



Bij de vergelijking van *lifecycles* als onderdeel van de beschikbare premieregeling van diverse pensioenuitvoerders, valt op dat de samenstelling en ontwikkeling van de beleggingsportefeuille – het zogenaamde glijpad van de lifecycle – grote onderlinge verschillen vertonen. Twee deelnemers met dezelfde doelstelling en dezelfde risicohouding beleggen, afhankelijk van de pensioenuitvoerder, in zeer verschillende beleggingsportefeuilles. In dit artikel bespreek ik hoe het komt dat uitvoerders tot verschillende strategische asset allocaties komen.

Verschillen in beleggingsbeleid beschikbare premieregeling – hoe is dat te verklaren?

BELEGGEN VOLGENS DE PRUDENT-PERSON-REGEL

Nederlandse wetgeving schrijft voor dat bij het beleggingsbeleid voor pensioenbeleggingen prudent dient te worden gehandeld, de zogenaamde *prudent-person*-regel of -norm. De toezichthouder hanteert een kwalitatieve benadering. Uitvoerders hebben hierdoor een hoge mate van vrijheid bij het invullen van dit beleggingsbeleid. Deze vrijheid leidt tot verschillen in benaderingen, overwegingen en implementatie van het beleggingsbeleid.

DE HUMAN-CAPITAL-THEORIE VERKLAART DE AFNAME VAN HET BELEGGINGSRISICO

De vrijheid vanuit de *prudent-person*-norm brengt de verantwoordelijkheid tot het uitvoeren van gedegen onderzoek mee. Uitvoerders zullen hun gemaakte keuzes inzake de portefeuilleconstructie moeten kunnen onderbouwen richting de toezichthouder. Een lo-

gische stap is om na te gaan welke onderbouwingen zijn te vinden in de wetenschappelijke economische literatuur. Wanneer het een langetermijnbelegging zoals pensioen betreft, komt men uit bij de vaak beschreven *human-capital*-theorie.

Deze theorie stelt dat bij de optimale portefeuilledeling niet alleen het werkelijk belegde financiële vermogen in beschouwing dient te worden genomen, maar ook pensioenpremies die vanuit toekomstig arbeidsinkomen (het human capital) kunnen worden afgedragen. Dit human capital wordt verondersteld een laag risico te hebben, een veronderstelling die gegeven Nederlands arbeidsrecht niet onlogisch is. Het aandeel human capital binnen het totale vermogen (hiermee bedoel ik het financiële vermogen en human capital tezamen) neemt af met leeftijd. Door de afdracht van pensioenpremies vindt er substitutie plaats van human capital met een laag risicokarakter

naar financieel vermogen. De substitutie van human capital in de optimalisatie zal tot een toename leiden van de risicovrije vermogenstitels, zoals obligaties in het financiële vermogen.

Human capital stelt deelnemers daarnaast in staat om negatieve schokken op te vangen door een extra gedeelte van het inkomen te sparen voor pensioen, indien zij hun pensioendoelstelling niet dreigen te halen. Voor oudere werknemers is het resterende inkomen laag en zijn de mogelijkheden om negatieve beleggingsresultaten op te vangen dus beperkt. Beide effecten gezamenlijk leiden tot een beleggingsstrategie waarbij het beleggingsrisico richting pensioendatum wordt opgebouwd: de *lifecycle*.

DE PRAKTIJK: ALM-STUDIE IN PLAATS VAN HUMAN-CAPITAL-THEORIE

Alhoewel de optimale lifecycle volgens het human-capital-model door middel van een relatief eenvoudige optimalisatie vastgesteld kan worden, blijkt het toepassen van deze theorie in de praktijk de uitzondering en niet de regel. Op een enkele uitvoerder na wordt gebruikgemaakt van een ALM-studie, waarbij een doorrekening plaatsvindt op basis van een scenario'set. Dit betreft over het algemeen niet de DNB-scenario'set voor de doorrekening van de URM-bedragen, maar een eigen scenario'set die beter aansluit bij de toekomstverwachtingen van de betreffende uitvoerder. Het zal u niet verbazen dat het hanteren van verschillende scenario'sets resulteert in andere uitkomsten.

DE PENSIOENUITVOERDER BEPAALT DE RISICOHOUDING, NIET DE DEELNEMER

Kenmerk van een ALM-studie is dat deze een waaier aan uitkomsten geeft. Deze waaier is belangrijk voor het vaststellen van de risicohouding. De wetgever heeft voorgeschreven dat de risicohouding van de beleggingen tot uitdrukking dient te komen in een door de uitvoerder gekozen maximaal aanvaardbare afwijking van het pensioen in een pessimistisch scenario ten opzichte van het verwachte pensioen in een verwacht scenario. Met andere woorden: de uitvoerder bepaalt hoeveel procent het pessimistische scenario ten minste van het verwachte scenario moet bedragen. Het uitvoeren van deelnemersonderzoek ligt voor de hand. In de praktijk blijkt echter dat de risicohouding naar eigen inzicht wordt bepaald, met als gevolg dat de risicohouding die wordt nagestreefd

De human-capital-theorie verklaart de afname van het beleggingsrisico

verschilt per pensioenuitvoerder. Het is dan ook niet gek dat DNB afgelopen augustus extra aandacht heeft gevraagd voor het vaststellen van de risicohouding.

Deelnemers hebben over het algemeen de mogelijkheid om binnen de pensioenregeling van risicoprofiel te wisselen. Zo kan een deelnemer afhankelijk van zijn eigen risicotolerantie kiezen voor een defensieve, neutrale of offensieve lifecycle. Omdat het merendeel van de deelnemers geen keuze maakt en blijft deelnemen aan de defaultoptie zoals gekozen door de werkgever, behoort het tot de zorgplicht van de werkgever om vast te stellen of de risicohouding van de neutrale of default lifecycle van de gekozen uitvoerder passend is bij zijn werknemersbestand. Met de keuze voor een pensioenuitvoerder wordt namelijk (onbewust) de keuze voor een risicohouding gemaakt.

WAAROM BELEGGEN WE IN DE EERSTE JAREN NIET VOLLEDIG RISICOVOL?

De portefeuilleconstructie op basis van de human-capital-theorie leidt bij een gemiddelde risicotolerantie tot een portefeuille met een allocatie naar aandelen en andere risicovolle beleggingen van 100 %. Dit gedeelte van de portefeuille noem ik in het vervolg de *return*-portefeuille (rendement-gedreven portefeuille). Hiertegenover staat de *matching*-portefeuille, volledig gericht op het afdekken van het conversierisico op pensioendatum.

In de praktijk komen percentages van 100 % belegd in de *return*-portefeuille slechts voor in de meest offensieve risicoprofielen. Hierdoor gaat rendementspotentieel verloren. Waarom maken uitvoerders dan toch de overweging om niet voor 100 % risicovol te beleggen? De volgende drie overwegingen spelen in ieder geval een rol:

- 1 Vanuit praktische overwegingen wordt vaak gebruikgemaakt van een obligatiefonds bestaande uit zowel bedrijfs- als staatsobligaties. Bedrijfsobligaties kunnen vanuit rendementsoverweging



van toegevoegde waarde zijn in de return-portefeuille, terwijl staatsobligaties een typisch matching karakter hebben. Omdat beide categorieën in hetzelfde fonds zitten, wordt gekozen om reeds op jonge leeftijd een gedeelte van de premie in een gecombineerd staats- en bedrijfsobligatiefonds te beleggen.

- 2 Omdat deelnemers over het algemeen risico-avers zijn, ligt een lifecycle die in de eerste dertig jaar risicovol belegt niet goed in de markt. Het blijkt lastig te zijn om deelnemers en werkgevers ervan te overtuigen dat een dergelijke risicovolle portefeuille naar verwachting tot een optimaal pensioen leidt. Vanuit commerciële overwegingen wordt besloten om niet 100 % risicovol te beleggen.
- 3 Indien een uitvoerder ervoor kiest een marktgevoegen portefeuille te hanteren, dan horen daar automatisch ook staatsobligaties bij. Het negeren van staatsobligaties in de eerste jaren van de opbouwfase leidt tot een suboptimale beleggingsportefeuille, zo is de overweging.

Uitvoerders hanteren verschillende scenario's

Alhoewel de praktische en commerciële overwegingen aantonen dat de huidige beschikbare premiemarkt nog niet uitontwikkeld is, zijn ze vanuit kostenefficiëntie te begrijpen. Het derde argument snijdt daarentegen geen hout. De vermogenstitels die tot circa de 50-jarige leeftijd worden aangehouden, zouden volledig in het teken moeten staan van het behalen van rendement. Staatsobligaties dragen hier niet aan bij. Deze hebben pas toegevoegde waarde als het gaat om het veiligstellen van de uiteindelijke pensioenuitkering en dat is de eerste jaren van de pensioenopbouw niet aan de orde. Overigens verwacht ook de wetgever niet dat tijdens de eerste jaren van de opbouwfase aandacht wordt besteed aan risicobescherming. Artikel 14d Besluit uitvoering Pensioenwet stelt namelijk dat de uitvoerder pas voorafgaande aan de pensioendatum bescherming dient te geven tegen negatieve beleggingsresultaten. Te weinig risico kan zeer schadelijk zijn voor het uiteindelijke pensioenresultaat.

DIVERSIFICATIE: EEN MUST VOOR RENDEMENT OF KOSTENOPDRIJVEND?

Na de keuze van de risicohouding en optimale allocatie in de return-portefeuille, zal aandacht besteed moeten worden aan de samenstelling van de portefeuille. Wereldaandelen, aandelen *Emerging Markets* en *Emerging Market Debt* (EMD) maken bij bijna iedere pensioenuitvoerder onderdeel uit van de portefeuille. Voor vastgoed, *high-yield*-obligaties (HY-obligaties) en grondstoffen geldt dit niet. Deze beleggingen worden alleen toegevoegd aan de return-portefeuille, indien de uitvoerder overtuigd is van het diversificatievoordeel.

In de praktijk blijken deze overtuigingen sterk uiteen te lopen. Vanwege globalisering neemt de correlatie tussen vermogenstitels met name in tijden van stress toe, waardoor het diversificatievoordeel afneemt. Wanneer diversificatie het hardst nodig is (in crisistijd), zullen de voordelen dus niet aanwezig zijn. Volg je als werkgever een dergelijke redenatie, dan ligt een uitvoerder met een simpel aandelenindexfonds tegen lage kosten voor de hand.

In de andere gevallen is een uitvoerder met een *asset*-allocatie bestaande uit meerdere beleggingen logischer. Uiteraard zal een werkgever per categorie moeten nagaan tot welke voordelen het beleggen in de betreffende categorie leidt.

Een extra punt van aandacht is dat uitvoerders, die een geconcentreerde (aandelen) portefeuille aanhouden zonder diversificatie in de return-portefeuille, een grotere allocatie hebben in lage risico staats- en bedrijfsobligaties gedurende de eerste periode van de opbouwfase. Diversificatie wordt blijkbaar niet gezocht in risicovolle, maar in risicovrije *assets*. Zoals eerder besproken verliest een deelnemer dan rendementspotentieel.

De pensioenuitvoerder bepaalt de risicohouding, niet de deelnemer

De werkgever bepaalt de default lifecycle en daarmee de risicohouding van zijn werknemers

RENTERISICO KAN WORDEN AFGEDEKT DOOR STAATSOBLIGATIES OF SWAPS

Evenals de keuze voor de samenstelling van de return-portefeuille, leidt ook de samenstelling van de matching-portefeuille tot verschillen in de beleggingsportefeuille. De keuze om het beleggings- en renterisico op pensioendatum wel of niet volledig af te dekken, is in grote mate doorslaggevend voor de vorm van het glijpad en de samenstelling van de matching-portefeuille. In Nederland is het algemeen gebruik om een matching-portefeuille te hanteren die bestaat uit tenminste langlopende staatsobligaties.

Het renterisico wordt afhankelijk van de uitvoerder voor 90 % tot 100 % afgedekt. De wijze waarop het renterisico wordt afgedekt verschilt. Dit kan synthetisch met *swaps* gebeuren of via langlopende obligaties. In de praktijk leidt het toevoegen van swaps aan de renteaftdekking tot een portefeuille waarbij het beleggingsrisico niet wordt teruggebracht tot nihil. Hierdoor behoudt de deelnemer rendementspotentieel zonder dat renterisico wordt gelopen. Het gebruik van swaps kan vanuit de beleggingsprincipes echter worden uitgesloten indien het beleid is niet in derivaten te beleggen.

De benadering van het renterisico in combinatie met de overwegingen rondom beleggingsrisico voorafgaand aan pensioendatum, bepalen in grote mate het verschil in beleggingsportefeuille.

CONCLUSIE

Het geschiedt nieuws van de behandelde verschillen is dat er genoeg te kiezen valt bij het onderbrengen in de beschikbare premiereregeling. De uitdaging is om als werkgever en adviseur over bepaalde onderwerpen

eveneens een mening te vormen. Uitvoerders verschillen op fundamentele onderdelen van elkaar en dus zal de uitvoerder niet alleen op behaald rendement en kosten moeten worden gekozen, maar ook op basis van beleggingsfilosofie en overtuiging. Het is niet altijd eenvoudig dat te achterhalen. Het behaalde rendement is een weerspiegeling van het verleden, terwijl de beleggingsfilosofie iets zegt over hoe de uitvoerder naar de toekomst kijkt. Vragen die daarbij een rol spelen zijn bijvoorbeeld 'geloof je in de toegevoegde waarde van diversificatie, ook als dat tot hogere kosten leidt?', 'hoe belangrijk is stabiliteit op de korte termijn?' en 'is volledige renteaftdekking gegeven de huidige economische realiteit gewenst?'

Daarnaast zal de werkgever zich een beeld moeten vormen van de spreiding van de verwachte uitkomsten. In de ALM-studie neemt de uitvoerder tenslotte een grote verantwoordelijkheid door zelf de risicohouding te bepalen. Werkgevers zullen moeten nagaan of de gehanteerde risicohouding past bij het profiel van hun werknemers. Hier ligt een belangrijke verantwoordelijkheid bij werkgevers terwijl over het algemeen gedacht wordt dat – zodra is voldaan aan de onderbrengingsverplichting – alle verantwoordelijkheden met betrekking tot pensioen worden overgenomen door de pensioenuitvoerder. Deze verwarring zou op termijn tot onplezierige verrassingen kunnen leiden, indien de mismatch in risicohouding tot tegenvallende rendementen leidt.

Pensioenuitvoerder ook selecteren op basis van beleggingsfilosofie en overtuiging

Deze bijdrage is geschreven naar aanleiding van mijn scriptie voor de postgraduate VU-VBA opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

