aspx>
- Barber, B.M., A. Morse and A. Yasuda, 2016, *Impact Investing*, Journal of Financial Economics, Volume 139, Issue 1, January 2021, Pages 162-185
- Bauer, R., T. Ruof and P. Smeets, 2018, *Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments*, The Review of Financial Studies, Volume 34, Issue 8, August 2021, Pages 3976-4043
- Bedrijfstakpensioenfonds voor de Meubelindustrie, 2020, *Mening deelnemers over duurzaamheid*, notitie op <https://www.meubelpensioen.nl/sites/default/files/documenten/opinie-deelnemer-duurzaamheid-update-2020.pdf>
- De Nederlandsche Bank (DNB), 2018, *Sectorbrief Duurzaam beleggen pensioenfondsen, Inzichten in de praktijk*
- Hartzmark, S.M. and A.B. Sussman, 2019, *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 565/2018, April 2019
- Montae & Partners, 2021, *Deelnemersonderzoek: werk aan de Winkel*, artikel op <https://www.montaepartners.nl/post/deelnemersonderzoek-werk-aan-de-winkel-voor-pensioenfondsen-en-werkgevers>
- Pensioenfederatie, 2020, *Impact van klimaatrisico's op pensioenfondsen*. Discussienota
- Sociaal Economische Raad (SER), 2018, *Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen*

Noot

- 1 Waarde van de aarde: Crimineel kobalt | KRO-NCRV, 19 mei 2021, <https://kro-ncrv.nl/persberichten/waarde-van-de-aarde-crimineel-kobalt>

De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld

Servaas van Bilzen, Roel Mehlkopf en Antoon Pelsser

INLEIDING

De solidariteitsreserve is een nieuw element van het nieuwe pensioenakkoord. Voor Netspar deden wij onderzoek naar de solidariteitsreserve, dat werd gepubliceerd in oktober 2021 als Netspar Design Paper (Van Bilzen et al, 2021). Dit artikel in VBA Journaal is een ingekorte versie van deze publicatie.

In het onderzoek staat de vraag centraal hoe de solidariteitsreserve kan bijdragen aan intergenerationele risicodeling en welke inzichten dit oplevert voor de gewenste vormgeving van de vul- en uitdeelregels van de reserve. De zes conclusies zijn:

1. Beleidsmakers dichten vier voordelen toe aan de solidariteitsreserve: i) het delen van beleggingsrisico tussen huidige en toekomstige generaties, ii) het voorkomen van pech- en gelukgeneraties, iii) het delen van macro langlevensrisico en iv) het delen van inflatierisico.
2. De solidariteitsreserve heeft meerwaarde bij risicodeling van beleggingsrisico tussen huidige en toekomstige generaties. De introductie van de solidariteitsreserve kan dus leiden tot een ex ante welvaartsverbetering.
3. Risicodeling met toekomstige deelnemers leidt niet tot minder pech- en gelukgeneraties.
4. 'Ex post sturing' via de solidariteitsreserve heeft geen meerwaarde.
5. Solidariteitsreserve is in principe niet nodig voor het delen van macro langlevensrisico.

6. We stellen voor om een apart beschermingsrendement voor inflatierisico te onderzoeken. We kennen al een apart beschermingsrendement voor macro langlevensrisico.

In dit artikel lichten we deze conclusies toe.

DE SOLIDARITEITSRESERVE

Op 16 december 2020 heeft de regering consultatiewetgeving gepubliceerd voor de hervorming van het pensioenstelsel. De hervorming omvat een nieuw fiscaal kader en een nieuw pensioencontract (NPC). In het NPC bouwen deelnemers een persoonlijk 'aandeel' op in een collectief fondsvermogen. Dit kenmerk vertoont overeenkomsten met de bestaande beschikbare premieovereenkomsten die vallen onder de Wet verbeterde premieregeling (Wvp), waarbij deelnemers individueel pensioenvermogen opbouwen.

Kenmerkend voor het NPC is dat een deel van het collectieve fondsvermogen aan niemand wordt toegewezen. Dit deel van het collectieve vermogen wordt de solidariteitsreserve genoemd. De solidariteitsreserve kan worden gebruikt voor transfers tussen generaties voor intergenerationele risicodeling. Er zijn twee manieren om de solidariteitsreserve te vullen: i) via het direct afkomen van maximaal 10% van de premie-inleg van deelnemers en ii) via het afkomen van maximaal 10% van de positieve overrendementen op de persoonlijke vermogens van deelnemers. De solidariteitsreserve kan worden uitgekeerd aan

dr. Servaas van Bilzen

Universitair Hoofddocent Actuariële Wetenschappen
Universiteit van Amsterdam



dr. Roel Mehlkopf

postdoctoraal onderzoeker Tilburg University en
adviseur bij Cardano



prof.dr. Antoon Pelsser HonFIA

Partner bij Risk-at-Work Consulting en hoogleraar
Universiteit van Amsterdam en Universiteit Maastricht



deelnemers op basis van regels die de pensioenfondsen op voorhand hebben vastgelegd. De solidariteitsreserve kan ex ante herverdelingseffecten hebben tussen generaties, en deze effecten zijn afhankelijk van fonds-specifieke regels voor het vullen en uitdelen uit de reserve, zie hiervoor het nog onderzoek van Van Bilsen, Mehlkopf en Van Stalborch (2022) dat begin 2022 gepubliceerd zal worden. Dit paper hanteert een value-based techniek (conform de aanpak bij embedded opties) om de stochastische afdrachten en uitbetalingen van de solidariteitsreserve te waarderen op basis van marktwaarde.

De regels voor het vullen en uitdelen van de solidariteitsreserve worden niet opgelegd door de wetgever: pensioenfondsen krijgen de ruimte om zelf een invulling te kiezen die past bij de doelen waarvoor zij de solidariteitsreserve willen benutten. Echter, de wetgever legt wel grenzen op aan de ruimte die pensioenfondsen hebben. Dit omdat de intergenerationele risicodeling onder druk komt te staan als blijkt dat specifieke leeftijdsgroepen sterk benadeeld worden in een scenario met grote mee- of tegenvallers. Dit wordt ook wel het risico op discontinuïteit genoemd.

WETTELIJKE GRENZEN

De wettelijke grenzen aan de solidariteitsreserve hebben als doel om het risico op discontinuïteit te beperken. De consultatiewetgeving vermeldt dat de solidariteitsreserve niet negatief mag zijn en dat de omvang ervan gemaximeerd is op 15 procent van het totale fondsvermogen. Het percentage van de premie-inleg dat direct wordt afgedragen aan de solidariteitsreserve is begrensd op 10 procent. Het percentage van het positieve overrendement op de persoonlijke vermogens dat wordt afgeroomd ten gunste van de solidariteitsreserve is eveneens begrensd op 10 procent.

ONDERZOEKSAANPAK

In ons onderzoek staat de vraag centraal hoe de solidariteitsreserve kan bijdragen aan intergenerationele risicodeling. We hanteren een welvaartsanalyse als instrument om de onderzoeksvragen te beantwoorden. Een welvaartsanalyse is in de academische literatuur een gebruikelijke methode om de effecten van intergenerationele risicodeling te analyseren. We maken hierbij gebruik van de inzichten uit enkele bestaande welvaartsstudies uit de academische literatuur en voeren daar-

naast een eigen welvaartsanalyse op basis van een nieuw model gericht op het concept van ‘pech- en gelukgeneraties’.

WELVAARTSANALYSE

De welvaartseffecten van de solidariteitsreserve zijn ook onderzocht door CPB (2020) bij de totstandkoming van de hoofdlijnennotitie van juni 2020. In de CPB-analyse is het lifecycle-beleggingsbeleid niet geoptimaliseerd. Hierdoor is niet duidelijk in hoeverre de effecten van de solidariteitsreserve uit de CPB-studie ook kunnen worden bereikt met een ander lifecycle-beleggingsbeleid (in Wvp) of een andere toedeling van rendementen naar leeftijd (in NPC). Onze analyse en resultaten zijn gebaseerd op het uitgangspunt dat het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid eerst is geoptimaliseerd en dat daarna de toegevoegde waarde van het introduceren van een solidariteitsreserve wordt bezien. Een dergelijke attributie van effecten is niet gedaan in de studie van het CPB (2020).

Ons onderzoek zich beperkt tot een financieel-economische analyse, gericht op aspecten rondom intergenerationele risicodeling. Concreet ligt de focus op de mogelijkheden voor intergenerationele risicodeling en beperkingen door discontinuïteitsrisico. Uiteraard spelen andere type overwegingen ook een belangrijke rol bij beleidsvraagstukken over de solidariteitsreserve; denk aan de juridische overwegingen ten aanzien van de onderbouwing van het behoud van de verplichtstelling, de overdraagbaarheid van pensioen bij deelnemers die van werkgever wisselen en de uitlegbaarheid van de regeling. Dergelijke aspecten spelen een belangrijke rol in de praktijk, maar laten we hier buiten beschouwing.

We bespreken nu de zes conclusies één voor één.

De gepubliceerde stukken van het ministerie van SZW benoemen verschillende beoogde voordelen van de solidariteitsreserve. We hebben de Hoofdlijnennota van juni 2020 en de Memorie van Toelichting van december 2020 doorgespit en concluderen dat daarin in totaal vier voordelen van de solidariteitsreserve worden benoemd. Tabel 1 geeft deze weer.

De eerste kolom van Tabel 1 bevat korte labels voor de vier benoemde voordelen. De tweede kolom geeft een letterlijke

| Tabel 1 Vier beoogde voordelen van de solidariteitsreserve in de stukken van SZW | Beoogd voordeel | Formulering SZW | Bekend in academische literatuur? |
|---|---|---|---|
| | Beleggingsrisico delen met toekomstige generaties | Memorie: <i>'Door het toevoegen van een solidariteitsreserve ontstaat risicodeling tussen huidige generaties en met toekomstige generaties. [...] Ook de toekomstige generaties profiteren naar verwachting, omdat zij [...] meedelen in risicopremies nog voordat ze aan de pensioenregeling deelnemen.'</i> | Ja: Teulings en De Vries (2006) en Gollier (2008) |
| | Verschillen dempen tussen 'pech- en gelukgeneraties' | Hoofdlijnennota: <i>'Solidariteitselementen kunnen toegevoegde waarde hebben als het gaat om het beperken van 'pech- en gelukgeneraties' en werken daardoor welvaart verhogend.'</i> | Nee: dit effect is niet bekend in de academische literatuur |
| | Macro langlevensrisico delen tussen generaties | Memorie: <i>'Indien gewenst kan het macro langlevensrisico [...] worden gedeeld via de solidariteitsreserve. Daarmee wordt het mogelijk om het macro langlevensrisico, dat niet verhandelbaar is op de markt, te delen tussen generaties.'</i> | Ja: Broeders, Mehlkopf en Van Ool (2020) |
| | Inflatierisico delen tussen generaties | Memorie: <i>'Niet-verhandelde risico's kunnen via de solidariteitsreserve worden gedeeld.'</i> | Ja: Chen, Beetsma en Van Wijnbergen (2020) |

quote uit de Hoofdlijnennota of Memorie van Toelichting weer. De derde kolom beschrijft of dit voordeel al dan niet bekend is in de bestaande academische literatuur.

Tabel 1 laat zien dat drie van de vier genoemde voordelen bekend zijn in de academische literatuur, te weten: het delen van risico met toekomstige generaties en het delen van macro langlevensrisico en inflatierisico. Voor deze drie voordelen geldt dat risicodeling tussen generaties iets kan toevoegen. Toekomstige generaties kunnen nu nog niet beleggen. Voor macro langlevensrisico en inflatierisico geldt dat deze twee risico's niet of slechts beperkt verhandeld worden in de markt.

MEERWAARDE BIJ 'VOORBELEGGEN'

Het delen van beleggingsrisico met toekomstige generaties is bekend uit de academische literatuur over intergenerationale risicodeling. De solidariteitsreserve kan op dit vlak iets toevoegen aan leeftijdsafhankelijk beleggen, omdat toekomstige generaties nu nog niet kunnen beleggen. De welvaartswinst van het 'delen' van beleggingsrisico met toekomstige generaties komt voort uit 'voorbeleggen': er wordt nu al beleggingsrisico genomen voor toekomstige deelnemers. Met andere woorden: er wordt extra beleggingsrisico genomen voor toekomstige deelnemers en de beleggingsresultaten hierop (inclusief risicopremies) worden naar hen doorgeschoven. Een uitgebreidere analyse van het concept 'voorbeleggen' voor toekomstige generaties is te vinden in een artikel uit het VBA Journaal van 2019, zie Boelaars en Mehlkopf (2019).

VERLENGEN BELEGGINGSHORIZON

Het 'voorbeleggen' voor toekomstige generaties is gebaseerd op de bevinding dat mensen gebaat zijn bij blootstelling aan aandelenrisico ook al in de periode vóór toetreding tot de arbeidsmarkt, wanneer ze nog geen deelnemer van een pensioenfonds zijn. Hier is daarom een mogelijke rol weggelegd voor pensioenfondsen. Pensioenfondsen kunnen extra beleggingsrisico nemen en een deel van het beleggingsrisico doorschuiven naar de toekomstige generaties. Op die manier wordt het menselijk kapitaal van toekomstige generaties nu al blootgesteld aan aandelenrisico. Dit leidt tot een welvaartsverbetering voor alle generaties (Gollier (2008) en Teulings en De Vries (2006)). Door het zogenaamd 'voorbeleggen' van menselijk kapitaal van toekomstige generaties wordt de beleggingshorizon verlengd en kan voor een langere periode worden geprofiteerd van een hoog verwacht rendement op aandelen.

De economische intuïtie achter de economische meerwaarde van 'voorbeleggen' is als volgt. Op de vraag waarom ongeboorte generaties nu al zouden willen beleggen in aandelen, is het antwoord samen te vatten in één term: tijdsdiversificatie. Tijdsdiversificatie werkt hetzelfde als diversificatie over verschillende beleggingscategorieën, maar dan over verschillende tijdsperiodes. Als het rendementen in opeenvolgende tijdsperiodes niet perfect gecorreleerd is, dan is het optimaal om in alle periodes te beleggen. Vergelijk het met een belegging over een periode van twaalf maanden: je krijgt de afruil tussen risico en rendement als je in elke maand van het jaar belegt. In zijn boek

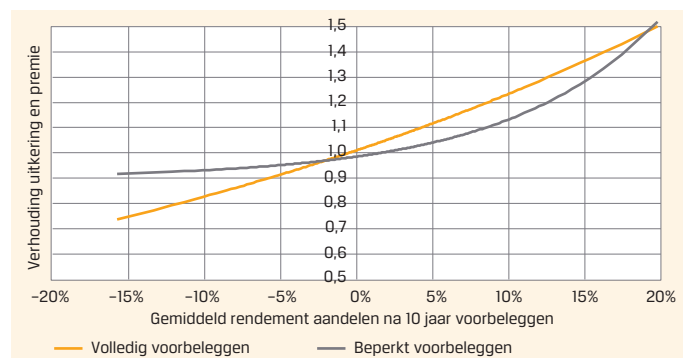
"Puzzles of Finance" vat Mark Kritzman dit resultaat samen in een krachtige one-liner: "Better 50% in stocks all the time than 100% in stocks half the time". De analogie met beleggen voor toekomstige deelnemers vloeit hieruit voort: het is niet optimaal om uitsluitend te beleggen als je deelneemt in de pensioenregeling, en niet te beleggen vóórdat je deelneemt (zie ook het VBA artikel van Boelaars en Mehlkopf uit 2019).

DISCONTINUÏTEITSRISICO

Het verlengen van de beleggingshorizon leidt tot een ex ante welvaartsverbetering. Dat wil zeggen: gezien vanuit het perspectief van een pasgeboren baby leidt het verlengen van zijn of haar beleggingshorizon tot een extra welvaartswinst. Echter, bij toetreding van een nieuwe generatie kan de situatie zich voordoen dat die nieuwe generatie beter af is door te gaan beleggen in een individueel beschikbare premieregeling. Dit gebeurt als het rendement op zijn of haar voorbelegde vermogen negatief is. Het risico dat toekomstige generaties niet meer willen deelnemen aan de pensioenregeling noemen we het *discontinuïteitsrisico*. De oranje lijn in figuur 1 illustreert voor een net toegetreden pensioendeelnemer de huidige waarde van zijn of haar toekomstige pensioenuitkeringen, uitgedrukt als percentage van de huidige waarde van toekomstige premie-inleg en onder de veronderstelling dat de pensioenpremies tien jaar zijn voorbelegd. We zien dat bij een gemiddeld aandelenrendement van minus 15 procent op het voorbelegde vermogen de waarde van de toekomstige uitkering nog slechts 70 procent bedraagt van de waarde van de toekomstige premie-inleg.

Merk op dat de context van de solidariteitsreserve er niet letterlijk een tekort wordt doorgeschoven naar toekomstige deelnemers. Immers: de solidariteitsreserve mag niet negatief zijn. Echter, wat er gebeurt is dat na een tegenvaller de reserve wordt uitgekeerd aan de huidige deelnemers, en de nieuwe deelnemers toetreden tot een pensioenfonds met een lege solidariteitsreserve en deze weer moeten opbouwen. Voor die nieuwe generaties geldt dan dat de waarde van hun afdrachten aan de solidariteitsreserve groter is dan de waarde van toekomstige uitbetalingen uit de solidariteitsreserve. Economisch gezien treden nieuwe generaties dus toe tot een pensioenfonds met een tekort dat zij moeten afbetalen. Wanneer deze situatie zich voor-

Figuur 1
Deze figuur drukt voor een net toegetreden pensioendeelnemer de waarde van de toekomstige pensioenuitkeringen uit als fractie van de waarde van de toekomstige premie-inleg onder de veronderstelling dat de pensioenpremies 10 jaar zijn voorbelegd.



doet, dan kunnen nieuwe generaties niet langer bereid zijn om toe te treden tot het fonds omdat het op voorhand dan duidelijk is dat zij de generatie zijn die de reserve opnieuw moet gaan vullen. Dit discontinuïteitsrisico is potentieel groter bij pensioenfondsen met hogere arbeidsmobiliteit van deelnemers naar een ander bedrijf of een andere bedrijfstak.

BEPERKT VOORBELEGGEN

Om het discontinuïteitsrisico te verkleinen, zou een pensioenfonds ervoor kunnen kiezen om toekomstige premie-inleg beperkt voor te beleggen. We verwijzen hiervoor naar het recente Netspar Design Paper van Balter, De Jong en Pelsler (2020). Om het discontinuïteitsrisico te beperken stellen deze auteurs voor om 10 procent van het menselijk kapitaal 100 procent in zakelijke waarden voor te beleggen. Op deze manier wordt een afweging gemaakt tussen het maximaliseren van het verwachte rendement van voorbeleggen en het beperken van de negatieve effecten van slechte beleggingsresultaten. Zelfs bij zeer slechte beleggingsresultaten verliest de toetredende generatie ten hoogste 10 procent van het menselijk kapitaal. De grijze lijn in figuur 1 illustreert de situatie van beperkt voorbeleggen: de waarde van de toekomstige pensioenuitkering bij toetreding van een nieuwe generatie bedraagt ten minste 90 procent van de waarde van de toekomstige premie-inleg. Een nadeel is dat de welvaartswinst die wordt behaald door volledig voor te beleggen daalt: van 0,4 procent naar 0,28 procent extra welvaart voor elk jaar dat er wordt voorbelegd.

NIET MINDER PECH- EN GELUKGENERATIES

Het genoemde voordeel ten aanzien van ‘pech- en gelukgeneraties’ is onbekend in de academische literatuur over risicodeling tussen generaties. Sterker nog: in de veel geciteerde publicaties over intergenerationele risicodeling van Teulings en De Vries (2006) en Gollier (2008) zorgt intergenerationele risicodeling helemaal niet voor *kleinere* maar juist voor *grotere* verschillen tussen generaties. Gollier (2008) concludeert: *‘One of the main results of the paper is that better intergenerational risk-sharing does not reduce the risk borne by each generation. Rather, it increases the expected return to the workers’ contributions.’*

Anders dan vaak gedacht leidt risicodeling met toekomstige generaties niet tot vermindering van het risico voor elke generatie – en dus ook niet tot minder ‘pech- en gelukgeneraties.’ De achterliggende intuïtie is dat de effecten van het ‘achteraf schuiven’ tussen generaties na een meevaller of tegenvaller in de beleggingen óók kunnen worden gerealiseerd via leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Neem bijvoorbeeld de situatie waarbij het gewenst is dat de (huidige) generatie X bij een negatieve aandelenschok te ver door het ijs zakt qua pensioenresultaat, en dat het gewenst is dat generatie X in die situatie bescherming krijgt via een uitbetaling uit de solidariteitsreserve en dat dit wordt gefinancierd via een storting in de solidariteitsreserve door een andere (huidige) generatie Y. Deze ‘verschuiving achteraf’ kan dan ook vooraf worden gerealiseerd door de risicoblootstelling van generatie X naar beleggingsrisico te verlagen, en dat van generatie Y te verhogen. Het delen van beleggingsrisico tussen huidige deelnemende generaties

heeft daarom geen meerwaarde als het lifecycle beleggingsbeleid is geoptimaliseerd. Deze conclusie werd ook al eerder getrokken in een gezamenlijk paper van Netspar met diverse auteurs, zie Netspar (2014).

Kortom, het delen van beleggingsrisico’s tussen generaties heeft alleen meerwaarde als er transfers zijn tussen huidige en toekomstige deelnemers. En het delen van risico’s met toekomstige generaties leidt niet tot minder ‘pech- en gelukgeneraties’, maar leidt tot meer beleggingsrisico en een hoger verwacht pensioen voor toekomstige deelnemers. Daarbij geldt dat dit hogere beleggingsrisico kan leiden tot discontinuïteitsrisico; dit is het geval als nieuw toe te treden generaties geconfronteerd worden met een negatief beleggingsrendement op hun voorbelegde vermogen. Het discontinuïteitsrisico wordt ingeperkt door wettelijke boven- en ondergrenzen aan de omvang van de solidariteitsreserve.

SOLIDARITEITSRESERVE GEEN WONDERMIDDEL OM PECHGENERATIES TE COMPENSEREN

Deze conclusie lijkt in tegenspraak met de resultaten van eerder onderzoek (zie o.a. Boes & Siegmann (2018) en CPB (2020)). In deze studies wordt het verwachte nut van een aantal herverdelingsvarianten vergeleken met een basisvariant zonder buffers. Hieruit blijkt dat het toevoegen van een buffer leidt tot een hoger verwacht nut. Wat het interpreteren van de uitkomsten van deze twee eerdere studies echter lastig maakt, is dat er in de basisvariant (zonder buffer) een *suboptimaal* lifecycle beleggingsbeleid is voor de gekozen nutsfunctie. Vanuit een suboptimaal startpunt is het lastig om de verbetering van het verwachte nut door het toevoegen van een solidariteitsbuffer te kwalificeren als ‘de toegevoegde waarde van de buffer’. Dat kan wel als het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid in de basisvariant eerst geoptimaliseerd zou worden. Daarmee worden de twee effecten zuiver gescheiden en daarmee wordt een beter inzicht verkregen in de daadwerkelijk toegevoegde waarde van een solidariteitsbuffer. In ons onderzoek kiezen we daarom steeds voor een basisvariant (zonder buffer) die uitgaat van de optimale beleggingsallocatie voor de gekozen nutsfunctie. Ten opzichte van deze basisvariant blijkt dan dat risicodeling met toekomstige generaties *niet* leidt tot risicovermindering voor elke generatie, conform de resultaten van Gollier (2008).

‘EX POST STURING’ VIA DE SOLIDARITEITSRESERVE GEEN MEERWAARDE

Het idee uit CPB (2020) dat een solidariteitsreserve kan worden ingezet voor ‘ex post sturing’ heeft geen meerwaarde. Een reserve voor ex post sturing tussen generaties heeft geen meerwaarde, omdat op voorhand (ex ante) kan worden vastgelegd hoe schokken worden verdeeld, hetgeen gerepliceerd kan worden door een aanpassing in het beleggingsbeleid per

generatie zonder gebruik te maken van een reserve. Uiteindelijk moet al het risico worden toebedeeld over generaties en kunnen toedelingsregels tussen generaties vooraf worden vastgelegd. Een reserve voor ex post sturing heeft hooguit voordelen in de context van modelonzekerheid of *unknown unknowns*, maar dat aspect speelt geen rol in de welvaartseffecten die worden gerapporteerd in CPB (2020).

Een belangrijke conclusie is dan ook dat de solidariteitsreserve geen toegevoegde waarde creëert voor het verkleinen van verschillen in pensioenuitkomsten tussen opeenvolgende generaties; het dempen van de verschillen tussen ‘pech- en gelukgeneraties’ kan ook worden bereikt via leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid door het collectieve overrendement op een andere manier toe te bedelen (in NPC) of lifecycle-beleggingsbeleid (in WVP).

Daarbij is het goed om te benoemen dat wij deze conclusie trekken in de context van een welvaartsstudie waarbij uitsluitend wordt gekeken naar pensioenuitkomsten. In deze context blijven bepaalde type overwegingen buiten beeld, denk bijvoorbeeld aan begrijpelijkheid en uitlegbaarheid. Ex post sturing op pensioenuitkomsten via een solidariteitsreserve kan door deelnemers mogelijk anders worden ervaren dan ex ante regels voor risicodeling, ook als uiteindelijke pensioenuitkomsten hetzelfde zijn. Dergelijke communicatieve aspecten vallen buiten de scope van dit onderzoek, maar kunnen in de besluitvorming in de praktijk zeker een rol spelen.

Een mogelijke oorzaak dat het dempen van verschillen tussen ‘pech- en gelukgeneraties’ geen rol speelt in de bestaande academische publicaties over intergenerationale risicodeling is dat de literatuur doorgaans veronderstelt dat elke generatie de koopkracht van haar eigen pensioenresultaat op zichzelf beoordeelt – en niet vergelijkt met die van voorgaande generaties. De wetgever lijkt echter een ander uitgangspunt te hanteren, namelijk dat elke generatie ook expliciet kijkt naar hoe de eigen koopkracht verschilt van die van de generaties die al eerder met pensioen gingen.

We hebben in ons onderzoek daarom een nieuw model ontwikkeld, waarbij we een nieuwe nutsfunctie hanteren waarin elke generatie haar eigen pensioenresultaat vergelijkt met dat van voorgaande generaties. Dit uitgangspunt sluit mogelijk beter aan bij het concept van ‘pech- en gelukgeneraties’. Elke generatie kijkt expliciet naar hoe de eigen koopkracht verschilt van die van de generaties die al eerder met pensioen gingen. We hebben daarom een optimaal pensioencontract bepaald onder de veronderstelling dat het behaalde pensioenresultaat van een bepaalde generatie niet te veel mag afwijken van de behaalde pensioenresultaten van de voorgaande generaties.

We leiden onze bevindingen af door het model van Bilsen, Bovenberg en Laeven (2020) aan te passen. In het bijzonder veronderstellen we dat het nut van een generatie geboren op tijdstip g als volgt wordt bepaald:

$$u(X_g(g+T), H(g+T)) = \frac{1}{(1-\gamma)} \left(\frac{X_g(g+T)}{H(g+T)} \right)^{(1-\gamma)}$$

Hier is $X_g(g+T)$ het opgebouwde pensioenkapitaal van generatie g op de pensioenleeftijd $g+T$ en $\gamma > 0$ een preferentieparameter. Dit pensioenkapitaal wordt in reële termen gemeten. De hoogte van het nut is afhankelijk van hoe het opgebouwde pensioenkapitaal zich verhoudt tot de *habit level* $H(g+T)$. We veronderstellen dat de *habit level* zich als volgt gedraagt:

$$H(g+T) = (1-\alpha)\log H(g-1+T) + \beta \log X_{g-1}(g-1+T)$$

Hier zijn $\alpha, \beta > 0$ preferentieparameters. Bovenstaande vergelijking laat zien dat de *habit level* als het ware een gewogen gemiddelde is van de opgebouwde pensioenkapitalen op de pensioendatum van voorgaande generaties. Generatie g vergelijkt het opgebouwde pensioenkapitaal op de pensioendatum $g+T$ met de waarde van de *habit level* op datum $g+T$. Het is dus niet nodig om per generatie een aparte *habit level* te administreren (daarom krijgt de *habit level* geen index g). Maximalisatie van het verwachte nut van elke generatie leidt ertoe dat het optimale opgebouwde pensioenkapitaal niet te veel afwijkt van de *habit level*. Met andere woorden: grote verschillen tussen generaties worden voorkomen.

Als we onze resultaten vergelijken met de resultaten uit modellen waarbij deelnemers hun pensioenuitkomsten niet vergelijken met die van andere leeftijdscohorten, dan vinden we dat een groter deel van het collectieve overrendement moet worden toebedeeld aan jongeren en een kleiner deel aan ouderen. Dat leidt ertoe dat het verwachte pensioenresultaat van de bijna-gepensioneerden niet te veel afwijkt van de net-gepensioneerden. Figuur 2 illustreert het gerealiseerde pensioenvermogen op de pensioendatum voor opeenvolgende generaties voor twee gevallen. De bovenste figuur toont het standaardgeval waarbij deelnemers hun pensioenresultaat niet vergelijken met dat van andere leeftijdscohorten. In de onderste figuur gebeurt dat juist wel. We zien in de onderste figuur een veel gelijkmatiger ontwikkeling van de pensioenkapitalen voor de opeenvolgende generaties. Dit gladdere resultaat komt niet tot stand door een “solidariteitsreserve” maar door het anders toedelen van behaalde rendementen op elk tijdstip.

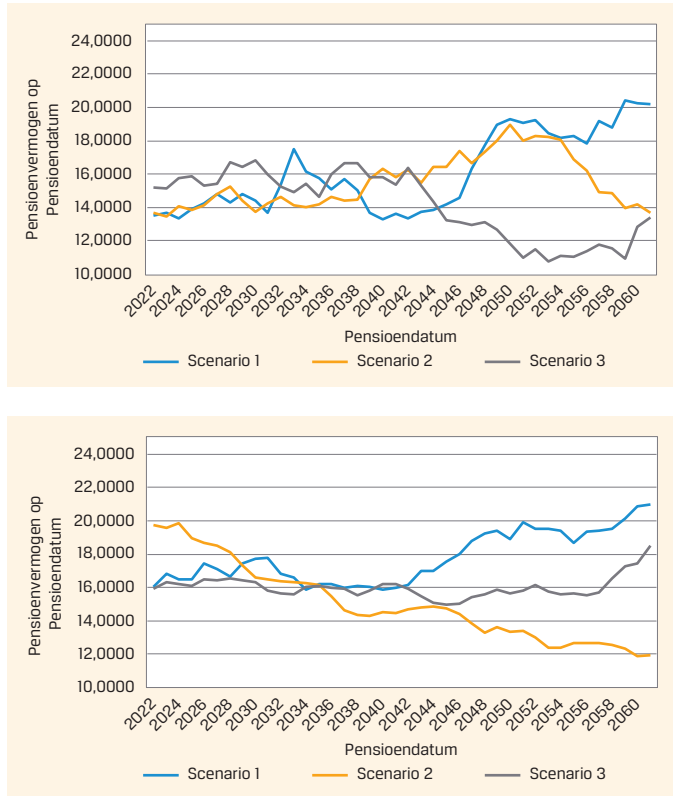
Onze conclusie is dus dat *zelfs* als generaties hun pensioenresultaat vergelijken met dat van voorgaande generaties, er geen rol is weggelegd voor een solidariteitsreserve om verschillen tussen ‘pech- en gelukgeneraties’ te dempen. De dempende effecten kunnen ook worden bereikt via leeftijdsafhankelijke verdeelregels van financiële rendementen (in nieuw pensioencontract) of lifecycle-beleggingsbeleid (in Wet verbeterde premieregeling).

DELEN VAN MARCOLANGLEVEN-RISICO

Het macro langlevensrisico is de onzekerheid rondom de toekomstige levensverwachting. De levensverwachting kan bijvoorbeeld stijgen door medische verbeteringen of kan afnemen als gevolg van nieuwe ziekten. Het macro langlevensrisico is een

Figuur 1

Deze figuur drukt voor een net toetredende pensioendeelnemer de waarde van de toekomstige pensioenuitkeringen uit als fractie van de waarde van de toekomstige premie-inleg onder de veronderstelling dat de pensioenpremies 10 jaar zijn voorbelegd.



systematisch risico dat de gehele bevolking treft en neemt niet af door het te delen binnen een pool van deelnemers van hetzelfde cohort. Desalniettemin kan het delen van macro langlevensrisico met andere cohorten zinvol zijn als die cohorten anders door dit risico worden beïnvloed.

Macro langlevensrisico kan een aanzienlijke impact hebben op de pensioenuitkeringen. Bij een individuele beschikbare premieregeling met een variabele lijfrenteverzekering kunnen pensioenuitkeringen worden aangepast aan veranderingen in toekomstige sterftecijfers. Als gevolg daarvan dragen de deelnemers het macro langlevensrisico. Gepensioneerden zijn bijzonder kwetsbaar voor macro langlevensrisico omdat ze lagere pensioenuitkeringen niet kunnen compenseren door langer te werken of meer te sparen. Maar ook toekomstige pensioenuitkeringen van werknemers kunnen negatief worden beïnvloed als de levensverwachting stijgt. Ofwel hun uitkeringen worden verlaagd of hun bijdragen worden verhoogd om de stijging in de levensverwachting te financieren. Het macro langlevensrisico heeft dus gevolgen voor zowel gepensioneerden als werknemers. Het beïnvloedt echter niet alle cohorten op dezelfde manier. Medische vooruitgang of ziekten kunnen cohorten op een andere manier beïnvloeden. Bovendien hebben werknemers meer risico-absorberende capaciteit dan gepensioneerden – zij kunnen hun arbeidsaanbod aanpassen. Deze verschillen vormen een duidelijk argument voor risicodeling. Dit wordt versterkt door het feit dat de markt voor macro langlevensrisico vrijwel afwezig is.

De academische literatuur heeft op twee manieren naar dit probleem gekeken. De eerste: optimale risicodeling binnen een groep deelnemers. De Waegenaere e.a. (2017) en (2018) kijken voornamelijk naar de effectiviteit van ad hoc verdeelregels voor micro- en macro langlevensrisico. Een andere manier is om naar *securitisatie* te kijken, ofwel het verhandelbaar maken van langlevensrisico op financiële markten (zie o.a. Cairns e.a. (2006a), Blake e.a. (2006a), Ngai and Sherris (2011) en Hunt and Blake (2015)). De conclusie van deze studies is dat securitisatie inderdaad positieve welvaartseffecten heeft. Echter, omdat de markt voor ‘langlevens obligaties’ zeer klein is, besteden we hier verder geen aandacht aan deze oplossingsrichting. Wij baseren onze analyse op het paper van Broeders, Mehlkopf en Van Ool (2020), omdat de auteurs hierin kijken naar de welvaartseffecten van het optimaal herverdelen van langlevensrisico binnen een pensioenfonds. Zij onderscheiden twee gevallen: vaste pensioendatum en variabele pensioendatum.

VASTE OF STIJGENDE PENSIOENLEEFTIJD

Bij een vaste pensioendatum manifesteert het langlevensrisico zich voor elke generatie als volgt. Op pensioendatum wordt het opgebouwde pensioenkapitaal omgezet in een annuïteit, die zorgt voor een maandelijkse uitkering tot aan de datum van overlijden. De hoogte van de maandelijkse uitkering hangt in belangrijke mate af van de levensverwachting. Bij een hogere levensverwachting (op pensioendatum) moet het pensioenkapitaal worden uitgesmeerd over een langere periode, hetgeen leidt tot een lagere maandelijkse uitkering.

Een onverwachte schok in de levensverwachting heeft voor alle cohorten in het pensioenfonds eenzelfde effect. Een stijging in de levensverwachting leidt voor alle cohorten in het fonds (naar verwachting) tot een lagere maandelijkse uitkering na pensionering. Omdat er alleen maar ‘minnen’ zijn te verdelen (elke generatie is immers slechter af), leidt een herverdeling van alleen maar ‘minnen’ niet (of nauwelijks) tot positieve welvaartseffecten. Als we de generatie die nu met pensioen gaat willen compenseren voor de stijging in levensverwachting, dan moet deze compensatie worden opgebracht door de jongeren in het fonds. Maar ook de jongeren hebben (naar verwachting) last van de stijging in levensverwachting, waardoor zij een welvaartsverlies ervaren in het compenseren van de ouderen.

De situatie is anders wanneer de pensioendatum wordt gekoppeld aan de levensverwachting. Een onverwachte schok in de levensverwachting heeft dan voor verschillende generaties in het pensioenfonds verschillende effecten. Een stijging in de levensverwachting leidt voor de generatie die nu met pensioen gaat tot een lagere maandelijkse uitkering na pensionering. Jongere generaties daarentegen ervaren een positief effect: doordat hun datum van pensionering meebeweegt met de gestegen levensverwachting, bouwen zij meer menselijk kapitaal op. Bovendien zal (door de latere pensioendatum) de levensverwachting na pensionering veel minder stijgen, waardoor de waarde van hun maandelijkse uitkering na pensioneren veel minder daalt.

In dit geval is er dus wel sprake van ‘minnen’ en ‘plussen’ en leidt een herverdeling van die minnen en plussen tot een positief welvaartseffect voor alle generaties. Als we de generatie die nu met pensioen gaat willen compenseren voor de stijging in levensverwachting, dan kan deze compensatie worden opgebracht door de jongeren vanuit hun gestegen menselijk kapitaal. De jongeren ervaren hiervan geen nadeel, omdat hun eigen uitkering na pensionering veel minder gevoelig is voor de schok in levensverwachting.

RESERVE NIET NODIG

Als we kijken naar de implicaties van de solidariteitsreserve, dan zien we dat onverwachte schokken in de levensverwachting opgevangen kunnen worden door een directe waardeoverdracht van de jongeren naar de ouderen (in de situatie dat de pensioendatum is gekoppeld aan levensverwachting). Er vindt dus een directe herverdeling van de schok plaats en er is geen sprake van het opbouwen van een buffer binnen het pensioenfonds voor het opvangen van onverwachte schokken.

De consultatiewetgeving bevat al een dergelijk direct mechanisme. Dit is het zogeheten ‘beschermingsrendement voor macro langlevens-risico.’ Hiermee krijgen generaties direct een bescherming bij onverwachte schokken in de levensverwachting en worden de kosten of opbrengsten daarvan direct overgeslagen over alle generaties via een leeftijdsspecifieke verdeelregel.

DELEN VAN INFLATIERISICO

Inflatierisico is de onzekerheid over de toekomstige lonen en prijzen. Als we streven naar een welvaartvast pensioen, dan moeten de maandelijkse uitkeringen na pensionering meebewegen met het prijspeil in de economie. Strikt genomen moeten we hierbij een onderscheid maken tussen prijsinflatie en looninflatie. We nemen voor het gemak aan dat beide inflatie-effecten ongeveer even groot zijn.

Inflatierisico kan een aanzienlijke impact hebben op de pensioenuitkeringen. Bij een individuele beschikbare premie-regeling met een nominale uitkering dragen de deelnemers het inflatierisico. Gepensioneerden hebben een grote blootstelling aan inflatierisico, omdat ze lagere (reële) pensioenuitkeringen niet kunnen compenseren door langer te werken of meer te sparen. Maar ook toekomstige pensioenuitkeringen van werknemers kunnen negatief worden beïnvloed als de inflatie stijgt: hun uitkeringen worden verlaagd of hun bijdragen verhoogd. Het inflatierisico heeft dus gevolgen voor zowel gepensioneerden als werknemers, maar het beïnvloedt niet alle cohorten op dezelfde manier. Doordat toekomstige lonen meebewegen met de inflatie, hebben werknemers meer risico-absorberende capaciteit dan gepensioneerden.

MARKT BEPERKT

Deze verschillen vormen een duidelijk argument voor risicodeling binnen pensioenfonds, zeker gezien het feit dat de markt voor inflatierisico beperkt is. Er bestaat geen publieke markt voor obligaties of swaps die gekoppeld zijn aan de Nederlandse inflatie. Wel bestaat er een beperkte markt voor obliga-

ties en swaps die gekoppeld zijn aan een Europese inflatie-index. Deze Europese inflatieobligaties worden uitgegeven door vier overheden – Italië, Frankrijk, Duitsland en Spanje – en hebben een marktomvang van zo’n 500 miljard euro. Daarmee is deze markt veel kleiner dan de markt voor nominale obligaties en ook aanzienlijk kleiner dan de omvang van het Nederlandse pensioenvermogen.

Voor de effecten van het herverdelen van niet-verhandelbaar inflatierisico binnen een pensioenfonds verwijzen we naar het recente artikel van Chen, Beetsma en Van Wijnbergen (2020). Zij analyseren de mogelijkheden en de welvaartseffecten van het herverdelen van inflatieschokken tussen de generaties binnen een pensioenfonds. Zij maken voor hun analyse gebruik van het model van Brennan en Xia (2002) om de (nominale) rente, aandelen en inflatie te modelleren. Zij laten zien dat er, wanneer er geen aan inflatie gekoppelde obligaties worden verhandeld, minder mogelijkheden zijn om het inflatierisico af te dekken, hetgeen leidt tot aanzienlijke welvaartverliezen. Door herverdeling van de inflatieschokken tussen de generaties binnen een pensioenfonds kan een deel van dit negatieve welvaartseffect worden gecompenseerd.

HET DELEN VAN HET BELEGGINGSRISICO MET TOEKOMSTIGE DEELNEMERS LEVERT MEEST AANTOONBARE WELVAARTSWINST OP

Een onverwachte schok in de inflatie heeft voor verschillende generaties in het pensioenfonds verschillende effecten. Een stijging in de inflatie leidt voor de generatie die nu met pensioen gaat tot een lagere (reële) maandelijkse uitkering na pensionering. Jongere generaties daarentegen ervaren een positief effect: doordat hun toekomstige lonen meebewegen met de gestegen inflatie, bouwen zij meer menselijk kapitaal op. In reële termen leidt dit tot een netto nul-effect voor de jongere generaties.

In dit geval is er daarom sprake van ‘minnen’ en ‘nullen’ en leidt een herverdeling tot een positief welvaartseffect voor alle generaties. Als we de generatie die nu met pensioen gaat willen compenseren voor de gestegen inflatie, dan kan deze compensatie worden opgebracht door de jongeren vanuit hun toegenomen menselijk kapitaal.

SWAP TUSSEN GENERATIES

Het implementeren van het delen van inflatierisico tussen generaties betekent concreet dat er een vermogenstransfer van jongeren naar ouderen plaatsvindt bij een inflatie *hoger* dan verwacht en een transfer van ouderen naar jongeren als een inflatie *lager* uitvalt dan verwacht. De concrete implementatie van deze transfers kan op diverse manieren verlopen. In de academische literatuur wordt de mogelijkheid van een ‘swap’ tussen generaties genoemd. Van Binsbergen e.a. (2014)

analyseren dat een swap tussen generaties niet alleen binnen één pensioenfonds kan worden geïmplementeerd, maar ook *exchange traded*, zodat de risicodeling niet alleen binnen maar ook tussen pensioenfondsen kan plaatsvinden. Dit laatste kan het mogelijk maken dat pensioenfondsen met een oud deelnemersbestand risico kunnen delen met pensioenfondsen met een jong deelnemersbestand. Een swap tussen generaties werkt economisch gezien hetzelfde als een directe herverdeling zoals de conceptwetgeving die wél bevat voor macro langlevensrisico, maar niet voor inflatierisico.

Als we kijken naar de implicaties van de solidariteitsreserve, dan zien we dat onverwachte schokken in de inflatie opgevangen kunnen worden door een directe waardeoverdracht van de jongeren naar de ouderen (of andersom). Er vindt dus een directe herverdeling van de schok plaats en er is geen sprake van het opbouwen van een buffer binnen het pensioenfonds voor het opvangen van onverwachte schokken.

Merk echter op dat de consultatiewetgeving geen mechanisme bevat voor een directe herverdeling van inflatieschokken tussen generaties, zoals dat er wel is voor macro langlevensrisico. Onze conclusie richting de wetgever is daarom als volgt: we raden aan om te bezien of een mechanisme voor directe transfers van inflatieschokken tussen generaties kan worden toegevoegd, zoals dat er al is voor macro langlevensrisico. Voor het delen van onverwachte schokken in de inflatie is het immers niet nodig om te werken met een reserve.

AFWEGING VOOR BELEIDSMAKERS

Een beleidsmatige overweging hierbij is overigens dat er ook voordelen kunnen zijn aan het laten lopen van inflatieschokken via een reserve in plaats van een direct herverdelingsmechanisme. Het gebruik van de solidariteitsreserve voor het delen van inflatieschokken kan mogelijk beter uitlegbaar zijn naar deelnemers dan directe transfers tussen jong en oud (in feite is dit een intergenerationeel swap). Een ander voordeel van de solidariteitsreserve is dat de potentiële omvang van risicotransfers tussen generaties begrensd zijn, waardoor (te) grote transfers tussen generaties, die ten koste gaan van draagvlak, worden vermeden. De wetgever kan de diverse beleidsmatige overwegingen tegen elkaar afwegen.

CONCLUSIE

We concluderen dat het delen van beleggingsrisico's tussen huidige en toekomstige deelnemers de meest aantoonbare welvaartswinst oplevert van het gebruik van de solidariteitsreserve. Wij vinden veel minder bewijs voor welvaartswinst door het delen van beleggingsrisico's tussen huidige leeftijdsgroepen. De achterliggende reden is dat de gewenste blootstellingen aan beleggingsrisico ook via lifecycles kan worden gerealiseerd, door het lifecycle te optimaliseren.

Het delen van macro langlevens- en inflatierisico tussen bestaande deelnemers levert weliswaar welvaartswinst, maar hiervoor is het gebruik van een aparte reserve in principe niet nodig. De transfers tussen generaties kunnen immers ook direct plaatsvinden via een intergenerationele swap tussen bestaande deelnemers.

Referenties

- Balter, A., F. de Jong, & A. Pelsser, 2020, Risk Sharing within Pension Schemes, *Netspar Design Paper* 166 verkrijgbaar via www.netspar.nl
- Van Bilsen, S., R. Mehlkopf en A. Pelsser, 2021, De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld, *Netspar Design Paper* 186, verkrijgbaar via www.netspar.nl
- Boes M-J & A Siegmann, 2018, Intergenerational Risk Sharing under Loss Averse Preferences, *Journal of Banking and Finance*, 92: 269-279.
- Van Binsbergen, J., D. Broeders, M. De Jong & R. Koijen, 2014, Collective Pension Schemes and Individual Choice, *Journal of Pension Economics and Finance*, 13(2): 210-225.
- Blake, D., A. Cairns, K. Dowd, & R. MacMinn, 2006, Longevity Bonds: Financial Engineering, Valuation, and Hedging, *Journal of Risk and Insurance*, 73(4):647-672.
- Van Bilsen, S., A.L. Bovenberg, & R. Laeven, 2020, Consumption and Portfolio Choice under Internal Multiplicative Habit Formation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(7): 2334-2371.
- Van Bilsen, S. R.J. Mehlkopf en S.M. van Stalborch, 2022, Intergenerational Transfers in the New Dutch Pension Contract, *De Economist*, forthcoming early 2022.
- Boelaars, I., & R. Mehlkopf, 2020, Optimal Intergenerational Risk Sharing When Stock and Labor Markets are Cointegrated, *Working Paper*.
- Boelaars, I., & R. Mehlkopf, 2019, Beleggen voor ongeboren generaties, *VBA Journaal*, 138, 8-11.
- Bodie, Z., R. Merton, & W. Samuelson, 1992, Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 16(3-4): 427-449.
- Brennan, M., & Y. Xia, 2002, Dynamic Asset Allocation Under Inflation, *Journal of Finance*, 57(3): 1201-1238.
- Broeders, D., R. Mehlkopf, & A. van Ool, 2021, The Economics of Sharing Macro-Longevity Risk, *Insurance: Mathematics and Economics*, 99: 440-458.
- Cairns, A., D. Blake, & K. Dowd, 2006, Pricing Death: Frameworks for the Valuation and Securitization of Mortality Risk, *ASTIN Bulletin: The Journal of the IAA*, 36(1):79-120.
- CPB, 2020, Het Doorontwikkelde Contract: Uitdeel- en Vulopties voor de Solidariteitsreserve, Bijlage bij *Hoofdlijnennota Pensioenakkoord*, 19 juni 2020.
- Chen, D., R. Beetsma, & S. van Wijnbergen, 2020, Unhedgeable Inflation Risk within Pension Schemes, *Insurance: Mathematics and Economics*, 90: 7-24.
- De Waegenaere, A., A. Joseph, P. Janssen, & M. Vellekoop, 2018, Het Delen van Langlevensrisico. *Netspar Industry Paper*.
- De Waegenaere, A., B. Melenberg, & T. Markwat, 2017, Risk Sharing Rules for Longevity Risk: Impact and Wealth Transfers. *Netspar Industry Paper*.
- Gollier, G., 2008, Intergenerational Risk Sharing and Risk-taking of a Pension Fund, *Journal of Public Economics*, 92(5-6): 1463-1485.
- Hunt, A., & D. Blake, 2015, Modelling Longevity Bonds: Analysing the Swiss-Re KortisBond, *Insurance: Mathematics and Economics*, 63:12-29.
- Lutjens, E., & H. Kappelle, 2021, De Solidariteitsreserve Juridisch Ontrafeld, Te Verschijnen Netspar Design Paper.
- Mehlkopf, R., & S. van Bilsen, 2020, Renterisico, Lifecycle en Pensioenakkoord, *Netspar Brief* 19.
- Merton, R., 1969, Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case, *Review of Economics & Statistics*, 51(3): 247-257.
- Netspar, 2014, De toegevoegde waarde van risicodeling met toekomstige generaties. <https://www.netspar.nl/publicatie/de-toegevoegde-waarde-van-risicodeling-met-toekomstige-generaties/>
- Ngai, A., & M. Sherris, 2011, Longevity Risk Management for Life and Variable Annuities: The Effectiveness of Static Hedging using Longevity Bonds and Derivatives, *Insurance: Mathematics and Economics*, 49(1):100-114.
- Teulings, C., & C. De Vries, 2006, Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses, *De Economist*, 154:63-83.

Grote Knal in het stille pensioenfondsenuniversum

Een soort Big Bang, dat is wat ik voorzie als straks het nieuwe pensioenstelsel is ingevoerd. Alles wat de sector buikpijn bezorgde – vooral de berekening van dekkingsgraden, maar ook het chronisch gebrek aan betrokkenheid van werknemers bij het beheren en besturen van die mega-spaarpotten – wordt van tafel geveegd zodra in een defined contribution systeem de opgebouwde pensioenreserves individueel toegerekend kunnen worden.

Lang geleden – eind jaren '80 – dook ik in het kader van een 5-delige reeks artikelen voor Elsevier Weekblad diep de wereld van de pensioenfondsen in. Ik herinner me haarscherp hoezeer het regenteske karakter van de sector me opviel. Een illustrator van Elsevier Weekblad tekende een cartoon waarop pensioenfondsbestuurders werden geportretteerd zoals op zo'n 17e eeuwse schilderij met de regenten van een oude vrouwenhuis aan een lange tafel – de toeschouwer aankijkend met hun streng-maar-rechtvaardige blik.

De wereld van ondernemings- en bedrijfstakfondsen was inderdaad paternalistisch, en is dat tot op heden gebleven. Maar het was ook klip en klaar waarom. Nee, geen geheime agenda's van bestuurders om invloed van fondsdeelnemers te weren. Nee, het was puur het gevolg van de manier waarop de fondsensystematiek was ingericht. Gevoed met premies – deels ingehouden op het werknemersloon, was er sprake van verplicht sparen. En aan de kant van de uitkeringen was het solidariteitsprincipe leidend. Er was bijna niets waarop (toekomstig) pensioengerechtigden als individu invloed konden uitoefenen. Dus dachten die: 'het wordt voor ons geregeld, we wachten maar af.' De termen 'regenteske en paternalistisch' gebruik ik dus dus niet normatief maar puur beschrijvend.

Natuurlijk is óók waar, dat paternalisme over de volle breedte in de Nederlandse bestuurscultuur voorkomt. Typerend voor de polder is dat bestuurders denken: 'wij weten wat



goed is voor de mensen'. En die mensen denken: 'We vertrouwen erop dat 'de hoge heren' het regelen.' Gemakzuchtig ja, maar ook een positief symptoom van onze 'high trust society' (term van Francis Fukuyama).

Maar het krachtenveld dat in pensioenfondsenland sinds de oorlog is gegroeid en de rechthebbenden zo apathisch maakte, gaat onvermijdelijk veranderen door de overstap van defined benefit naar defined contribution. Dat schept immers zoveel meer helderheid. Werkgevers kunnen overschotten niet meer afromen, maar hoeven ook niet bij te storten als er tekorten ontstaan. Deelnemers zullen straks zien dat

ze echt een eigen spaarpot hebben. Eindelijk weten ze waar ze aan toe zijn.

Overigens had de nieuwe situatie wellicht ook 50 jaar geleden al kunnen ontstaan. Tijdens de gesprekken voor de Elsevier Weekblad-serie hoorde ik over het voorstel dat werkgevers in de jaren '70 aan toenmalig vakbondsbestuurder Wim Kok zouden hebben voorgesteld. Namelijk: 'Wij stoppen een vast percentage van de salarissen van onze werknemers als pensioenpremie in een pot, en die wordt door jullie, de werknemers, (c.q. de vakbonden) beheerd. Kok zou dat aanbod hebben afgeslagen omdat hij zich niet comfortabel voelde bij de verantwoordelijkheid van het moeten beheren van miljarden (hoewel zoveel geld ook veel macht voor werknemers heeft geïmpliceerd). Daarnaast omdat werkgevers dan niet meer zouden bijpassen in het geval van tekorten.

Maar nu weer terug naar waarom ik die Big Bang verwacht: als deelnemers kunnen volgen hoeveel rendement er jaarlijks op hun spaarpotje-voor-de-oude-dag wordt gemaakt, en ook hoeveel beheerkosten er in rekening wordt gebracht, lijkt het onvermijdelijk dat ze gaan vergelijken met rendement en kosten van commerciële beleggingsfondsen. Als hun pensioenfonds in een bepaald jaar 5 % netto rendement maakte, en een vergelijkbaar gespreid ETF-fonds 7% dan zal dat vragen uitlokken. Over de beleggingsfilosofie en -stijl. Over de afweging zelf beleggen of uitbesteden aan grote fondsenhuizen. Over beleggen in trackers. Dat zal eindelijk zorgen voor die impuls voor meer betrokkenheid van de pensioengerechtigden. De hardnekkige desinteresse van deelnemers kan dan zomaar omslaan in een soort aandeelhoudersactivisme.

Regenten, maakt uw borst maar nat!

Bert Bakker

Freelance financieel-economisch journalist en publicist

Beleggingsbeleid bij onzekerheid over risico-aversie¹

Agnes Joseph, Antoon Pelsser en Lieke Werner

1 INLEIDING

De Britse actuariële beroepsvereniging heeft recent een rapport uitgebracht over, wat zij noemen, “the Great Risk Transfer” (IFoA, 2021). Zij signaleren een maatschappelijke trend waarbij risico’s van instellingen –zoals werkgevers, de overheid en financiële dienstverleners– worden overgedragen aan individuen. Voorbeelden van deze trend zijn onder meer de vergaande verschuiving van *defined benefit* pensioenregelingen (DB) naar beschikbare premieregelingen (DC) en minder beleggingsproducten met garanties. In Nederland is deze ontwikkeling ook duidelijk gaande. Met het op handen zijnde nieuwe pensioenakkoord stappen alle pensioenfondsen en verzekeraars voor toekomstige pensioenopbouw over naar een premieovereenkomst met leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Het gevolg hiervan is dat er meer risico en onzekerheid over de hoogte van het opgebouwde pensioenvermogen bij de deelnemers komt te liggen. Een deel van deze toegenomen onzekerheid poogt men op te vangen in het nieuwe pensioenakkoord door de invoering van een solidariteitsreserve. De effectiviteit van deze reserve wordt elders in dit blad besproken door Van Bilsen, Mehlkopf en Pelsser.

Gegeven de inherente onzekerheid over de hoogte van het opgebouwde pensioenvermogen in het nieuwe pensioencontract is het extra van belang dat pensioenfondsen op basis van doelstelling en risico-aversie van de deelnemers een optimaal beleggingsbeleid bepalen dat passend is voor de deel-

nemers in het fonds. Op dit moment doen pensioenfondsen al onderzoek naar de risico-aversie van de deelnemers en toetsen ze of het gevoerde beleggingsbeleid passend is voor het fonds als geheel. Bij de meeste fondsen wordt het beleggingsbeleid geëvalueerd binnen het kader van de standaard life-cycle beleggingstheorie van Merton (1969).

DE VRAAG RIJST DAN OOK OF DE PENSIOENECTOR NIET BEZIG IS OM NOG NAUWKEURIGER HET VERKEERDE BELEGGINGSBELEID VOOR DE DEELNEMERS TE BEPALEN

Het probleem met deze aanpak is, in onze ogen, dat men hiermee te gemakkelijk voorbijgaat aan de fundamentele onzekerheden in het vaststellen van de risico-aversie van de deelnemers. De theorie van Merton maakt bijzonder sterke en specifieke aannames over de risico-aversie van deelnemers. De uitkomst van het “optimale” beleggingsbeleid is bijzonder gevoelig voor deze zeer specifieke aannames. De vraag rijst dan ook of men niet bezig is om nog nauwkeuriger het verkeerde beleggingsbeleid voor de deelnemers te bepalen door binnen de kaders van de Merton-theorie blijven.

Agnes Joseph
Expert Actuary, Achmea



Antoon Pelsser
Hoogleraar UM & UvA en Partner bij Risk-at-Work



Lieke Werner
Programma Manager Pensioenakkoord, Achmea



Wij willen daarom in dit artikel proberen om buiten de gebaande paden van de Merton-theorie te stappen. Onze ambitie is om te verkennen hoe we recht kunnen doen aan de fundamentele onzekerheden in deelnemerskenmerken, en desondanks toch een passend beleggingsbeleid aan te bieden voor de deelnemers. Daartoe vatten we in sectie 2 kort de standaard life-cycle beleggingstheorie samen. In sectie 3 gaan we dieper in op het uitvoeren van leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid in de praktijk. In sectie 4 bespreken we de invloed van fundamentele onzekerheid in de risico-aversie van deelnemers op het optimale beleggingsbeleid. We laten zien dat aangepaste beleggingsbeleid een geheel andere structuur heeft dan in het standaard Merton-model. Het aangepaste beleid is er expliciet op gericht om te proberen toe te beleggen naar een door de deelnemer gewenst referentiepunt en is er ook op gericht om extreme uitschieters (naar boven en naar beneden) te vermijden. Tenslotte concluderen we in sectie 5 dat we hiermee een grotere mate van zekerheid kunnen bieden aan elke deelnemer aangaande het te bereiken pensioenkapitaal ten opzichte van het standaard beleggingsbeleid in het Merton-model.

2 LEEFTIJDsafhankelijk BELEGGINGSBELEID IN DE THEORIE

We herhalen kort de theoretische onderbouwing van het optimale beleggingsbeleid voor de deelnemers van een pensioenfonds op basis van het standaard lifecycle-model van Merton (1969). We nemen aan dat de deelnemer begint te werken op $t=0$ en op een vast tijdstip T (bijvoorbeeld $T=40$) met pensioen gaat. Voor de eenvoud gaan we ervan uit dat deze deelnemer met zekerheid de pensioendatum T bereikt. Tijdens haar werkzame leven betaalt ze op elk tijdstip t een premie aan haar pensioenfonds. Het pensioenfonds belegt deze premies om een kapitaal bij pensionering op te bouwen. De deelnemer wil haar premies zo goed mogelijk beleggen. Merton (1969) heeft laten zien wat de expliciete oplossing is voor dit probleem. Echter, om tot die oplossing te komen maakt Merton een bijzonder sterke aanname over de risico-aversie van de deelnemer. De risico-aversie kwantificeert in hoeverre de deelnemer zich zorgen maakt over de onzekerheid in het op te bouwen pensioenkapitaal. De aanname die Merton maakt is dat de risico-aversie gelijk is aan een *constante* waarde γ . Dit is een buitengewoon sterke aanname: ongeacht je leeftijd of hoe rijk of arm je bent, de model-aanname van Merton is dat je risico-aversie altijd hetzelfde blijft. Het moge duidelijk zijn dat dit een weinig realistische aanname is.

Voor een belegger met constante risico-aversie γ is het optimaal om altijd een constant gedeelte $(\mu - \gamma)/(\gamma\sigma^2)$ van het totale pensioenkapitaal te beleggen in zakelijke waarden, waarbij μ het verwachte rendement op zakelijke waarden, σ de volatiliteit van de beleggingen en γ de risicovrije rente is. Bij een hoger verwacht rendement μ wil je meer in zakelijke waarden beleggen; bij een hogere volatiliteit σ van de rendementen wil je minder in zakelijke waarden beleggen. En als je als belegger meer risico-avers bent (hogere waarde van γ), dan wil je ook minder risicovol beleggen. In kwalitatieve zin zijn deze uitkomsten erg aan-

sprekend en dat verklaart ook de brede acceptatie van het Merton-model. Echter, de exacte uitkomsten van het model worden in hoge mate bepaald door de onrealistische aanname dat de risico-aversie altijd constant is.

Hoe komen we op basis van een beleggingsbeleid met een constant gedeelte beleggen in zakelijke waarden nu uit bij een life-cycle beleggingsbeleid waarbij het gedeelte belegd in zakelijke waarden afneemt naarmate we dichterbij de pensioendatum komen? Dat komt door het begrip *totaal* pensioenkapitaal. Dit is gedefinieerd als de contante waarde op ieder tijdstip t van het te bereiken pensioenkapitaal op pensioendatum T . Dit totale bedrag kunnen we in twee stukken opknippen:

- Het opgebouwde *financieel kapitaal* op basis van de pensioenbijdragen die zijn betaald tussen tijdstip 0 en t en de reeds daarop behaalde beleggingsrendementen.
- De contante waarde van de nog te betalen pensioenpremies tussen t en T . Deze component wordt ook wel het *menselijk kapitaal* genoemd.

DE OPTIMALE LIFE-CYCLE BELEGGINGS-STRATEGIE PRESTEERT NOGAL SLECHT IN DE ECHE WERELD, OMDAT DE ECHE WERELD ER ANDERS UITZIET DAN DE AANNAMEN VAN HET MODEL

Naarmate de tijd vordert, wordt het financieel kapitaal steeds groter en het menselijk kapitaal steeds kleiner. De optimale Merton-strategie is om een constant gedeelte van het *totale* pensioenkapitaal in zakelijke waarden te beleggen. Gemeten ten opzichte van het *financieel kapitaal*, begin je daarom met een groot gedeelte in zakelijke waarden te beleggen. Naarmate t groter wordt, zet je een steeds groter gedeelte van het menselijk kapitaal om in financieel kapitaal en daalt de verhouding tussen het bedrag belegd in zakelijke waarden ten opzichte van het opgebouwde financieel kapitaal. Dat verklaart dus de dalende trend in zakelijke waarden bij de life-cycle beleggingsstrategie.

3 LEEFTIJDsafhankelijk BELEGGINGSBELEID IN DE PRAKTIJK

De inrichting van leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid in de praktijk in Nederland leunt op de Merton-theorie. Uitgaande van economische verwachtingen en karakteristieken van de deelnemers zoekt men een “optimale” beleggingsstrategie. Daarbij spelen de nodige onzekerheden een rol, zoals onzekerheden in de economie en ook onzekerheden over deelnemerskarakteristieken zoals risico-aversie.

Het vaststellen van een beleggingsbeleid met onzekerheid over de toekomstige economische omstandigheden is in de Nederlandse pensioenpraktijk inmiddels gemeengoed. Afgelopen jaren zetten pensioenfonds hier flinke stappen. Voorheen werkte men vaak met één economische scenario-set, waar-

binnen werd geoptimaliseerd. Tegenwoordig gebruiken pensioenfondsen economische scenario's inclusief stress-scenario's. Daarbinnen zoeken ze naar een beleggingsbeleid dat een goede performance blijft geven onder meerdere economische scenario's inclusief stressscenario's.

3.1 ONZEKERHEID OVER RISICO-AVERSIE

Waar we minder aandacht voor zien in de praktijk zijn onzekerheden over de juiste specificatie van risico-aversie van de deelnemer. Vaak hanteert men de aanname van constante risico-aversie als noodzakelijke en bepalende inputvariabele voor de optimale beleggingsstrategie. Pensioenfondsen zijn verplicht de risico-aversie van de deelnemer uit te vragen of te veronderstellen. Alhoewel hiervoor meerdere technieken zijn ontwikkeld zoals bijvoorbeeld loterijvragen of de *pension builder* (Donkers e.a., 2016), is het uitvragen van deze informatie in de praktijk niet eenvoudig.

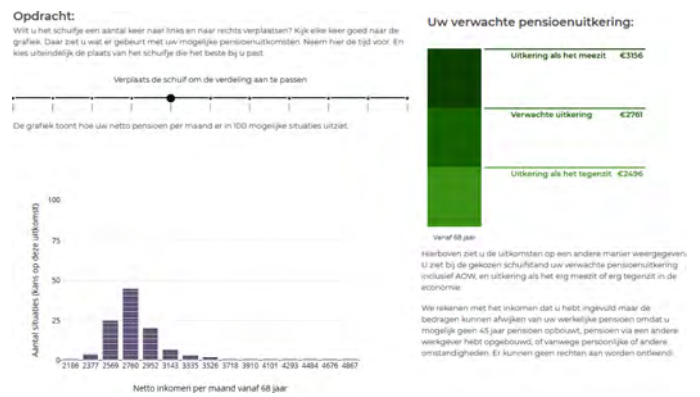
Veel deelnemers nemen automatisch deel aan een pensioenregeling en zijn moeilijk te activeren om vragen te beantwoorden. Hierdoor is het vaak lastig voldoende inputgegevens te bemachtigen over hun risico-aversie. Het ontbreken van deze gegevens dwingt pensioenfondsen om voor veel deelnemers bij de bepaling van de optimale beleggingsstrategie uit te gaan van een veronderstelde constante waarde voor de risico-aversie.

DOOR HET BELEGGINGSBELEID ZODANIG IN TE RICHTEN DAT WE EXPLICIET TOEWERKEN NAAR EEN GEWENST REFERENTIEPUNT IS HET MOGELIJK OM EEN GROTERE MATE VAN ZEKERHEID TE BIEDEN AAN ELKE DEELNEMER AANGAANDE HET TE BEREIKEN PENSIENKAPITAAL

Ook als deelnemers wel de vragen en gegevens over hun risico-aversie beantwoorden, bestaat er nog steeds onzekerheid over de juistheid van de uitkomsten. Een online uitvraag kan niet te lang en gedetailleerd zijn. Je loopt dan het risico dat deelnemers vroegtijdig afhaken, waardoor je mogelijk helemaal geen informatie inwint. Ook kunnen *behaviorial biases* van invloed zijn op de uitkomsten, bijvoorbeeld de vormgeving van keuze-architectuur (Thaler en Sunstein, 2008). Zo hebben deelnemers veelal de neiging om de middelste optie te kiezen of een positie die relatief is aan het midden. Ook kan een vooraf ingevulde default sturend zijn. Bij vragenlijsten is er een risico op framing in de teksten die van invloed kunnen zijn op de uitkomsten.

Daarboven komt de vraag of deelnemers überhaupt iets kunnen zeggen over hun risico-aversie voor de lange termijn. Dat is een heel andere vraag dan de risico-aversie voor een loterij die typisch gaat over de korte termijn.

Figuur 1
Voorbeeld uitvragen risico-aversie via de pension builder



Ondanks verbeterde methodes van uitvragen, toegenomen ervaring en het gebruik van nieuwe technieken blijft het in de praktijk lastig om alle benodigde informatie van een deelnemer uit te vragen of om deelnemers te activeren toegang tot deze gegevens te verlenen. Als gevolg hiervan moeten we accepteren dat er bij een individuele deelnemer fundamentele onzekerheid blijft bestaan over de juistheid van de gehanteerde risico-aversie.

4 OMGAAN MET ONZEKERHEID IN RISICO-AVERSIE

Hoe kunnen we recht doen aan de fundamentele onzekerheid ten aanzien van de risico-aversie van deelnemers bij het vaststellen van een passend beleggingsbeleid? Met andere woorden, hoe kunnen we “ongeveer het goede beleggingsbeleid” vaststellen voor een deelnemer in plaats van “nog nauwkeuriger het verkeerde beleggingsbeleid” gebaseerd op de evident verkeerde aanname van constante risico-aversie?

Om tot een antwoorde te komen, passen we de *robustness* aanpak uit de academische literatuur (Hansen en Sargent, 2007) toe op de onzekerheid in de specificatie van de risico-aversie. We onderzoeken dus in hoeverre we de theorie van Merton kunnen uitbreiden om recht te doen aan de fundamentele onzekerheid in de specificatie van de risico-aversie. De model-aanname van constante risico-aversie is evident foutief in de echte wereld, en leidt daarom tot *model-onzekerheid* voor het Merton-model.

4.1 GEEN REKENING HOUDEN MET MODEL-ONZEKERHEID MAAKT BELEID FRAGIEL VOOR AANNAMES

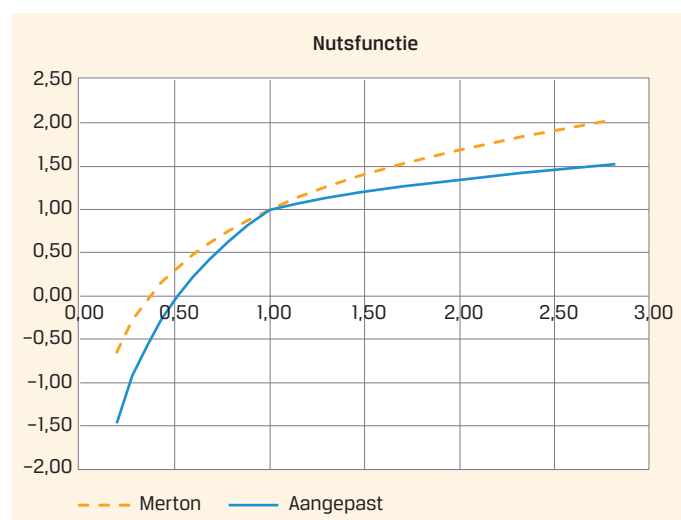
Wanneer we geen rekening houden met de model-onzekerheid in het Merton-model, dan heeft de “optimale” investeringsstrategie de neiging om fragiel te zijn. De optimale beleggingsstrategie van het Merton-model is erg gevoelig is voor kleine aanpassingen in de model-specificaties: de constante fractie belegd in zakelijke waarden is een gevolg van de model-aanname van constante risico-aversie. Voor praktische toepassingen betekent dit dat in veel gevallen de beste oplossing binnen het model nogal slecht presteert in de echte wereld, omdat de echte wereld er anders uitziet dan de model-aannamen. Dit is een bekend zwak punt van “niet-robuste” optimalisatie, zie bijvoorbeeld Hansen en Sargent (2007).

4.2 AANGEPASTE NUTSFUNCTIE DOOR MODEL-ONZEKERHEID

We nemen de onzekerheid in de specificatie van de risico-aversie expliciet mee door een robuuste optimalisatie-methode te gebruiken. Het idee is dat we het Merton-model niet beschouwen als de ultieme waarheid, maar als een initiële inschatting. We erkennen dus expliciet dat er alternatieve specificaties van de risico-aversie mogelijk zijn. Hansen en Sargent (2007) stellen voor om de robuuste optimalisatie te implementeren als een spel met twee spelers waarin beide spelers elkaar tegenwerken. De eerste speler zoekt naar een optimaal beleggingsbeleid. De tegenspeler kiest een zo ongunstig mogelijke aanname voor de risico-aversie, waarbij de tegenspeler haar keuze aanpast aan het beleggingsbeleid van de eerste speler om tot de slechtst mogelijk uitkomst te komen voor de eerste speler. De eerste speler is zich bewust van de acties van de tegenspeler en probeert daarom een beleggingsbeleid te kiezen dat nog steeds een goed resultaat oplevert, maar zo min mogelijk kwetsbaar is voor een verkeerde keuze in de aanname van de risico-aversie. De formulering als een twee-speler spel leidt daarom tot een “robuuste” uitkomst voor het beleggingsbeleid en dat is precies waar we naar op zoek zijn.

Een groot voordeel van robuuste optimalisatie is dat we een grote verzameling van alternatieve modellen naast het Merton-model in ogenschouw nemen. We kijken niet alleen naar het verkeerd kiezen van een constante risico-aversie parameter γ , maar juist ook naar alternatieve modellen met niet-constante risico-aversie. We kijken expliciet naar een grotere klasse van alternatieve modellen voor het Merton-model, in plaats van alleen *parameter-onzekerheid* omtrent de risico-aversie parameter γ . Als we starten vanuit het Merton-model als initiële aanname, dan lijkt het voor de eerste speler, door de “tegenwerking” van de tegenspeler, alsof de nutsfunctie van de deelnemer een “knik” krijgt. In termen van risico-aversie betekent dit dat we het robuuste beleggingsbeleid niet baseren op het Merton-model met een constante risico-aversie, maar op een model met een “piek” in de risico-aversie op een bepaald punt. Een voorbeeld van een dergelijke “geknikte” nutsfunctie is te zien in figuur 1.

Figuur 2
Nutsfunctie met aanpassing door de tegenspeler



De oranje gestippelde lijn is de nutsfunctie van het Merton-model met constante risico-aversie. De blauwe doorgetrokken lijn geeft de door de tweede speler “aangepaste” nutsfunctie weer die een knik vertoont.

Het economische gevolg van een dergelijke “knik” in de nutsfunctie is dat de deelnemer (veel) meer risico-avers wordt rond het punt waar de knik zit. We zien dus dat we door de robuuste optimalisatie-techniek uitkomen op een nieuw soort nutsfunctie (met knik) die buiten het standaard Merton-model ligt. We kunnen de knik in de nutsfunctie van de deelnemer interpreteren als een referentiepunt in het te bereiken pensioenkapitaal dat zij graag wil bereiken en vasthouden. Als gevolg hiervan, krijgt het robuuste optimale beleggingsbeleid een geheel andere structuur dan in het Merton-model. Het robuuste beleid is erop gericht om te proberen toe te beleggen naar het door de deelnemer gewenste referentiepunt en is er ook op gericht om extreme uitschieters (naar boven en naar beneden) te vermijden. Met andere woorden, het robuuste beleggingsbeleid probeert om de kans zo groot mogelijk te maken om het referentiepunt te bereiken.

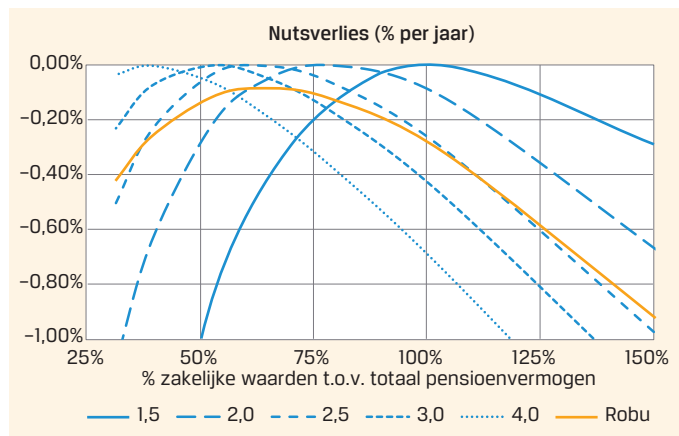
Voor economische scenario's waarin het geprojecteerde pensioenkapitaal onder het referentiepunt ligt, is de robuuste optimale strategie het nemen van meer beleggingsrisico in een poging om het gewenste referentiepunt te bereiken op de pensioendatum. Als het referentiepunt (naar verwachting) kan worden behaald, is het verstandig om te de-risken om op die manier het behaalde beleggingsresultaat veilig te stellen. Voor economische scenario's waarin het geprojecteerde vermogen boven de benchmark ligt, is het wederom optimaal om meer beleggingsrisico te nemen om extra rendement te behalen zonder daarbij het referentiepunt in gevaar te brengen.

4.3 ILLUSTRATIE ROBUUSTHEID EN NUTSVERLIES DOOR HANTEREN VERKEERDE NUTSFUNCTIE

Wat is nu het voordeel van het volgen van het “robuuste” beleggingsbeleid ten opzichte van de standaard life-cycle? De standaard life-cycle is alleen maar optimaal als we de juiste nutsfunctie van de deelnemer exact weten. Als we een fout maken bij het vaststellen van de risico-aversie, dan voeren we het verkeerde beleggingsbeleid uit voor de deelnemer hetgeen leidt tot een suboptimale uitkomst voor de deelnemer.

Om meer inzicht te krijgen op de invloed van een fout in het vaststellen van de risico-aversie, kunnen we de volgende berekening maken. Stel een deelnemer heeft een “ware” (constante) risico-aversie γ^* , maar deze juiste waarde kennen we niet. In plaats daarvan voeren we een beleggingsbeleid uit op basis van een geschatte waarde γ . Voor elke waarde $\gamma \neq \gamma^*$, leidt de verkeerde inschatting van γ tot een suboptimaal beleggingsbeleid en daarmee tot een verlies van nut voor de deelnemer. De grootte van het verloren nut drukken we uit in een *zekerheids-equivalent* (“certainty equivalent”) in termen van equivalent verlies in beleggingsrendement per jaar.

Figuur 3
Verlies in nut door gebruik van "verkeerde" risicoaversie-parameter



De uitkomsten van deze berekeningen zijn weergegeven in figuur 3. Op de horizontale as zien we het (constante) percentage geïnvesteerd in zakelijke waarden relatief ten opzichte van het *totale* pensioenvermogen. Op de verticale as zien we het nutsverlies uitgedrukt in verlies in beleggingsrendement per jaar. De blauw gestippelde lijnen geven telkens het nutsverlies voor een Merton-beleggingsstrategie voor waarden van de risico-aversie parameter γ variërend van 1.5 tot 4. Elke blauwe lijn tikt het niveau van 0% nutsverlies aan wanneer de beleggingsmix aansluit bij de model-parameter γ^* voor die lijn. We zien echter ook dat elke blauwe lijn steeds wegzakt onder 0% als de beleggingsmix afwijkt van de model-waarde.

De oranje lijn geeft het nutsverlies weer voor de robuuste beleggingsstrategie waarbij we expliciet proberen om een referentiepunt te behalen voor de deelnemer. We zien hierbij twee dingen. Ten eerste tikt de oranje lijn nooit het niveau van 0% aan. Dat willen zeggen dat de robuuste strategie voor geen enkele deelnemer met een echt constante risico-aversie optimaal is. Aan de andere kant zien we ook dat de oranje lijn minder snel naar beneden zakt bij afwijkingen in de beleggingsmix ten opzichte van de blauwe lijnen. Dat wil zeggen dat voor een (relatief) groot interval van deelnemers de robuuste strategie “bij benadering goed” is en daarmee minder gevoelig is voor een verkeerde specificatie van de (niet-constante) risico-aversie. Dit is precies het effect dat we met de robuuste optimalisatie hoopten te bereiken.

5 CONCLUSIES

We begonnen dit artikel met de, onder andere door de Britse actuarissen, gesignaleerde maatschappelijke trend van het meer en meer risico neerleggen bij individuen. Met het op handen zijnde nieuwe pensioenakkoord stappen we nog verder over naar premiereregelingen met als gevolg dat er meer risico en onzekerheid over de hoogte van het opgebouwde pensioen-

vermogen bij de deelnemers komt te liggen. Veel pensioenfondsen gaan uit van de standaard life-cycle beleggingstheorie van Merton (1969). Echter, de theorie van Merton maakt bijzonder sterke en specifieke aannames over de risico-aversie van deelnemers. De vraag rijst dan ook of we niet bezig zijn om nog nauwkeuriger het verkeerde beleggingsbeleid voor de deelnemers te bepalen door binnen de kaders van de Mertontheorie blijven.

We hebben in dit artikel een poging gedaan om te verkennen hoe we recht kunnen doen aan de fundamentele onzekerheden in deelnemerskenmerken en desondanks toch een passend beleggingsbeleid te bieden voor de deelnemers. Door gebruik te maken van een robuuste optimalisatie van het beleggingsbeleid houden we expliciet rekening met de fundamentele onzekerheid aangaande de risico-aversie van elke deelnemer. We vinden dat het robuuste optimale beleggingsbeleid een geheel andere structuur heeft dan in het standaard Merton-model. Het robuuste beleid is er expliciet op gericht om te proberen toe te beleggen naar een door de deelnemer gewenst referentiepunt en is er ook op gericht om extreme uitschieters (naar boven en naar beneden) te vermijden. Met andere woorden, het robuuste beleggingsbeleid probeert de kans zo groot mogelijk te maken om het referentiepunt te bereiken, zonder daarbij harde garanties te geven. We zien daarmee dat deze vorm van robuust beleggingsbeleid tegemoetkomt aan het mitigeren van de onzekerheid voor de individuele deelnemer en dus een tegenwicht kan bieden tegen de ongewenste neveneffecten van de risico-overdracht naar individuen. Door het beleggingsbeleid zodanig in te richten dat we expliciet toewerken naar een gewenst referentiepunt is het mogelijk om (zonder harde garanties te bieden) toch een grotere mate van zekerheid te bieden aan elke deelnemer aangaande het te bereiken pensioenkapitaal.

Referenties

- Donkers, B., Dellaert, B., Vermeulen, E., Turlings, M. & Steenkamp, T. (2016). *Naar een nieuwe aanpak voor risicoprofielmeting voor deelnemers in pensioenregelingen*. Netspar.
- Hansen, L., & Sargent, T. (2007). *Robustness*. Princeton University Press.
- Institute and Faculty of Actuaries (IFoA) (2021), *The Great Risk Transfer: Campaign Recommendations*, www.actuaries.org.uk
- Merton, R. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247-257.
- Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein (2008), *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. Yale University Press.

Noten

- 1 Dit artikel is een ingekorte en bewerkte versie van Netspar Design Paper 174 met de titel *Beleggingsbeleid bij onzekerheid over risicobereidheid en budget*. Het volledige paper is te downloaden via www.netspar.nl.

LDI beleggingsrichtlijnen optimaliseren met Artificial Intelligence

Joris Heijting

INLEIDING

De vertaling van een ALM-studie of strategische asset allocatie (SAA) naar beleggingsrichtlijnen voor LDI, vraagt om veel detailkeuzes. Het gaat dan om zaken als bandbreedtes, herbalanceringsregels of landenselectie voor staatsleningen. Uiteindelijk hebben deze detailkeuzes een significante invloed op zowel de effectiviteit van de beoogde rentehedge, als het rendement van de LDI-portefeuille. Artificial Intelligence (AI) kan waarde toevoegen bij deze keuzes doordat deze detailkeuzes veel beter cijfermatig onderbouwd kunnen worden.

Dit artikel behandelt een gestructureerde doorrekening van een LDI portefeuille uit de praktijk. Met een AI-tool wordt het portefeuille beheer over een periode van vijf jaar nagebootst. Bij de diverse detailkeuzes zijn varianten mogelijk. De AI-tool berekent voor deze varianten de uitkomst. Zo ontstaat een totaal overzicht van de impact van verschillende keuzes. Aan de hand van de totale groep uitkomsten worden vervolgens conclusies gepresenteerd.

Het voordeel van AI-doorrekening is onder andere de tijdsbesparing die het biedt. Een individuele portefeuille optimalisatie voor één specifiek moment kan voor een mens behoorlijk wat tijd kosten. Over een periode van vijf jaar is er in deze analyse iedere maand een optimalisatie gemaakt, samen zijn dat dan 60 doorrekeningen per variant. Bij circa 25 varianten, zoals hier, zijn er dan totaal $60 \times 25 = 1500$ optimalisatie berekeningen nodig. Dat zou voor een mens een onevenredig hoog tijdsbeslag vragen. Bovendien biedt het gegeven dat doorrekening snel gaat, de vrijheid om in beleggingsdiscussies, additionele varianten uit te rekenen. Daarnaast is de AI optimalisatie exact, iedere optimalisatie wordt zuiver uitgevoerd, waar een menselijke inbreng gevoelig is voor (reken-)fouten.

Voor de analyse in dit artikel is de LDI portefeuille van een middelgroot Nederlands pensioenfonds geanalyseerd met als referentieperiode 1 januari 2016 – 1 juli 2020. Uitgangspunt zijn de bestaande richtlijnen en doelstellingen van het fonds. Hierop worden verschillende varianten uitgewerkt.

LDI PORTEFEUILLES IN HET KORT

De LDI- of Matchingportefeuille van een pensioenfonds heeft als doel de rentegevoeligheid en daarmee de waardeontwikkeling van de verplichtingen van het fonds, te compenseren. Als door stijgende rente de waarde van de verplichtingen afneemt, zal de LDI portefeuille ook in waarde dalen. Omgekeerd zullen beide waardes stijgen bij rentedaling. Een pensioenfonds

definieert een percentage waarvoor het renterisico van de verplichtingen wordt afgedekt. Dit kan ook een variabel percentage zijn, afhankelijk van bijvoorbeeld rentestand of dekkingsgraad. Verder zal ieder fonds een eigen beslissing nemen hoeveel het de UFR-curve (= door de toezichthouder aangepaste renteswap-curve) meeneemt. Voor dit artikel is uitgegaan van een vast afdekkingspercentage ten opzichte van de renteswapcurve.

Er zijn verschillende mogelijkheden om een LDI portefeuille op te zetten. In een vrij algemene versie wordt allereerst het renterisico van de verplichtingen vermenigvuldigd met het afdekkingspercentage. Vervolgens wordt hier het geschatte renterisico van categorieën als hypotheek of bedrijfsobligaties vanaf gehaald. Het restant bepaalt het renterisico dat de LDI portefeuille moet behalen. Deze LDI portefeuille bestaat typisch uit drie hoofbestanddelen:

- Staatsleningen (in dit geval van AA en AAA Eurozone landen)
- Cash / geldmarktfondsen
- Renteswaps

Met cash + renteswap kan hetzelfde kasstroomprofiel en vrijwel hetzelfde renterisico worden gerealiseerd als met een belegging in een staatslening.¹

Joris Heijting
CFD bij Matchinglink



BRONNEN VAN VERSCHIL: TRACKING ERROR (TE)

De kern van de LDI portefeuille is het construeren van een portefeuille die een lage beweging (hier: Tracking Error, of TE) heeft ten opzichte van de per saldo af te dekken verplichtingen.

De LDI portefeuille kan om een aantal redenen een ander rendement geven dan alleen bewegingen van de renteswap-curve. Deze verschillen in waardeontwikkeling kunnen uitgesplitst worden naar de volgende bronnen:

1. *Fundingverschil*: allocatie naar LDI verschilt van de waarde van de verplichtingen.
2. *Hedge bandbreedte*: het renterisico in LDI op totaalniveau mag binnen een bandbreedte afwijken van het renterisico van de verplichtingen.
3. *Bucket bandbreedte*: voor verschillende looptijden mag het renterisico van Matching afwijken van dat van de verplichtingen.
4. *Staatsleningen*: De regels in beleggingsrichtlijnen voor staatsleningen kunnen leiden tot een grotere of kleinere afwijking van de verplichtingen. Staatsleningen bewegen namelijk ten opzichte van de renteswapcurve.
5. *Handelsstrategie*: Afhankelijk van de manier waarop de portefeuille wordt bijgestuurd zal de afwijking van de verplichtingen groter of kleiner zijn.

Het referentiefonds heeft vanuit haar balansbeheer het totale TE budget voor LDI op 0,8% bepaald. De eerste drie bronnen betreffen afwijkingen in renterisico. Het TE budget is hiervoor 0,60%. De laatste twee bronnen betreffen het spread risico, het TE budget hiervoor is 0,20%.

BANDBREEDTES KUNNEN ZONDER IMPACT OP TRANSACTIEKOSTEN SMALLER

In het onderzoek zijn al deze bronnen geanalyseerd. De nadruk in de analyse ligt bij staatsleningen en handelsstrategie (item 4 en 5 hierboven).

UITGANGSPUNTEN: PORTEFEUILLE EN RICHTLIJNEN

De onderzochte portefeuille bestaat uit staatsleningen van vijf Eurolanden met AA of AAA rating, cash en renteswaps. De LDI portefeuille heeft een defensieve doelstelling, namelijk een zo laag mogelijke tracking error ten opzichte van de eerder genoemde verplichtingen.

De belangrijkste richtlijnen van het fonds zijn als volgt:

- Het fundingverschil wordt gesteld op 0,40% (40bp); cash levert dan Euribor – 0,40% op.
- Het afdekkingpercentage van de verplichtingen is 70% met een bandbreedte van 5% er omheen (tussen 65% en 75%)
- Er zijn 9 rentelooptijd buckets, met ieder een bandbreedte van 5% van het totaal af te dekken renterisico
- De beleggingsstijl is buy-and-maintain; alleen transacties als dat nodig is om weer binnen de bandbreedte te komen

- Allocatie staatsleningen is (met een bandbreedte van +/-10%):
 - Nederland 27,5%
 - Frankrijk 20%
 - Duitsland 32,5%
 - Finland 7,5%
 - Oostenrijk 12,5%

DATA EN AI-TOOLING

Voor de analyses in dit artikel is gebruik gemaakt van een government-bond database waarin voor een lange periode alle in de portefeuille toegestane staatsobligaties zitten (“investable universe”).

Voor het optimaliseren van getallenreeksen zoals yield en rendement van staatsleningen zijn verschillende AI-benaderingen mogelijk, gecombineerd met standaard statistische berekeningen. Verder zijn er tools gebruikt die een bepaalde manier van beheer uitvoeren. Dit zijn de verschillende handelstrategieën. In dit onderzoek hebben we gebruik gemaakt van de volgende AI-tools:

- *Yield optimalisatie*: De tool gebruikt lineaire optimalisatie om binnen de gestelde richtlijnen de portefeuille met de hoogste yield te vinden.
- *Machine learning*: Voor het zoeken naar een portefeuille met een zo laag mogelijke beweeglijkheid van de z-spread is een tool gebruikt die uit voorgaande maanden de optimale portefeuille construeert.

Lineaire optimalisatie

Lineaire optimalisatie is een wiskundige methode om de zoekruimte waarbinnen een portefeuille oplossing zich bevindt te beschrijven. Binnen die zoekruimte kiest het algoritme vervolgens met een vast bewegingspatroon punten. Per punt wordt berekend of de uitkomst hoger (optimaler) of lager is. Vanuit optimale punten wordt verder gezocht. De functie waarmee de volgende punten bepaald worden, zorgt er voor dat de zoekruimte efficiënt (rekentijd) en effectief (hele ruimte wordt doorzocht) doorzocht wordt. Door de functie waarmee het volgende te analyseren punt gekozen wordt, komt het algoritme steeds dichter bij de optimale oplossing.

De AI component van deze optimalisatie bestaat uit twee stappen:

- Allereerst is dit het op de juiste manier vertalen van de beleggingsrichtlijnen in de juiste wiskundige vorm, zodat deze aan een algoritme kan worden aangeboden. De wiskundige vorm moet aansluiten op de manier waarop de zoekfunctie de te analyseren punten bepaald.
- Vervolgens gaat het om het beoordelen van verschillende algoritmes voor dit type berekeningen. Het aantal vrijheidsgraden en instrumenten zijn belangrijke factoren die de omvang van de zoekruimte bepalen. Sommige algoritmes zullen voor het ene soort zoekruimte beter werken, andere voor een andere zoekruimte. Doel is een geschikt algoritme voor deze specifieke zoekruimte te vinden.

De beoordeling van algoritmes vindt plaats met de volgende criteria:

- Doorlooptijd: gezien het grote aantal berekeningen en variabelen is de doorlooptijd van het algoritme praktisch van belang
- Vastloop kans: Veel algoritmes hebben een specifieke aanpak om rekentijd te sparen die wel het risico heeft dat het algoritme zonder oplossing vastloopt
- Accuratesse: De afronding waarmee de oplossing bij het optimum vandaan ligt

Het aardige van lineaire optimalisatie is dat op allerlei criteria geoptimaliseerd kan worden. In dit geval is dat yield. Maar een optimalisatie kan ook op rating, ESG-score of een andere variabele worden uitgevoerd. Ook combinaties van criteria zijn mogelijk.

Machine learning

De machine learning in dit artikel is opgebouwd door te “leren” van correlatie in het voorgaande jaar. Het algoritme stelt vast hoe staatsleningen gecorreleerd waren en selecteert de portefeuille met de laagste verwachte TE ten opzichte van de verplichtingen.

Machine learning is met name geschikt om marktbevingen te analyseren en daarmee een voorspelling van toekomstige bevingen te geven.

UITKOMSTEN ANALYSE COMPONENTEN RENTERISICO

Voor het rente risico zijn varianten op de drie factoren die de tracking error beïnvloeden, Fundingverschil, Hedge bandbreedte en Bucket bandbreedtes, doorgerekend om de impact op de optimale portefeuille uit te rekenen. De resultaten daarvan zijn als volgt samen te vatten:

Funding verschil

Het fundingverschil leidt weliswaar tot een lager rendement (door de lage vergoeding op cash) maar niet tot extra schommeling van het rendement. De impact op de Tracking Error is daardoor nihil.

Hedge bandbreedte

De hedge bandbreedte kan 5% hoger of lager uitvallen. Er zijn varianten doorgerekend waarbij dit continu benut wordt. In dat geval is er over de onderzochte periode een extra TE van 0,11% (11bp). Dit extra risico wordt genomen om transactiekosten te sparen, er staat geen verwacht extra rendement tegenover. In de praktijk blijkt bij veel bandbreedtes dat deze uiteindelijk maar heel beperkt gebruikt worden.

Bucket bandbreedte

De bucket bandbreedte is de bandbreedte met de grootste impact op de tracking error, bij doorrekening van continu gebruik van deze ruimte wordt een TE budget van 0,23%-0,24% gebruikt. Dit is een opvallend hoog risicobudget en ontstaat doordat de bandbreedte geschaald is naar het totale renterisico, in plaats van het renterisico in de specifieke key-rate bucket.

Opnieuw is dit bandbreedte die vooral transactiekosten zal moeten sparen, er is geen rendementsdoelstelling aan gekoppeld.

Samenvatting renterisico componenten

Het TE budget voor renterisico componenten bedraagt 0,60%, hiervan mag in de praktijk 0,35-0,40% gebruikt worden. Een laag TE gebruik van deze componenten past bij het op risico-beheersing gerichte beleid van het fonds. Door het inperken van deze bandbreedtes kan het verwachte risico verder teruggebracht worden, zonder dat dit extra transactiekosten of minder rendement oplevert.

ANALYSE STAATSLENINGEN

Voor staatsleningen is het gebruik van de bandbreedtes geanalyseerd. Met de AI-tool zijn de huidige richtlijnen en beleggingsstijl doorgerekend. De optimale portefeuilles die hier uit komen zijn vergeleken met de restricties die het fonds in de beleggingsrichtlijnen heeft vastgelegd.

HANDELSSTRATEGIEËN MAKEN HET VERSCHIL

Opvallende uitkomst is dat de optimale portefeuilles de bandbreedte rond de doelallocatie per land eigenlijk amper benutten. Ook hier wordt de beschikbare risicoruimte, bedoeld om transactiekosten te beperken, nauwelijks gebruikt. Onderstaand worden een paar voorbeelden behandeld.

Bandbreedte richtlijnen voor Nederland

In figuur 1a is de allocatie naar Nederland bij de huidige richtlijnen doorgerekend. Duidelijk te zien is dat de ruimte tussen de bovenste en onderste toegestane allocatie weinig gebruikt wordt. In figuur 1b is dezelfde optimalisatie uitgevoerd, waarbij de richtlijnen niet 10% marge boven en onder de doelallocatie hebben, maar slechts 2%. Deze inperking blijkt voor het rendement en de allocatie naar Nederland vrijwel geen verschil te maken. Bij toepassen van de huidige richtlijnen, maar waarbij de bandbreedte voor alle landen naar 2% in plaats van de huidige 10% wordt gesteld, verandert de allocatie naar Nederland nauwelijks. De brede huidige bandbreedte van 10% wordt in de praktijk nauwelijks gebruikt.

Bandbreedte gebruik Frankrijk

Frankrijk heeft een relatief hoge z-spread waardoor deze allocatie door het algoritme zo veel mogelijk gevuld wordt. Bij yield-optimalisatie betekent dit per saldo dat Frankrijk vrijwel continu aan de bovenkant van de bandbreedte zal zitten.

Een verhoging van de doelallocatie naar Frankrijk betekent dat de allocatie ook stijgt. In figuur 2b is dit te zien bij een verhoging van de doelallocatie met 5%.

Allocaties Finland en Oostenrijk bij 20% bandbreedte

Figuur 3a (Finland) en 3b (Oostenrijk) laten een soortgelijk beeld zien. Ook hier wordt de brede bandbreedte nauwelijks gebruikt.

De reden voor de stabiele allocatie is tweeledig. Ten eerste leidt een buy-and-maintain handelsstrategie tot een portefeuille waar weinig in wijzigt. Ten tweede hebben landen stabiele karakteristieken. Als een land in het eerste jaar weinig allocatie krijgt, zal dat in een vergelijkbaar tweede jaar ook zo zijn. Conclusie is dat wijzigingen in de richtlijnen, qua bandbreedte en qua beperkte aanpassingen in landenallocatie nauwelijks verschil in TE of rendement geven.

In figuur 4 zijn voor een groter aantal richtlijnen de uitkomsten weergegeven. Veel uitkomsten liggen dicht bij elkaar. Met

uitzondering van Frankrijk, hebben wijzigingen in de doelallocatie van een land een impact van minder dan 0,004% op de uiteindelijke tracking error. Alleen de allocatie naar Frankrijk, dat een significant hogere z-spread heeft, heeft een noemenswaardige impact op risico en rendement.

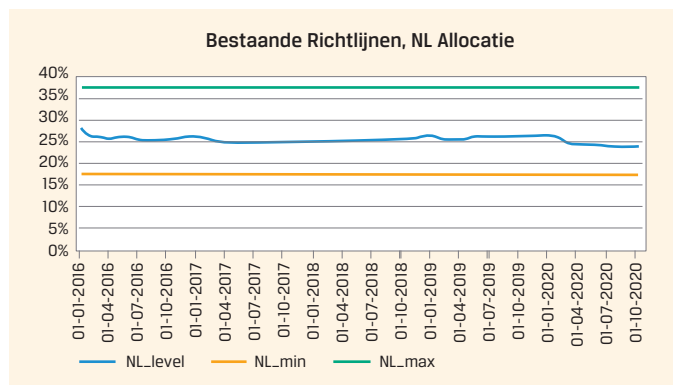
Door de verschillende mogelijke richtlijnen met AI door te rekenen ontstaat een compleet beeld van de impact van verschillende varianten.

ANALYSE HANDELSSTRATEGIE

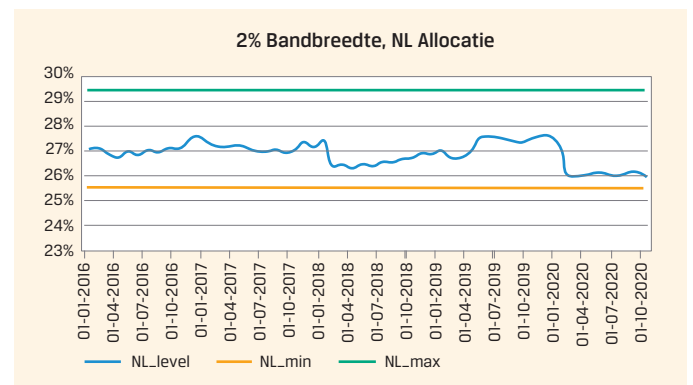
Handelsstrategieën maken het verschil

In het beheer van de portefeuille zit de afweging tussen veel handelen voor een optimale portefeuille en weinig handelen voor lage transactiekosten. Bij een buy-and-maintain strategie

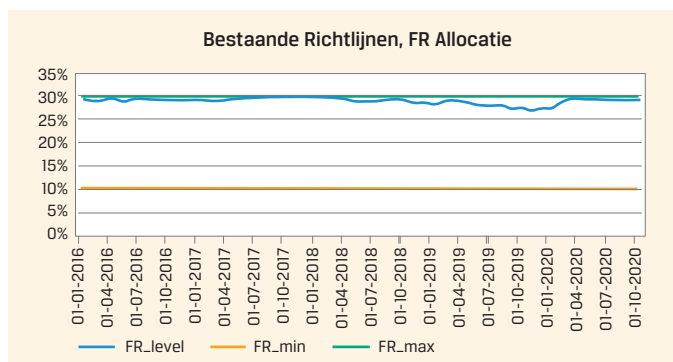
Figuur 1a



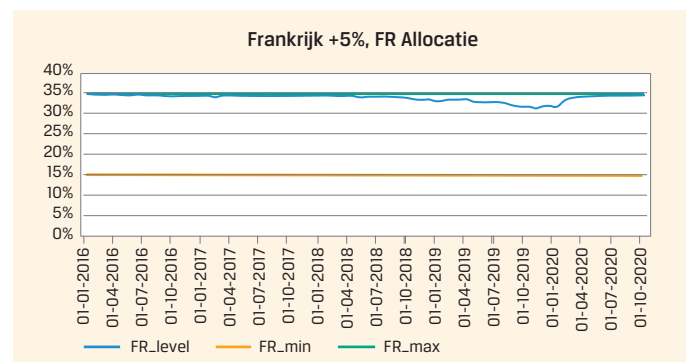
Figuur 1b



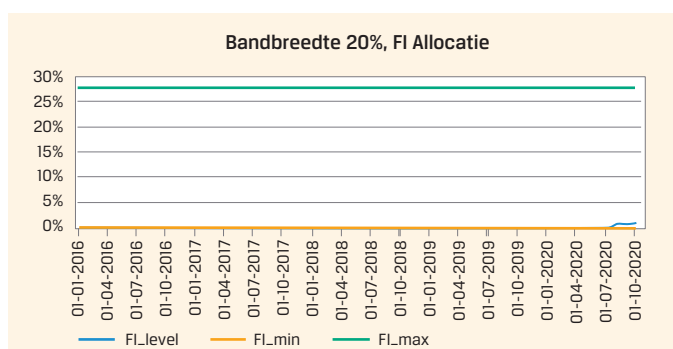
Figuur 2a



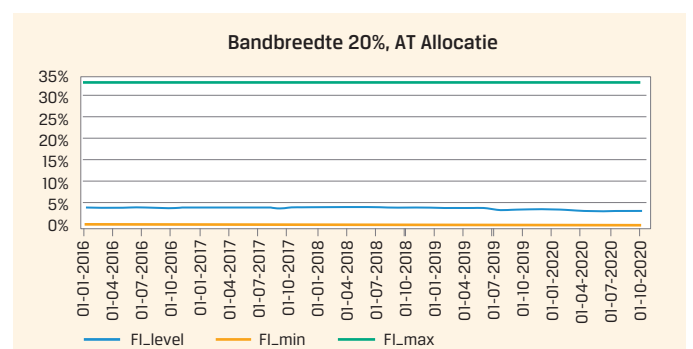
Figuur 2b



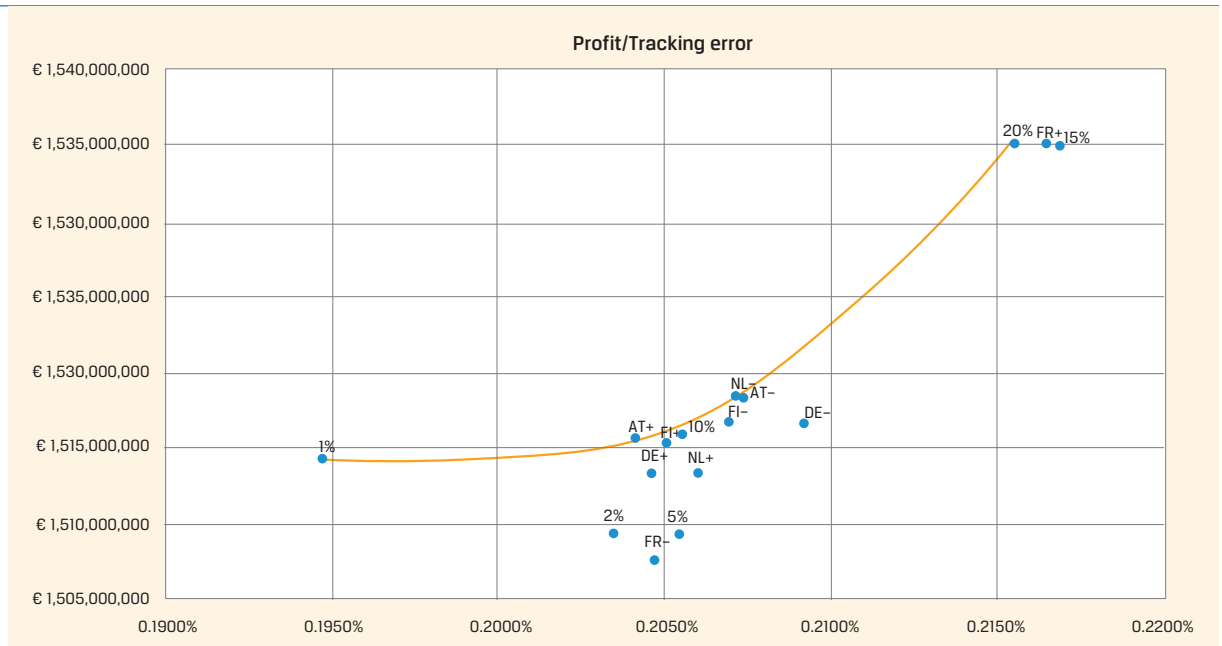
Figuur 3a



Figuur 3b



Figuur 4
Overzicht landen-allocaties



zal de portefeuille door de tijd niet veel wijzigingen ondergaan. Het voordeel is dat de transactiekosten hiermee natuurlijk ook beperkt worden. Als alternatief voor de buy-and-maintain strategie hebben we twee alternatieven onderzocht. Bij het eerste alternatief gaan we op het andere uiterste van de transactiekosten-rendement afweging zitten. Iedere maand wordt ongeacht transactiekosten de hoogst renderende portefeuille gekocht. Daarnaast is een gematigde versie doorgerekend waarbij door het jaar heen een buy-and-maintain strategie wordt gehanteerd en eenmaal per jaar een optimalisatie naar de hoogst renderende portefeuille.

Figuur 5 geeft de resultaten van de verschillende handelsstrategieën. In de figuur zijn ter vergelijking ook de varianten met een 1% en 20% bandbreedte weergegeven. Voor een complete beoordeling is in figuur 6 de risk/return afweging van de verschillende handelsstrategieën weergegeven.

De vergelijking tussen de originele buy-and-maintain strategie (helemaal links in figuur 6) en de yield optimalisatie laat zien dat jaarlijks optimaliseren een hoger rendement bij een hoger risico realiseert. Per saldo levert een verhoging van de TE van 0,20% naar 0,30% een extra rendement op van 0,24%/jaar.

EXTRA ANALYSE

In de bottom-up analyse is gekeken naar staatsleningen en hun verbanden enerzijds en mogelijke portefeuilles met een lage z-spread volatiliteit anderszijds.

Mogelijke MinVol portfolio's

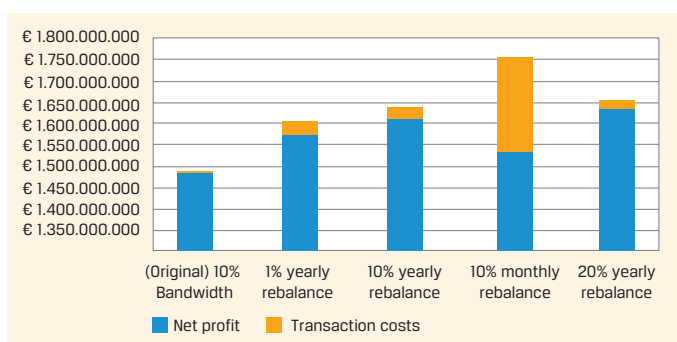
Voor een fonds met als doelstelling een zo laag mogelijke TE ten opzichte van de verplichtingen, is het interessant om ook, los van de huidige richtlijnen, te zoeken naar een portefeuille met zo'n lage volatiliteit.

Naast de huidige richtlijnen zijn twee additionele analyses uitgevoerd om bottom-up te zoeken naar een portefeuille met een zo laag mogelijke TE. Tot slot is om een beeld te geven van de ruimte om risk/return afwegingen te maken ook gekeken wat het maximaal haalbare rendement is als specifiek op rendement geoptimaliseerd wordt.

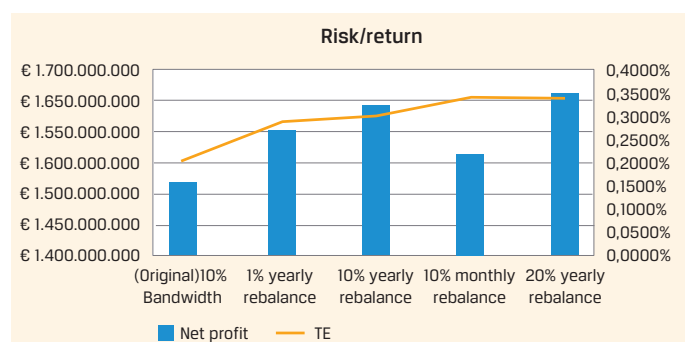
1. Z-spread MinVol

Bij deze strategie is het doel om de bewegelijkheid van de z-spread zo klein mogelijk te maken. Daarvoor is gezocht naar een portefeuille waarbij terugkijkend naar de afgelopen twaalf

Figuur 5



Figuur 6
Handelsstrategieën vergeleken



maanden de z-spread zo stabiel mogelijk is. Deze portefeuille wordt vervolgens een maand aangehouden.

Hiervoor wordt de machine learning techniek gebruikt, waarbij het algoritme leert van bewegingen uit het afgelopen jaar en aan de hand daarvan optimaliseert. De gedachte van deze aanpak is dat als een portefeuille een lage TE heeft, dit in de toekomst zo zal blijven.

HOGER RENDEMENT MET LAGER TRACKING ERROR BUDGET

De tracking error van deze aanpak komt uit op maar liefst 0,81%, bij een teleurstellend rendement dat rond 1% per jaar lager ligt dan het uitgangspunt. De voorspellende kracht van eerdere z-spread bewegingen is op deze manier kennelijk gering en levert daarmee geen goede oplossing.

2. Least squares optimization

Bij de tweede analyse is een dataset gemaakt met de maandelijkse rendementen van zowel toegestane instrumenten als verplichtingen. Vervolgens is een portefeuille gebouwd waarvan de holdings in de afgelopen twaalf maanden de kleinste rendement afwijking ten opzichte van de verplichtingen zouden hebben gehad. Ook hier is het uitgangspunt om uit bewegingen in het verleden een voorspelling voor de toekomst te doen.

Deze (geheel uit obligaties bestaande portefeuille) heeft een TE van 0,35%. Bij een allocatie van 50% naar een cash + swap benchmark en 50% naar deze strategie zou een tracking error net onder 0,20% mogelijk moeten zijn.

Het rendement valt echter aanzienlijk lager uit, over de totale portefeuille kost deze strategie 0,28% per jaar, terwijl de TE 0,02%-0,03% lager uitkomt. Er zijn veel manieren om gerealiseerde rendementen te analyseren en hier een handelsstrategie op te bouwen. De doelstelling om bij een gelijkblijvend rendement naar een lager risico te zoeken wordt met de hier onderzochte strategie niet behaald. Meer onderzoek zou hier nog extra resultaat kunnen leveren.

3. Maximum buy-and-hold return

Voor de laatste portefeuille is, om een beeld te krijgen van de maximale return, een portefeuille gekocht die in de eerste twaalf maanden de maximale return zou opleveren. De portefeuille wordt dan vervolgens buy-and-hold aan-

gehouden voor de hele onderzoeksperiode. De verwachting is dat het rendement ook gedurende de rest van de periode hoog zal zijn.

Door zonder restricties te optimaliseren ontstaat een portefeuille die voor 80% uit Franse en 20% uit Oostenrijkse obligaties bestaat. Het hoge aandeel Franse obligaties is het gevolg van de hogere z-spread van Frankrijk.

Deze strategie levert conform verwachting een hoog rendement op van ruim een procent per jaar extra. De tracking error stijgt eveneens fors naar 1,64%. Het hogere rendement wordt dus behaald met een totaal ander risicoprofiel. Daarnaast heeft het hogere kredietrisico van Frankrijk de afgelopen vijf jaar niet tot grote verliezen geleid, het is niet gezegd dat dit in de toekomst ook zo zal zijn.

CONCLUSIES

Voor het uitvoeren van de analyses zijn twee typen AI-tooling toegepast, lineaire optimalisatie en machine learning.

Voor de lineaire optimalisatie kan gezegd worden dat deze duidelijke conclusies levert over beleggingsrichtlijnen. Het doorrekenen van een groot aantal varianten voegt waarde toe, omdat de consequenties van verschillende mogelijkheden duidelijk worden. Met name de mogelijkheid om aan te geven welke restricties zinvol zijn en binnen welke marge, maakt dat een fonds richtlijnen scherper kan afstellen op het gewenste risico/rendement profiel en er geen ongebruikte risico ruimte overblijft.

Per saldo blijkt het mogelijk om de portefeuille met een lager risicobudget te beheren/ongebruikt risico budget terug te nemen, bij een hoger rendement. Met name de combinatie van aanscherpen mandaat ruimte en een jaarlijkse handelsstrategie maakt dit mogelijk.

Bij machine learning, het voorspellen van toekomstige rendementen uit eerdere marktsituaties, is het beeld minder duidelijk. Bij deze vorm van AI is het van belang om het doorzoeken van de historische data op de juiste manier te doen. De eenvoudige zoekmethoden die in het artikel gebruikt zijn geven geen uitkomsten waarmee veel conclusies getrokken kunnen worden. Op het punt van machine learning zullen uitgebreidere datasets en complexere handelstrategieën nodig zijn om de risico/rendement verhouding te verbeteren.

Noot

- 1 Er kunnen voor een klein deel van de portefeuille ook andere instrumenten – zoals bond futures – voorkomen, deze blijven hier buiten beschouwing.

Lifecycle beleggen in het nieuwe pensioencontract: de theorie over de inzet van human capital en de nuances

Thomas Pistorius¹

De lifecycle aanpak lijkt een gamechanger bij beleggen in het nieuwe pensioencontract. Lifecycle beleggen komt, populair verwoord, neer op de vuistregel dat het percentage aandelen in de portefeuille gelijk moet zijn aan 100 minus de leeftijd. Omdat pensioenfondsen maar liefst 1.725 miljard euro (DNB, 2021) voor hun deelnemers beleggen, hebben zij logischerwijs meer diepgaande kennis van lifecycle beleggen nodig dan alleen praktische vuistregels.

In essentie hangt lifecycle beleggen af van de inzet van human capital ofwel het toekomstig arbeidsinkomen. Over lifecycle beleggen in het kader van het nieuwe pensioenstelsel is ook recent in het VBA Journaal geschreven door Alserda en Potter van Loon (2020), Staring en Van Loo (2020) en Alserda, Sibma en Tebbenhof (2021). Dit artikel heeft echter als doel klassieke en meer recente inzichten over lifecycle beleggen, de beleggingshorizon en human capital samen te vatten en te verhelderen in het kader van het nieuwe pensioencontract. De inzet van human capital is namelijk complexer en genuanceerder dan het

op het eerste gezicht lijkt. Een dergelijk samenvattend artikel is, voor zover bekend bij de auteur, nog niet voorhanden voor pensioenfondsen.

DE THEORIE OVER BELEGGEN EN DE HORIZON VAN SAMUELSON EN MERTON

Het begrip lifecycle, of levenscyclus, vraagt om een korte toelichting voordat we dit combineren met beleggen. Het gaat hierbij om de economische theorie over consumeren, lenen en sparen in de verschillende fases van een mensenleven, de hier

dr. Thomas Pistorius
RBA FRM CRMA
Manager Risicomanagement bij
Pensioenfondsen
Vervoer



bedoelde levenscyclus. De lifecycle theorie veronderstelt dat individuen hun consumptie- en spaargedrag over hun levenscyclus rationeel plannen. Het uitgangspunt hierbij is dat individuen hun consumptieniveau in elke periode in hun leven op hetzelfde niveau willen houden. Hierbij speelt het naar voren halen van middelen (lenen) en uitstellen (sparen) voor een gelijkmatige consumptie gedurende de levenscyclus een centrale rol. Pensioen vormt een essentieel onderdeel van dit gelijkmatige inkomen voor consumptie. In het nieuwe pensioencontract wordt beleggen expliciet gekoppeld aan de economische theorie over de lifecycle.

Daarnaast moeten we voor dit artikel vooraf de reikwijdte van pensioenbeleggen bepalen. We beperken ons hierbij tot de categorie aandelen in de gegeven voorbeelden. Voor aandelen mogen ook andere risicodragende beleggingen zoals vastgoed, high yield obligaties of alternatieve beleggingen worden gelezen. Niet-risicodragende beleggingen hebben bij pensioenen als doel risicoloos nominaal of voor inflatie gecorrigeerd pensioeninkomen te verschaffen. We laten in dit artikel niet-risicodragende beleggingen (grotendeels) buiten beschouwing. Voor een analyse van de renteaftdekking in het kader van lifecycle beleggen bij pensioenfondsen zie Mehlkopf en Van Bilsen (2020).

**HET IS THEORETISCH JUIST DAT
PENSIOENFONDSEN MEER RISICO KUNNEN
LOPEN ALS HUMAN CAPITAL BIJ EEN
LANGERE TIJDSHORIZON ONDERDEEL
VAN HUN BELEGGINGSBELEID VORMT**

Aan de lifecycle theorie is altijd het idee van een tijdshorizon verbonden. De twee pijlers onder de moderne beleggingstheorie,² de portefeuilletheorie van Markowitz en het Capital Asset Pricing Model (CAPM), zijn gericht op één periode. Maar welke beleggingsmix respectievelijk mixen zijn optimaal bij een langere horizon? In 1969 hebben Samuelson en Merton beiden een artikel gepubliceerd met daarin de stelling dat de beleggingshorizon *geen invloed* heeft op de beleggingsmix. Of de horizon nu één of twintig jaar is, in beide gevallen wordt een even groot deel van de portefeuille in aandelen belegd.

Deze misschien wat verrassende conclusie steunt op een aantal veronderstellingen. Om te beginnen heeft een belegger in het raamwerk van Samuelson en Merton geen andere inkomsten dan die uit beleggen. De inkomsten uit beleggen en het vermogen zelf zijn dus de enige bron van consumptie. De belegger heeft dus geen toekomstig arbeidsinkomen (human capital) of ander vermogen. Een volgende veronderstelling is dat waarschijnlijkheidsverdelingen van rendementen van aandelen en andere beleggingscategorieën iedere periode hetzelfde zijn. Deze veronderstelling leidt ertoe dat aandelenrendementen een zogenoemde random walk vertonen, ofwel niet voorspelbaar zijn.

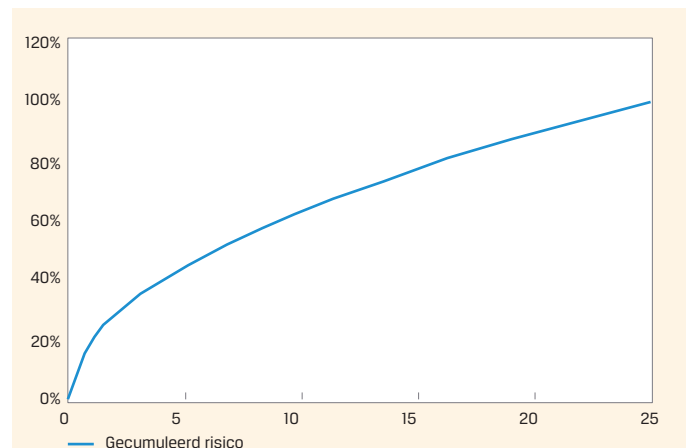
Ook kiezen Samuelson en Merton voor een *tt*ype nutsfunctie. Binnen de economische theorie staat nutsmaximalisatie immers centraal en dat geldt ook voor beleggingsbeslissingen. De twee auteurs kiezen hierbij voor de zogenoemde 'power'-nutsfunctie. Theoretisch is deze te verkiezen boven de kwadratische nutsfunctie, die wordt gebruikt in het populaire CAPM. Bij de 'power'-nutsfunctie is de zogenoemde relatieve risicoaversie constant. Een constante relatieve risicoaversie houdt in dat bij ieder inkomensniveau procentueel evenveel wordt geconsumeerd.

Onder de zojuist genoemde veronderstellingen is de beleggingsmix volgens Samuelson en Merton bij iedere horizon hetzelfde. Een langere horizon leidt weliswaar tot een hoger risico (!) rondom het vermogen, maar dit risico wordt exact gecompenseerd door een hoger rendement (!) in termen van de gebruikte nutsfunctie. De combinatie van een hoger risico én een hoger rendement levert bij iedere periode eenzelfde nut op. De uitkomsten van Samuelson en Merton geven blijk van wiskundige elegantie door het gebruik van de power-nutsfunctie, maar voor dit artikel is vooral van belang dat de looptijd geen invloed heeft op de samenstelling van de beleggingsmix als geen ander vermogen of inkomen aanwezig is en als waarschijnlijkheidsverdelingen van rendementen constant zijn.

**DE RELEVANTE MAATSTAF IS HET RISICO ROND
HET CUMULATIEVE RENDEMENT**

We lichten nu de maatstaf van het risico rond het cumulatieve rendement toe. Bij beleggen, sparen of toekomstig inkomen, als er tenminste sprake is van meerdere periodes, is deze maatstaf van belang. Het gecumuleerde rendement is, als we abstraheren van stortingen en onttrekkingen, niets anders dan het eindkapitaal gedeeld door het beginkapitaal. We kunnen ook het vermogen zelf gebruiken. Dit is immers het gecumuleerde rendement vermenigvuldigd met het startbedrag. De kern is dat de stapeling van het vermogen onder invloed van de beleggingsrendementen in de maatstaf is verwerkt. Het risico van een belegging neemt dan toe met deze maatstaf. In afbeelding 1 staat het gecumuleerde risico over de looptijd weergegeven.

Afbeelding 1
Risicostapelings over een langere looptijd uitgedrukt in de standaarddeviatie



Bron: berekening van de auteur

Hoe moet afbeelding 1 worden gelezen? Vanuit het perspectief van het startpunt van de beleggingen neemt het risico toe, omdat in een langere periode risico zich kan stapelen, lees beleggingsjaren met slechte rendementen volgen elkaar mogelijk op. Uitgangspunt bij deze afbeelding is het risico van aandelen van 20% gemeten door de standaarddeviatie op jaarbasis volgens de Uniforme Reken Methodiek (URM). Door het toepassen van de normale verdeling en de daarbij horende veronderstelling dat de jaarrendementen onafhankelijk van elkaar zijn, ontstaat de curvevorm van het risico in afbeelding 1. De risico's zijn in dit gestileerde voorbeeld makkelijk na te rekenen als de standaarddeviatie van het eenjaarsrisico maal de wortel uit het aantal jaren.

DE INVLOED VAN MEAN REVERSION OP RISICO EN RENDEMENT BIJ EEN LANGERE HORIZON

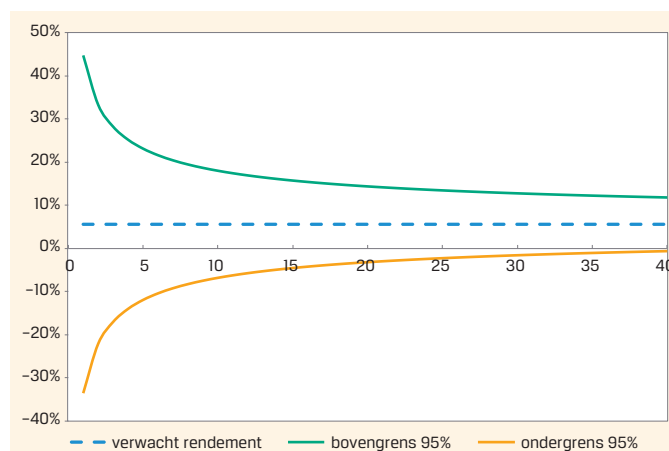
We richten ons nu op een ander facet van de beleggingshorizon, namelijk het voordeel dat een langere horizon kan opleveren om te profiteren van hogere of lagere verwachte risico's of rendementen. Tot dusverre namen we aan dat rendement en risico constant zijn in de tijd. Maar de rendementen en risico's van aandelen en andere beleggingen zijn onderhevig aan het economische, monetaire, politieke en sociale klimaat. De daarin optredende wisselvalligheden kunnen bij hoge verwachte rendementen of lagere risico's een argument zijn om meer in aandelen te beleggen bij een langere beleggingshorizon.

HET RISICO VAN BELEGGEN STAPELT ZICH IN DE TIJD: TIJSDIVERSIFICATIE IS GEBASEERD OP EEN DROGREDEN

In dit kader is het een belangrijke vraag of aandelenrendementen op de lange termijn meer of minder volatiel zijn dan het niveau van de huidige volatiliteit. Een daaraan gekoppelde verwachte aanpassing naar het gemiddelde wordt aangeduid als mean reversion. Een andere Engelstalige term is regression to the mean. De terugkeer naar het gemiddelde is onderdeel van een normaal 'random walk'-patroon zoals bij een normale verdeling met onafhankelijke gebeurtenissen (Bernstein, 1996). Dit zorgt ervoor dat de wet van de grote getallen geldt.

Een mogelijk misverstand rond beleggen bij een langere horizon en de wet van de grote getallen is dat de tijd zelf risico spreidt en daarmee vermindert (Bodie, 1995). Dit wordt aangeduid met de term tijdsdiversificatie. Het misverstand hangt samen met de gebruikte maatstaf. Bij tijdsdiversificatie wordt namelijk het risico rond het gemiddelde rendement over de tijd gemeten. Siegel (2002) gebruikt deze maatstaf in zijn bekende boek *Stocks for the Long Run*. Hierbij klopt het inderdaad dat risico over de tijd daalt. We illustreren dit in afbeelding 2, waarin het risico van het gemiddeld rendement van aandelen daalt als de horizon langer wordt. In dit gestileerde voorbeeld

Afbeelding 2
Risicospreiding over een langere looptijd rondom het verwachte rendement



Bron: berekening van de auteur

drukken we risico uit als het 95% betrouwbaarheidsinterval rondom het gemiddelde rendement.

In afbeelding 2 gebruiken we voor het berekeningsgemak een normale verdeling en het rendement en risico volgens de URM. De gebruikte logica achter tijdsdiversificatie is dezelfde als bij spreiding van aandelenbeleggingen. Deze logica houdt in dat het bundelen van onzekere gebeurtenissen zorgt voor lagere risico's; bij een correlatie van nul zorgt dit zelfs voor het wegvallen van risico bij zeer grote aantallen.

Waar zit nu de valkuil in deze redenering over tijdsdiversificatie? De drogreden hierbij is de veronderstelling dat het niet uitmaakt hoe de bundeling van risico's plaatsvindt, zolang maar meerdere 'gebeurtenissen' plaatsvinden. De redenering is dus dat risicospreiding zowel op hetzelfde moment, als in de tijd achter elkaar, plaats kan vinden. Op zich klopt deze redenering *mits geen sprake is van risicostapeling*. Voor een nadere uitleg zie Bodie, Kane en Marcus (1996).

Wat betreft de verwachte rendementen wordt met mean reversion bedoeld dat aandelenrendementen tot op zekere hoogte voorspelbaar zijn (Campbell en Viceira, 2002). Anders gezegd: een belegger houdt er dan rekening mee dat goede jaren worden gevolgd door magere jaren en andersom. Of ook: een lagere beurswaardering wordt gevolgd door een hogere en andersom. Hoewel deze lijn van denken plausibel is kan een terugkeer naar het gemiddelde erg lang duren (denk aan de Japanse aandelenmarkt).

Mean reversion van aandelenrendementen appelleert aan de intuïtie, maar over het bestaan van mean reversion voor de volatiliteit en het verwachte rendement bestaat geen consensus. De *algemene* voorspelling dat koersen gaan stijgen is even valide als de voorspelling dat koersen gaan dalen. Dit geldt ook voor de volatiliteit. Alleen weten we niet wanneer dit gebeurt en kunnen we hiervoor geen gegarandeerd *winstgevende* voorspelling doen (Pistorius, 2016, 2017). Want ook al bestaat mean reversion in

het verleden, wil dit niet zeggen dat het zich ook in de toekomst op eenzelfde manier voordoet.

Bij de veronderstelling dat waarschijnlijkheidsverdelingen van beleggingscategorieën variëren gaat de lengte van de beleggingshorizon invloed uitoefenen op de strategische beleggingsmix. Mean reversion van aandelenrendementen zorgt ervoor dat bij hogere rendementsverwachtingen een groter gedeelte van de portefeuille in aandelen kan worden belegd bij een langere beleggingshorizon. Dit is een vorm van tactisch langetermijn beleggen met de strategische beleggingsmix. Dit kan een beleggingsovertuiging van een pensioenfonds zijn. Maar als een pensioenfonds nu niet op een dergelijke manier belegt lijkt er weinig reden om dat in het kader van het nieuwe pensioencontract te veranderen.

DE TOEVOEGING VAN HUMAN CAPITAL AAN DE LIFECYCLE THEORIE

Tot zover de basistheorie over beleggen en de horizon, en het mogelijke misverstand daarover. Tijd zorgt eenvoudigweg voor stapeling, of het nu gaat om risico of rendement. Dit artikel gaat echter over lifecycle beleggen in het nieuwe pensioencontract. Daarom is het nu tijd om het hierbij relevante begrip human capital te introduceren. Naast financieel kapitaal bestaat ook het zogenoemde menselijke kapitaal, 'human capital', ofwel inkomen uit toekomstige arbeid (Bodie, Merton en Samuelson, 1992). De waarde van human capital kunnen we berekenen door het toekomstige inkomen contant te maken, net als bij een obligatie of een aandeel.

Human capital is als het ware vergelijkbaar met een belegging, met dat verschil dat human capital niet verhandelbaar is. Waarom is human capital relevant voor de samenstelling van de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds? De essentie hierbij, is dat human capital kan worden beschouwd als onderdeel van het vermogen in het pensioenfonds. Als zodanig heeft het dan invloed op de samenstelling van de beleggingsmix van een pensioenfonds. Maar wat betekent dit voor de deelnemer? De essentie is de aanname dat het toekomstig inkomen wordt gebruikt om extra pensioen op te bouwen door meer te sparen, of meer of langer te werken bij tegenvallende rendementen op de financiële markten. Als de rendementen op de financiële markten meevallen geldt het tegenovergestelde.

Human capital kan worden ingezet als de beleggingsportefeuille niet het gewenste pensioen dreigt op te leveren. Vanuit het perspectief van de deelnemer lijkt human capital op een geschreven putoptie: als beleggingsopbrengsten tegenvallen, wordt deze putoptie uitgeoefend met human capital door het pensioen zelf aan te vullen door minder te consumeren, of door meer of langer te werken. Tegelijkertijd is vanuit de deelnemer bekeken ook sprake van een calloptie wanneer de beleggingsopbrengsten meevallen en leiden tot een hoger pensioen. Dan kan een deelnemer ook kiezen om het hogere pensioen in te zetten door minder of korter te gaan werken of meer te consumeren.

Bij het voortschrijden van de leeftijd van de deelnemer neemt het human capital af. Het inkomen uit het human capital wordt immers gebruikt voor consumptie en sparen. Dit leidt ertoe dat de inkomstenstroom ter vervanging van het zekere gedeelte van de pensioenfondsportefeuille (kas en obligaties) afneemt. Stel dat het toekomstig inkomen risicoloos is en daarmee vergelijkbaar met een staatsobligatie, dan dient het verminderde risico-vrije gedeelte van de beleggingen te worden aangevuld ten laste van het aandelenbelang in de portefeuille. Dit mechanisme maakt duidelijk dat gedurende de levenscyclus van de deelnemer steeds minder in aandelen wordt belegd.

Toekomstige inkomensstromen lijken niet op voorhand zeker. Bovendien kan de mate van zekerheid sterk verschillen (Bodie, Merton en Samuelson, 1992). Zo loopt een leraar economie waarschijnlijk minder risico over zijn toekomstig salaris dan een beleggingsadviseur, die ontslagen kan worden bij een langdurige malaise op de beurs. Een ondernemer loopt wellicht nog meer risico over zijn toekomstige inkomsten. Zijn human capital lijkt dan meer op een aandeel in een bedrijf. Dit laatste is immers ook te zien als de contante waarde van de toekomstige risicovolle winsten. Voorlopige conclusie is, dat volgens de lifecycle theorie een persoon met een riskanter beroep het aandelengedeelte in zijn portefeuille kleiner dient te maken dan een persoon met een zekerder inkomen.

LIFECYCLE BELEGGEN IN HET NIEUWE BELEGGINGSCONTRACT LEVERT HET VOORDEEL OP DAT HET BELEGGINGSBELEID PRECIEZER KAN WORDEN AFGESTEMD OP DE LEEFTIJDSCOHORTEN

In de literatuur wordt human capital op twee manieren benaderd: de zogenoemde *riskless view*, dit is de gewoonlijke manier van kijken, waarbij human capital wordt beschouwd als een risicoloze obligatie, en de zogenoemde *risky view*, een alternatieve zienswijze waarbij human capital meer lijkt op aandelen (Minderhoud, Molenaar en Ponds, 2011). Als human capital meer op een aandeel lijkt, dan ligt een afnemend belang in aandelen gedurende de levenscyclus zoals gebruikelijk bij human capital als obligatie niet meer voor de hand. In de loop van de levenscyclus wordt het patroon bij human capital met aandelenkenmerken eerder 'bultvormig' (Minderhoud, Molenaar en Ponds, 2011). Dit houdt in dat in het begin van een loopbaan weinig in aandelen wordt belegd vanwege het hoge risico van human capital. Daarna neemt het belang in aandelen toe en daalt licht bij het naderen van de pensioenleeftijd.

HET NIEUWE PENSIENCONTRACT

Voordat we een aantal inzichten over de lifecycle beleggen uit de meer recente literatuur presenteren besteden we aandacht aan lifecycle beleggen in het nieuwe pensioencontract. Lifecycle beleggen speelt hierin een belangrijke rol. Dit geldt zowel voor de solidaire premieregeling (eerder bekend als de ‘nieuwe premieregeling’) als voor de flexibele premieregeling (voorheen de verbeterde premieregeling). Volgens de Memorie van Toelichting op de Wet toekomst pensioenen (2020) volgt de solidaire premieregeling een collectief beleggingsbeleid met toebedelingsregels voor de rendementen aan de leeftijdscohorten. In de flexibele premieregeling wordt gewerkt met daadwerkelijke lifecycle beleggingsportefeuilles.

De twee premieregelingen verschillen in beleggingsaanpak, de ene kenmerkt zich namelijk door een collectieve beleggingsportefeuille, de andere door een individuele. Maar we abstraheren hier van de verschillen tussen de solidaire en de flexibele premieregeling. Het argument hiervoor is dat het feitelijk niet uitmaakt of sprake is van een collectief beleggingsbeleid met toebedelingsregels of van individuele beleggingsportefeuilles. Een collectief beleggingsbeleid met toebedelingsregels is namelijk een impliciete lifecycle en daarmee economisch gezien hetzelfde als een individueel samengestelde lifecycle beleggingsportefeuille.

LIFECYCLE BELEGGEN NADER BEKEKEN

We kijken allereerst naar het huidige pensioencontract. Hierbij wordt één beleggingsmix voor alle deelnemers gehanteerd. De conclusie lijkt dan dat niet aan lifecycle beleggen wordt gedaan. Maar impliciet is dit wel het geval (Mehlkopf en Van Bilsen, 2020, Bouwman en Kocken, 2014). Het huidige pensioencontract heeft namelijk regels voor het toekennen van indexatie en kortingen, en werkt hierbij met de dekkingsgraad als richtsnoer.

De toedelingsregels in het huidige pensioencontract leiden de facto ook al tot een verschillende blootstelling aan beleggingsrisico's per leeftijdscategorie. Zo is in het huidige pensioencontract ook sprake van een hoge blootstelling aan aandelenrisico bij jonge deelnemers. Deze blootstelling daalt mee met de stijging van de leeftijd. Dit lijkt op de aanpak van aandelen bij lifecycle beleggen.

Datzelfde geldt echter niet voor de renteafdekking: deze blijkt in het huidige pensioencontract te dalen naarmate de leeftijd stijgt (Mehlkopf en Van Bilsen, 2020). Dat een lage renteafdekking onwenselijk is in de uitkeringsfase van het pensioen is evident. Dit voorbeeld illustreert meteen de voordelen van lifecycle beleggen in het nieuwe pensioencontract. Vergeleken met het huidige pensioencontract kan lifecycle beleggen in het nieuwe leiden tot een preciezere inrichting van het beleggingsbeleid voor de leeftijdscategorieën.

Human capital kan worden ingezet bij tegenvallende beleggingsopbrengsten door meer te sparen of door meer respectievelijk langer te werken. Belangrijke vragen zijn dan ook of de deelnemer de optie op zijn human capital wil of kan inzetten. Is dat niet geval dan resteert een lager dan verwacht pensioen als het prognoserendement of een minimaal gewenst rendement niet wordt gehaald. Meer sparen concurreert immers met het besteedbare inkomen, waarbij andere uitgaven prioriteit kunnen krijgen; dit was immers ooit een van de redenen om collectief een verplicht pensioen op te bouwen. Meer werken of langer werken moet het individu fysiek en mentaal aankunnen, en zal bovendien afhangen van de mogelijkheden op de arbeidsmarkt. In welke mate human capital een rol speelt bij de lifecycle beleggingsmixen zal daarom per pensioenfonds kunnen verschillen. Kortom, de extra risicocapaciteit uit human capital betekent nog niet per se dat deze ook (volledig) aangewend kan worden.

KAN OF WIL DE DEELNEMER ZIJN HUMAN CAPITAL INZETTEN BIJ EEN TEGENVALLEND PENSIEN?

Bij lifecycle beleggen is nog een algemene waarschuwing over parameteronzekerheid op zijn plaats. Parameteronzekerheid over de hoogte van verwachte rendementen, risico's en correlaties was al aan de orde bij de ALM-studie voor één beleggingsmix van een pensioenfonds (Pistorius, 2004, 2011, 2017). Bij economische toepassingen van de statistiek speelt dit probleem van de onzekerheid versus calculeerbare risico vaak een rol (Knight, 1921). De deugd van de prudentie blijft dus van kracht in elk pensioenstelsel: gebruik modellen op een goede manier zonder een te grote hypotheek te nemen op de hierin gebruikte veronderstellingen, werk met alternatieve stress-scenario's en houdt altijd de deelnemers in het achterhoofd voor wie de beleggingen bedoeld zijn.

Tot slot een opmerking over de opname van lifecycle beleggen in de beleggingsovertuigingen. Beleggingsovertuigingen moeten immers aansluiten bij de belangrijkste kenmerken van de deelnemer (Slager en Koedijk, 2011). Men kan tegenwerpen dat de financiële planning van de deelnemer niet thuishoort in de beleggingsovertuigingen van een pensioenfonds. Een eigen huis of ander vermogen wordt immers ook niet meegenomen. Maar dit argument gaat niet op voor het human capital: dit wordt immers een virtueel onderdeel van de beleggingsportefeuille. Daarom is het van belang te overwegen of human capital niet expliciet deel moet gaan uitmaken van de beleggingsovertuigingen.

CONCLUSIE

Lifecycle beleggen met de inzet van human capital leidt ertoe dat bij een langere beleggingshorizon meer beleggingsrisico kan worden gelopen. Dit sluit aan bij de intuïtie van financieel economen, omdat bij een langere horizon meer tijd is voor herstel op de financiële markten of voor het aanvullen van het pensioen door meer respectievelijk langer te werken of meer te sparen. Wat risicocapaciteit betreft lijkt dit argument valide. Menselijk kapitaal is in principe flexibel inzetbaar. Daarnaast levert lifecycle beleggen in het nieuwe beleggingscontract het voordeel op dat het beleggingsbeleid preciezer kan worden afgestemd op de leeftijdscohorten dan in het huidige pensioencontract.

Dit artikel vormt dus geen pleidooi tegen de inzet van human capital in het nieuwe pensioencontract. Maar voorkomen dient te worden dat lifecycle beleggen leidt tot verkeerde verwachtingen bij pensioenfondsen en deelnemers: human capital is immers geen *free lunch*. Wat de risicohouding betreft is het de vraag of de deelnemer bij ongunstige ontwikkelingen op financiële markten extra middelen zal besteden aan pensioen, of meer respectievelijk langer zal werken. De risicocapaciteit van uit human capital kan dus hoger zijn dan de risicohouding.

Literatuur

- Alserda, G. en Potter van Loon, R., 2020, Goed slapen of goed pensioen? Het effect van verliesaversie op lifecycle constructie, VBA Journaal, nr. 143, 49-54.
- Alserda, G., Sibma, J. en Tebbenhof, A., 2021, Renteafdekking in het nieuwe pensioencontract, VBA Journaal, nr. 145, 18-23.
- Bernstein, P.L., 1996, *Against the Gods, the Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons, New York.
- Bodie, Z., Merton, R.C. en Samuelson, W.F. (1992), Labor Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 16, nr. 3-4, 427-449.
- Bodie, Z., 1995, On the Risks of Stocks in the Long Run, *Financial Analysts Journal*, vol. 51 nr 3, 18-22.
- Bodie, Z., Kane, A. en Marcus, A., 1996, *Investments*, IRWIN, Chicago.
- Bouwman, K. en Kocken, T., 2014, Marktrisico-Delend Versus Individueel Pensioen: Replicatie van een Collectief FTK Pensioen, *Netspar Occasional Papers*.
- Campbell, J.Y. en Viceira, L.M., 2002, *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford University Press.
- DNB, 2021, <https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/pensioenen/>, geraadpleegd 7 november 2021.
- Knight, F.H., 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*, nieuwe editie van Signalman Publishing, Orlando, 2009, oorspronkelijk uitgebracht door Hart, Schaffner and Marx, Houghtin Mifflin Co.
- Koedijk, K. en Slager, A., 2011, *Beleggen met visie*, Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers, Balans, Amsterdam.
- Mehlkopf, R. en Van Bilsen, S., 2020, Renterisico, lifecycle en pensioencontract, *Netspar Brief 19*, te raadplegen op https://www.netspar.nl/assets/uploads/P20200605_Netspar-Brief-19-WEB.pdf.
- Memorie van Toelichting bij Wet toekomst Pensioenen, 2020, te raadplegen op <https://www.internetconsultatie.nl/wettoekomstpensioenen>.
- Merton, R.C., 1969, Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous Time Case, *Review of Economics and Statistics*, vol. 51 nr. 3, 247-257.
- Minderhoud, I., Molenaar, R. en Ponds, E., 2011, The Impact of Human Capital on Lifecycle Portfolio Choice: Evidence for the Netherlands, *Netspar Discussion Papers*, DP 10/2011-006, te raadplegen op https://www.netspar.nl/assets/uploads/006_Ponds.pdf.
- Pistorius, T., 2004, *Aandelen, een zaak de voor lange term*, IRIS Research (interne publicatie).
- Pistorius, T., 2011, Dynamisch ALM-beleid met de beleggingsmix, *VBA Journaal*, nr. 107, 1-8.
- Pistorius, T., 2015, De schatkamers van de beleggingstheorie van voor de jaren 50, *VBA Journaal*, nr. 122, 12-16.
- Pistorius, T., 2016, Onvoorspelbaarheid in finance vraagt om een antwoord, *VBA Journaal*, nr. 125: 28-33.
- Pistorius, T., 2017, *Heterodox Investment Theory: Stochastic Predictability and Uncertainty*, Palgrave Macmillan.
- Samuelson, P.A., 1969, Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, *Review of Economics and Statistics*, vol. 51 nr. 3, 239-246.
- Siegel, J.J., 2002, *Stocks for the Long Run*, New York.
- Staring, H. en Van Loo, F., 2020, Het nieuwe pensioencontract verbetert het beleggingsbeleid voor deelnemers, *VBA Journaal*, nr. 143, 19-24.

Noten

- 1 De auteur bedankt drs. Arjan Vermaire RBA voor zijn rol als sparring partner bij het onderwerp lifecycle beleggen. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Hij heeft eerder over het onderwerp geschreven in een niet-gepubliceerde paper van IRIS Research in 2004.
- 2 Beleggingstheorie is ouder dan de jaren 50 van de 20e eeuw. Voor geïnteresseerden zie het artikel in het VBA Journaal van T. Pistorius uit 2015.

Risicopreferentieonderzoeken en vaccinatieprogramma's

In het nieuwe pensioenakkoord worden de beleggingsrisico's verschoven naar de deelnemers. Het beleggingsbeleid moet daarom expliciet afgestemd zijn op de risicopreferentie van de deelnemers. Hiertoe moeten pensioenfondsen voortaan periodiek een risicopreferentieonderzoek onder hun deelnemers uitvoeren. Voor bestuurders van pensioenfondsen leidt dit tot heel wat hoofdbreken. Wat als de risicopreferentie van deelnemers heel anders blijkt te zijn dan het risico-profiel dat door het pensioenfonds geschikt wordt geacht voor de deelnemers?



Daarbij redeneert de bestuurder al snel dat de deelnemers zelf niet goed kunnen oordelen over een voor hen geschikt risico-profiel. Het onderwerp pensioen in het algemeen en risico's van pensioenen in het bijzonder wordt te complex geacht voor de gemiddelde deelnemer. Geen rare gedachte: uit onderzoek blijkt dat verschillende gedragsbiases sterk bepalend zijn voor antwoorden die deelnemers geven op risicovraagstukken. Zo kan exact dezelfde vraag, op een andere manier geformuleerd, compleet andere antwoorden geven. Pensioenfondsen hebben dan ook snel de neiging om zelf te bepalen wat goed is voor hun achterban. De resultaten uit risicopreferentieonderzoeken worden vervolgens vrij geïnterpreteerd, zodat ze aansluiten bij de eigen visie.

Maar wat is risicopreferentie eigenlijk? Risicopreferentie bestaat uit risicodraagkracht en risicobereidheid, ofwel het risico dat men *kan* lopen en het risico dat men *wil* lopen. Willen gaat over emotie; hoe voelt u zich als uw verwachte pensioenuitkering heftig schommelt? Kunnen gaat over feiten; wat zijn de mogelijkheden op basis van inkomen, vermogen, uitgaven, leeftijd, carrière en toekomstperspectief om tegenvallers op te vangen? Een extra uitdaging ontstaat als de draagkracht (kunnen) niet in overeenstemming is met de bereidheid (willen). In praktijk blijkt bijvoorbeeld soms dat jongeren een lage risicobereidheid hebben, terwijl hun draagkracht erg hoog is.

Hoe kunnen pensioenfondsen hiermee omgaan? Hierbij zijn twee zaken van belang. Het eerste is goed **inzicht**. Een goed risico-

preferentieonderzoek kijkt zowel naar de bereidheid als naar de draagkracht. AFM als Netspar adviseren om in het onderzoek naar de risicobereidheid verschillende kwantitatieve wetenschappelijk onderbouwde methodes te gebruiken en daarbij rekening te houden met gedragsbias. Bij het meten van draagkracht is het belangrijk om het complete beeld van iemands financiële situatie in kaart te brengen, dus meer dan alleen het pensioen dat is opgebouwd bij het betreffende pensioenfonds. Ook zaken als AOW, andere pensioenpotten, vermogens, hypotheek, etc. bepalen de draagkracht. Gelukkig komen er steeds meer mogelijkheden om deze informatie van verschillende instanties samen te brengen, om als pensioenfonds een completer beeld te tonen aan de deelnemer.

Ten tweede is een goede **communicatie** met de deelnemers van belang, om het risico op ontevredenheid te beperken. Pensioenfondsen zijn als niet-commerciële instelling nog niet gewend om veel aandacht aan communicatie te besteden. Via communicatie kan echter aan de deelnemer worden uitgelegd waarom bepaalde beleggingskeuzes worden gemaakt. Belangrijk hierbij is dat de communicatie begrijpelijk is en dat er een realistisch, dus niet te rooskleurig, beeld wordt geschetst. In het huidige digitale tijdperk is veel mogelijk, bijvoorbeeld via segmentatie en digitale klantreizen.

Het risicopreferentiedilemma voor pensioenfondsen heeft aardig wat overeenkomsten met het vaccinatieprogramma vanuit de overheid. Ook overheden denken

goed te weten wat het beste is voor hun achterban: vaccineren. Ook hier komt het voor dat mensen daar zelf anders over denken, omdat ze de risico's van een vaccinatie anders wegen dan de risico's van Covid-19. Zou een duidelijker inzicht en betere communicatie, afgestemd op de persoonlijke situatie en belevingswereld van de verschillende bevolkingsgroepen, geholpen kunnen hebben om het aantal Coronadoden te beperken? In ieder geval zou dit voorbeeld voor pensioenfondsen duidelijk moeten maken wat de gevolgen kunnen zijn als er risico's worden verschoven naar mensen die toch al weinig vertrouwen hebben in instanties en die het gevoel hebben dat hen iets wordt opgelegd zonder dat ze de argumentatie begrijpen.

Hopelijk kan de energie die de afgelopen jaren gestoken is in de zoektocht naar het perfecte pensioenstelsel, nu worden ingezet voor de deelnemer. Pensioenfondsen moeten uit de comfortzone van de anonieme collectiviteit komen. In plaats daarvan:

- Verschaf deelnemers inzicht in hun totale financiële plaatje
- Ben niet vooringenomen over de risicopreferentie van deelnemers, maar vraag deze serieus uit
- Leg uit waarom je bepaalde beleggingskeuzes maakt

Op die manier heeft het verplichte risicopreferentieonderzoek ook echt toegevoegde waarde.

Simon Heerings & Loranne van Lieshout
Namens de commissie Risicomanagement

Samenvatting van RBA-scriptie

MOGELIJKHEDEN EN ONMOGELIJKHEDEN VAN OVERWAARDE-VERZILVERING

Rob Schippers is Senior Financial Riskmanager bij a.s.r.

Bij de gepensioneerden van nu zit veel vermogen vast in de eigen woning. Een relevante vraag is hoe dit vermogen vrij kan worden gemaakt, zonder te hoeven verhuizen. In de VS en het VK bestaat hier al tientallen jaren een markt voor, al zijn daar de hoge groeiverwachtingen nooit waargemaakt. Het onderzoek verkent de mogelijkheden van verzilver-producten in Nederland. Hierbij is gebruik gemaakt van wetenschappelijke literatuur, de inzichten uit de praktijk in het buitenland, een gedetailleerd onderzoek naar de "geen restschuld"-garantie, eigen ervaring en deductie-technieken, een link met de levenscyclus-theorie en interviews met experts op diverse deelterreinen.

Algemene conclusies en bevindingen

Het volume aan overwaarde-verzilvering in Nederland is klein en zal dat de eerstkomende jaren naar verwachting blijven. Er is een beperkte doelgroep in Nederland waarvoor verzilvering interessant is: gepensioneerden met veel eigen-woning-vermogen en weinig direct besteedbaar geld, zonder een echte wens om een erfenis na te laten. De hoofdvormen van verzilveren zijn: a. Omkeerhypotheek, b. Verkopen-en-blijven-wonen (traditioneel met terug-huren) en c. Aflossingsvrije hypotheek.

Omkeerhypotheek

Dit is het dominante product in de VS en het VK. Bij een omkeerhypotheek wordt niet afgelost en wordt de rente bijgeschreven bij de schuld. De schuld kan tot boven de waarde van de woning toenemen door dalende huizenprijzen, lang leven en oplopende rentetarieven. Indekken tegen deze risico's is niet goed mogelijk. Ook met de moderne optietheorie blijken dezer risico's niet eenduidig te bepalen. Aanbieders houden daarom de aanvangshoogte van de lening laag en brengen een

opslag op de rente in rekening om mogelijke verliezen op een "geen restschuld"-garantie te dekken. Dat maakt de omkeerhypotheek op zijn beurt weer veel minder aantrekkelijk voor afnemers. Ervaringen uit het buitenland leren daarnaast dat bijna de helft van het uit een omkeerhypotheek vrijgemaakte vermogen wordt gebruikt om hypotheekschulden en persoonlijke leningen af te lossen. Adviseren van dergelijke klanten is niet eenvoudig en brengt claim- en reputatierisico's met zich mee. Voor pensioenfondsen en verzekeraars zijn omkeerhypotheek in Nederland al met al niet interessant als belegging.

Verkopen-en-blijven wonen

Traditionele verkopen-en-terug-huren-producten zijn nergens ter wereld ooit aangeslagen. Daar is ook een goede reden voor, het huizenprijrisico. De productaanbieder die dit risico zelfs maar ten dele op zich neemt, zal daar een adequate vergoeding voor willen ontvangen. Dat maakt deze producten onaantrekkelijk, want veel duurder dan aflossingsvrije senioren-hypotheek. Bijkomend nadeel van veel verkopen-en-blijven-wonen-constructies is dat daarbij een bedrag vrijkomt, dat veel groter is dan aan lijkt te sluiten bij de behoeften van potentiële afnemers.

Aflossingsvrije hypotheek

Dit product is het meest kansrijk op de Nederlandse markt. Sinds juni 2018 mag op aflossingsvrije hypotheek de werkelijke lasten toets worden toegepast. De werkelijke lasten zijn de rentelasten, zonder aflossingen. Hierdoor zijn aflossingsvrije hypotheek voor veel meer senioren bereikbaar geworden. Bij aflossingsvrije hypotheek is de impact van de macro-economische risico's zeer beperkt. Daardoor worden moeilijke risicoverdelingsvraagstukken

vermeden. Ook kan meer geld vrijgemaakt worden dan bij omkeerhypotheek en is de te betalen rente veel lager. Aflossingsvrije hypotheek zijn gestandaardiseerd, schaalbaar en concurreren op prijs (rentetarief) met vergelijkbare producten van andere aanbieders. Het kredietrisico voor de aanbieder wordt dubbel gedekt: door de overwaarde op het onderpand en doordat het inkomen hoog genoeg is om de werkelijke lasten te dragen. Het nadeel van aflossingsvrije hypotheek zijn de hogere maandlasten na afsluiten voor rentebetalingen.

Aflossingsvrije hypotheek met onbepaalde looptijd

De aflossingsvrije senioren-hypotheek met onbepaalde looptijd, die nu in Nederland alleen door a.s.r. wordt aangeboden, heeft het voordeel dat de werkelijke lasten tot aan overlijden of verhuizen vaststaan. Bij hypotheek met vaste looptijd is er renterisico aan het eind van de looptijd.

Link met de levenscyclus-theorie

De levenscyclus-theorie promoot ontsparen na pensionering en dus ook overwaarde-verzilvering. Deze theorie is echter minder geschikt voor de levensfase na pensionering. Er zijn tenminste drie punten waar de werkelijkheid (niet ontsparen) botst met de levenscyclus-theorie:

- Geld achter de hand houden voor mogelijk grote uitgaven, waaronder langdurige zorgkosten.
- Het erfenismotief: niemand leeft louter voor zichzelf.
- De eigen woning als vorm van pensioen: een grotendeels of geheel schuldenvrij bezit van de eigen woning kan de woonlasten op latere leeftijd aanmerkelijk verlagen. Overwaarde-verzilveren heeft dan ook iets weg van 'het slachten van de kip met de gouden eieren'.

The intelligence trap

Why smart people do stupid things and how to make wiser decisions door David Robson – wetenschapsjournalist, gespecialiseerd in psychologie, neurowetenschappen en medicijnen

Review door Jan-Theo Varkevisser, Trading & Execution bij PGGM Investments

Nobelprijswinnaar Paul Frampton dacht ooit een date te hebben met een fotomodel. Hij zou haar in Zuid-Amerika ontmoeten. Toen hij daar aankwam, bleek ze al weer doorgereisd. Hij kon haar achterna reizen voor een nieuwe date, als hij de koffer wilde meenemen die ze per ongeluk had achtergelaten. Op het vliegveld werd hij aangehouden voor drugs-smokkel. De schrijver Arthur Conan Doyle, auteur van de Sherlock Holmes-boeken, staat bekend om zijn logisch redeneren. Toch hield hij stug vol dat er op een foto geen poppen maar elfjes stonden. Deze twee anekdotes fascineerden David Robson. Hoe komt het dat slimme mensen toch domme dingen doen? Intelligente, hoogopgeleide mensen lijken minder te leren van hun fouten en minder advies aan te nemen van anderen. Tegelijkertijd zijn ze zeer bedreven in rationaliseren van hun eigen handelen. Hoe kan het dat een mens zowel dom als intelligent is?

Om deze vraag te beantwoorden, begint Robson in deel 1 van zijn boek met een verkenning van de begrippen intelligentie en rationaliteit.

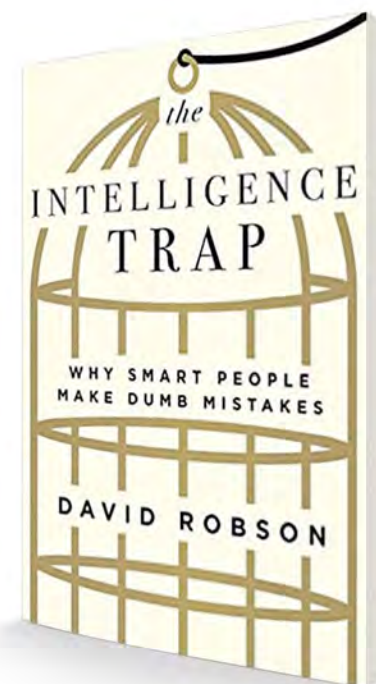
Hij definieert drie soorten intelligentie: analytische intelligentie (zoals gemeten in IQ-tests), creatieve intelligentie en praktische intelligentie. Deze laatste is een combinatie van emotionele intelligentie en het vermogen problemen op te lossen. Het begrip rationaliteit ontleent Robson aan het boek *Thinking Fast and Slow* door Kahnemann en Tversky. Mensen hebben twee denksystemen; systeem 1 en systeem 2. Systeem 1 behelst het intuïtieve, automatische snelle denken dat vatbaar is voor onbewuste biases en systeem 2 betreft het langzame, analytische, rationele denken. Rationeel denken is niet per definitie intelligent; systeem 2 kan namelijk ook

gebruikt worden om vooroordelen of vooringenomenheid te rationaliseren. Een dergelijke rationalisering leidt tot eenzijdig redeneren, ook wel myside bias of motivated reasoning genoemd. Dit is herkenbaar in bijvoorbeeld discussies over klimaat of vaccinatie. De conclusie van Robson is dat analytische intelligentie niet altijd bescherming biedt tegen domme dingen. De oorzaak van dom gedrag ligt in een gebrek aan creatieve of praktische intelligentie, irrationele beslissingen of motivated reasoning.

In het tweede en derde deel van het boek beschrijft Robson manieren om fouten in het denkproces te voorkomen. Een paar voorbeelden:

Het is belangrijk om nieuwsgierig te zijn en te blijven vragen, ook al lijkt alles duidelijk. Fouten kunnen gemaakt worden, nieuwsgierigheid is nodig om hier lering uit te trekken. Combineer nieuwsgierigheid met bescheidenheid en de kans op domme fouten wordt nog kleiner. Een bepaalde mate van verwarring of onbekendheid met een onderwerp kan helpen nieuwsgierigheid te trainen. Daarnaast geeft Robson veel praktische tips om creatief denken te stimuleren en besteedt hij aandacht aan fake news, optimaal lesgeven en methodes om tot compromissen te komen bij schijnbaar onoverbrugbare verschillen.

In het vierde deel verschuift Robson de aandacht van het individu naar groepen en organisaties. Iedereen wil alleen de beste mensen, een dreamteam. Maar een team functioneert over het algemeen juist slechter als er te veel experts in zitten. Een optimum ligt tussen de 50 en 60% experts. Meer experts



Auteur: David Robson
ISBN: 978-0393651423

vergroten de kans op interne strijd en non-communicatie. Verrassend is de onthulling dat teams uit de financiële dienstverlening als slechtst functionerende teams uit de bus komen. De verklaring hiervoor is dat interne concurrentie vaak wordt aangemoedigd in deze sector, wat leidt tot een verslechterende samenwerking.

Tot slot gaat Robson nog in op functionele domheid. Die ontstaat als medewerkers ophouden met nadenken en op de automatische piloot hun werk doen. In sommige gevallen wordt functionele domheid zelfs gestimuleerd door de organisatie. Ook hier geeft Robson voorbeelden en oplossingen.

Het boek is een aanrader voor iedereen die graag meer wil leren over zichzelf en de opbouw van teams. Het leest prettig, biedt herkenbare voorbeelden en veel praktische tips.

De conclusie: Stel je bescheiden op, probeer je eigen grenzen te herkennen en verkennen en zoek actief naar een mogelijkheid om te leren van fouten. Houd rekening met meerdere mogelijkheden en invalshoeken, wees nieuwsgierig, sta open voor nieuwe ideeën en informatie.

Communiceer, reflecteer en blijf vragen stellen.

Lifelong learning for continuing relevance

MiFID II

Stay Compliant Program

New program 2022

for institutional **investment advisors**
and institutional **information providers**



We proudly present **our modules and valued teachers**

Sustainable and Responsible Investing

- Sustainability Regulations by **Ernst de Klerk** – Director regulatory consultancy, AF Advisors
- Decarbonization and ESG Integration by **Brunno Maradei** – Global Head of Responsible Investment, Aegon Asset Management

Macroeconomics

- Macroeconomics by **Luc Aben** – Chief Economist, Van Lanschot

Regulations and Financial Integrity

- Supervisory Themes by **Hessel van Straalen** – Manager Financial Risk Management, KPMG
- Financial Integrity by **Gijs Verschuuren** – Chief Risk Officer, IBS Capital Allies
- Ethical Dilemma's

Financial Innovation

- Cryptocurrencies and SPACs by **Ralph Wessels** – Chief Investment Strategist, ABN AMRO
- AI and Alternative Data by **Tjeerd van Cappelle** – Head of AI Equity, NN Investment Partners

Private Assets

- Private Assets by **Irina Frolova** – Head Asset Management and Senior Investment Director, PGGM Infrastructure

If you would like to receive more information, please contact:

Anne-Marie Munnik • Executive Director • CFA Society VBA Netherlands
annemarie.munnik@cfavba.nl • +31 652 420 223



COMMISSIES/VOORZITTERS 2021

Bestuur van de Vereniging

Melinda Rook MSc RBA MBA, voorzitter
Cees Harm van den Berg CFA, vicevoorzitter en penningmeester
Drs. Gerben Jorritsma RBA
Dr. Ivo Kuiper CFA
Alex Morozov CFA
Ir. Anisa Salomons
Vincent Stap CFA

Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter

Financiële commissie

Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

Programmacommissie

Drs. Okko Rabeling RBA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Drs. Eric Mathijssen, voorzitter

Commissie Risk Management

Jeffrey Hennen MSc RMFI, voorzitter

Commissie Verantwoord Beleggen

Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter

Commissie Private Equity

Drs. Harm Zwier Medendorp RBA, voorzitter

Commissie Tactische Asset Allocatie

Drs. Ineke Valke RBA, voorzitter

Commissie Vastgoed

Ruben van der Lecq BBA, voorzitter

Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter

Commissie Technische Analyse

Juus de Kempnaer, voorzitter

Commissie Investment Performance

Measurement

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

Commissie Behavioral Economics

Drs. Erik Aalbers RBA, voorzitter

Commissie Ethiek en Integriteit

Mr. drs. Vandana Doekhie, voorzitter

Commissie Actief Beheer

Koen Ronda CFA, voorzitter

Candidates and Students Committee

Raphie Hayat CFA, voorzitter

Career Development Committee

Yiyi Huang CFA, voorzitter

Education Committee

Rani Piputri CFA CAIA, voorzitter

CFA Institute Research Challenge

Alex Morozov CFA, voorzitter

European Quant Awards

Bob Jansen CFA, voorzitter

Women in Investment Management

vacant

Advocacy Committee

Gerben Jorritsma RBA

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in

Regional Investment Performance

Subcommissie EMEA

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in

Global Investment Performance Standards

Council

Drs. Ing. Casper Lötgerink RMFI

Dutch Commission on Bonds (DCB) en

European Bond Commission (EBC)

Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

CFA Society VBA Netherlands

vertegenwoordiging in de Raad voor de

Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA

Seniorenconvent

Jacques van den Berg RBA, voorzitter

Commissie ter beheer van VBA reserves

Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society VBA Netherlands. Telefoon: 020 - 299 6590

COLOFON

VBA Journaal

is een uitgave van CFA Society VBA Netherlands. CFA Society VBA Netherlands is de handelsnaam van CFA Society Netherlands. Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

Hoofdredacteur

Dr. ir. Gerben de Zwart CFA

Adjunct Hoofdredacteur

Vacature

Redactie

Drs. dr. ir. David van Bragt RBA
Drs. Mark Geene RBA RMFI
Dr. Dirk Gerritsen
Dr. Jan Jaap Hazenberg RBA
Dr. Roy Hoevenaars
Mr. drs. Manon Hosemann
Ronald Kok MSc RBA
Frederik Mannaerts CFA
Dr. Sander Nooij CFA
Drs. Michel Wetser RBA

Auteursinstructie

zie: www.cfavba.nl

Fotografie en illustraties

Cor Salverius fotografie
Max Kisman

Redactieadres & opgave advertenties

CFA Society VBA Netherlands –
Irma Willemsen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfavba.nl

Abonnementen

CFA Society VBA Netherlands
Professor J.H. Bavincklaan 7
1183 AT Amstelveen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfavba.nl
Abonnementenprijs 2022:
€ 53 inclusief btw en verzendkosten

Opmaak en realisatie



az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

Cover ontwerp

Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.

Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

ISSN-nummer

0920-2269

Copyright © 2021

CFA Society VBA Netherlands



WIP