

De Kunst van Balanceren: Risicohouding in de Wtp

Centraal in de Wet toekomst pensioenen (Wtp) staat de *risicohouding*, een concept dat meer dan driehonderd keer opduikt in de wetteksten. Deze prominente aanwezigheid onderstreept de noodzaak van een beleggingsbeleid dat nauw aansluit bij de risicovoorkeuren van deelnemers. Het doel? Zorgen dat de risico's die deelnemers nemen, passen bij hun wensen en mogelijkheden. Hoewel de theoretische basis van deze benadering duidelijk is, ondervinden veel betrokken partijen praktische uitdagingen bij de implementatie. In dit artikel belichten we de theoretische achtergrond, maar vooral ook de praktische hobbels die men tegenkomt bij het toepassen van de wetgeving omtrent risicohouding.

■ RISICHOUDING: VIER FASES

Alle pensioenuitvoerders moeten elke vijf jaar per leeftijdscohort de risicohouding vaststellen. De wet benoemt bij dit proces vier fases, die we in dit artikel een voor een langs zullen gaan:

1. Risicopreferentieonderzoek uitvoeren
2. (Maatstaven van de) risicohouding vaststellen
3. Vertaling van de risicohouding in beleggingsbeleid en/of toedelingsregels
4. Toetsing van het beleggingsbeleid aan de risicohouding

De AFM, die toezicht houdt op fase 1, heeft een uitgebreide leidraad en een lijst met aanbevolen *do's* en *don'ts* gepubliceerd, gebaseerd op uitgevoerde onderzoeken.¹ DNB verzorgt het toezicht op fases 2 tot en met 4 en heeft enige guidance hierover gegeven², maar er is bij veel partijen nog onzekerheid, met name over hoe precies de risicohouding mag of moet worden vastgesteld (fase 2). Dit is vooral relevant voor pensioenfondsen die gaan invaren, aangezien de risicohouding een van

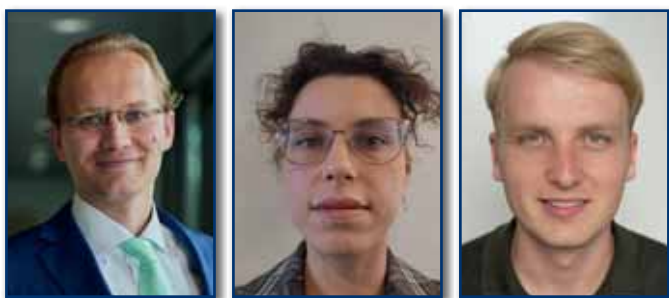
de drie essentiële elementen van het implementatieplan vormt dat ter goedkeuring aan DNB moet worden voorgelegd.

Fase 1: Risicopreferentieonderzoek

Het is cruciaal voor een effectieve afstemming van het beleggingsbeleid op de wensen van de deelnemers dat hun voorkeuren worden geanalyseerd. De leidraad van de AFM benadrukt dat voorkeuren nauwkeurig en kwantitatief vastgesteld moeten worden via een steekproef die representatief is voor de totale deelnemerspopulatie. Dit betekent dat uitvoerders niet meer alleen kunnen leunen op kwalitatieve methoden, zoals incidentele focusgroepen of enquêtes waarbij deelnemers zelf hun risicobereidheid aangeven.

DNB verzorgt het toezicht op fases 2 tot en met 4 en heeft enige guidance hierover gegeven, maar er is bij veel partijen nog onzekerheid.

Voor elk leeftijdscohort, gedefinieerd in periodes van maximaal vijf jaar, dient een kwantitatieve beoordeling plaats te vinden gebaseerd op een representatieve steekproef van deelnemers. Bij deze beoordeling wordt de risicohouding van een deelnemer ontleed in twee fundamentele elementen: het risico dat men *wil* nemen (risicotolerantie) en het risico dat men *kan* dragen (risicodraagvlak). Het onderzoek moet voor elke deelnemer afzonderlijk deze twee aspecten van risicohouding evalueren en kwantificeren.



Rogier Potter van Loon, Alina Borovitskaya en Martijn de Vries

Dr. R.J.D. Potter van Loon is gedragseconoom bij TKP pensioen en gastonderzoeker bij Erasmus School of Economics. A. Borovitskaya doet promotieonderzoek naar risicovoorkeuren aan de Vrije Universiteit (VU) Amsterdam. Dr. M.A. de Vries is Assistant Professor in Finance aan de VU.

Fase 1A: Hoeveel risico wilt u lopen (risicotolerantie)?

De risicotolerantie wordt momenteel al bepaald bij premieregelingen waarin beleggingskeuzes mogelijk zijn (zoals de keuze tussen verschillende beleggingsprofielen) of bij het kiezen tussen een vast of variabel pensioen. Hiervoor heeft de AFM het FRAME-kader ontwikkeld. Voor het risicopreferentieonderzoek (RPO) wordt dit zelfde kader aangehaald en nader verfijnd. Belangrijke elementen van het FRAME-kader omvatten onder andere dat bij RPOs makkelijk interpreteerbare kansen worden gebruikt (zoals 1/3 of 50%), dat de gehanteerde bedragen aansluiten bij de situatie van de individuele deelnemer, en dat er methoden worden ontwikkeld om inconsistente antwoorden te identificeren en te corrigeren.

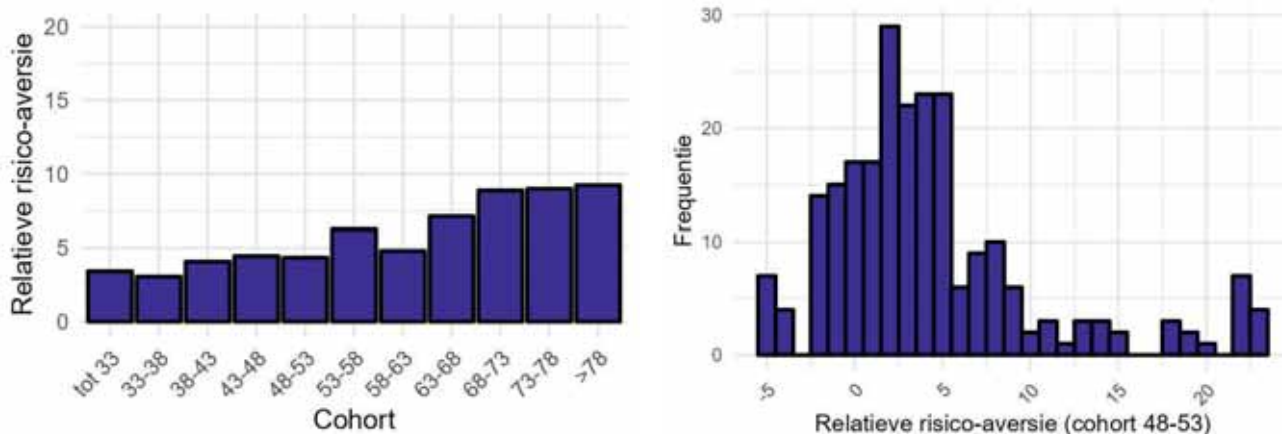
Per deelnemer komt er een mate van risicotolerantie uit het onderzoek; deze dient te worden uitgedrukt in termen van de zogenaamde *relatieve risico-aversie*. Hoe hoger dit getal, hoe *lager* de risicotolerantie: een twee keer zo hoog getal betekent kort door de bocht dat een deelnemer de helft van het risico wil lopen. De mate van risicotolerantie wordt geaggregeerd op cohortniveau. Doorgaans stijgt deze enigszins met leeftijd. In figuur 1 staat links de uitkomst per cohort van een recent RPO; de risico-aversie verschilt 3 voor het jongste cohort tot 9 voor het oudste cohort. We noemen dit pensioenfonds 'ABC' en gebruiken het in de rest van dit artikel als voorbeeld voor een pensioenuitvoerder.

Fase 1B: Hoe afhankelijk bent u van dit pensioen (risicodraagvlak)?

Het meten van het risicodraagvlak in kwantitatieve termen is iets wat pensioenuitvoerders momenteel nog niet vaak uitvoeren. Hierbij is het cruciaal om de afhankelijkheid van de deelnemer van het pensioenfonds dat het RPO uitvoert te bepalen: *welk deel van het totale verwachte pensioen komt van deze specifieke uitvoerder?* Bij het bepalen van het totale pensioen worden volgens AFM tenminste de AOW-uitkering (afhankelijk van de partnerstatus) en de toekomstige pensioenopbouw (gebaseerd op het salaris) meegenomen. Daarnaast is het wenselijk om ook het pensioen bij andere uitvoerders uit te vragen en eventueel de waarde van een woning (na aftrek van hypotheek). De afhankelijkheid van een deelnemer wordt gedefinieerd als het aandeel van het bij pensioenfonds ABC opgebouwde pensioen in het totale verwachte pensioen.

Dit impliceert ook een enorm verschil in welke mate van risico het beste past bij verschillende individuen binnen hetzelfde cohort.

Figuur 1: Relatieve risico-aversie van deelnemers bij pensioenfonds ABC. Links de gemiddelde risico-aversie per cohort, rechts de verdeling van risico-aversie binnen één cohort (48-53).



Het verschil *binnen* een cohort is doorgaans vele malen groter dan tussen cohorten. Rechts zien we als voorbeeld de verdeling van de risico-aversie binnen het cohort 48-53 van pensioenfonds ABC: de waarden variëren van -5 (risico-zoekend!) tot 22 (zeer risico-avers). Dit impliceert ook een enorm verschil in welke mate van risico het beste past bij verschillende individuen binnen hetzelfde cohort. Het risico dat voor de ene 50jarige deelnemer het beste past, is voor de andere 50jarige veel te veel, en andersom.

De mate van afhankelijkheid van een specifiek pensioen bepaalt in hoeverre een deelnemer risico's kan nemen. Voor iemand die 80% van zijn pensioen vanuit pensioenfonds ABC ontvangt (afhankelijkheid = 80%) zou een daling van 10% in

- 1 Zie o.a. AFM leidraad risicopreferentieonderzoeken en AFM verkenning risicopreferentieonderzoek.
- 2 Zie o.a. DNB factsheet risicohouding pensioenuitvoerders.

de uitkering van ABC neerkomen op een afname van 8% in het totale pensioeninkomen. Voor iemand met slechts 10% afhankelijkheid, resulteert dezelfde daling in een vermindering van slechts 1% van het totale pensioeninkomen.

Dit leidt tot de contra-intuïtieve observatie dat deelnemers met een relatief hoog pensioen (waarvan zij sterk afhankelijk zijn) *minder* risico kunnen nemen. Aan de andere kant kunnen deelnemers die voornamelijk afhankelijk zijn van de AOW en een klein aanvullend pensioen hebben juist meer risico nemen. Deze contra-intuïtieve situatie ontstaat doordat het risicodraagvlak (de mogelijkheid om risico's te dragen) vaak wordt verward met risicotolerantie (de bereidheid om risico's te nemen). Voor deelnemers met een klein pensioen in de tweede pijler zal een daling doorgaans harder aankomen: de *risicotolerantie* is bij hen gemiddeld

Het voelt contra-intuïtief: deelnemers die voornamelijk afhankelijk zijn van de AOW en een klein aanvullend pensioen hebben, kunnen juist meer risico nemen.

twee keer minder. Echter, omdat het aanvullend pensioen bij hen relatief klein is, heeft een daling daarvan - hoe onaangenaam ook - weinig effect op het *totale* pensioen, waardoor ze meer risico kunnen nemen met het aanvullend pensioen.

Wat betreft risicodraagvlak is er een duidelijke en sterke correlatie met leeftijd: bij jongere deelnemers bestaat het grootste deel van het pensioen uit toekomstige opbouw. Het opgebouwde pensioen in de tweede pijler is voor hen doorgaans erg klein. In figuur 2 zien we de afhankelijkheid die volgt uit

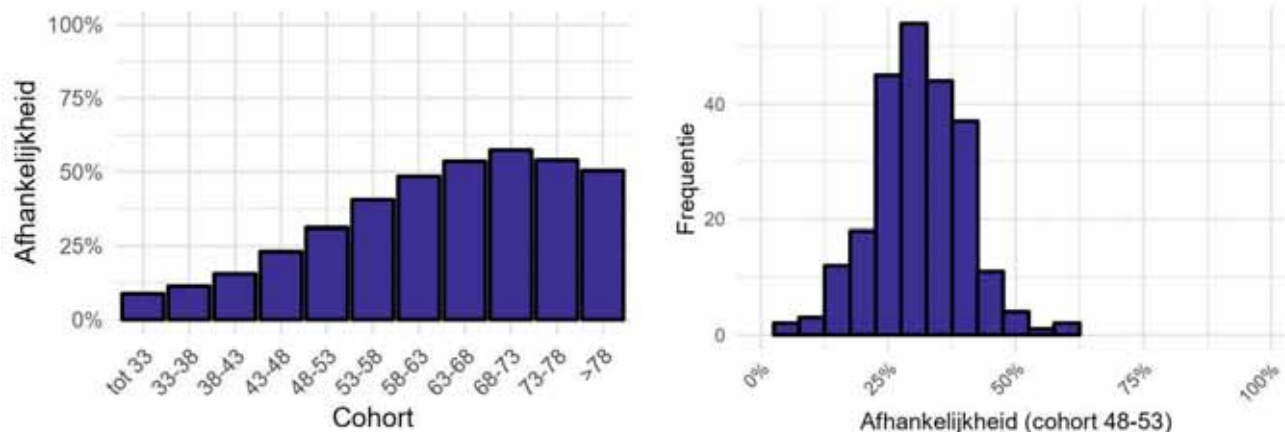
het recente onderzoek van ABC. Links is te zien dat dit gemiddeld minder dan 10% is voor het jongste cohort. Bij deze deelnemers is dus 10% van het pensioenvermogen bij ABC; de overige 90% zit met name in toekomstig verdienvermogen ('human capital') en daarnaast in o.a. AOW & huis. Naarmate deelnemers ouder worden, groeit het opgebouwde pensioen bij ABC, en neemt de toekomstige opbouw af. De afhankelijkheid neemt toe tot gemiddeld bijna 60% voor net-gepensioneerden. Omdat de verwachte loonontwikkeling binnen een fondspopulatie meestal niet veel varieert, zal de afhankelijkheid binnen een leeftijdscohort minder variëren dan de risicotolerantie. Rechts in figuur 2 zien we bijvoorbeeld de afhankelijkheid binnen het cohort van 48-53 jaar; alle deelnemers zitten redelijk dicht bij het gemiddelde van 30%.

De relatie tussen leeftijd en afhankelijkheid is de belangrijkste reden voor het feit dat het (theoretisch) optimaal is dat aandelenrisico afneemt met de leeftijd van de deelnemer, en dat voor jongeren zelfs meer dan 100% blootstelling naar aandelenrisico optimaal is ('opheffen leenrestrictie'). Als bij pensioenfonds ABC bijvoorbeeld 150% wordt belegd van het vermogen van een deelnemer met 10% afhankelijkheid, dan loopt deze deelnemer maar over 15% ($150\% * 10\%$) van zijn *totale* pensioenvermogen risico. Daarmee loopt deze jongere hetzelfde *totale* risico als de 65-jarige die voor 60% afhankelijk is van zijn pensioen en voor wie 25% wordt belegd.

Fase 2: (Maatstaven van de) Risicohouding bepalen

De wet schrijft voor dat in fase 2 de resultaten van het onderzoek worden gecombineerd met deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten om een risicohouding per cohort te bepalen, bestaande uit drie specifieke maatstaven. Twee van deze maatstaven betreffen de maximale hoeveelheid aanvaardbaar risico (het verschil tussen een mediaan en slecht-weer scenario) en één maatstaf richt zich op het minimale verwachte rendement (ten opzichte van het rendement als géén risico zou worden gelopen).

Figuur 2: Financiële afhankelijkheid van deelnemers bij pensioenfonds ABC. Links de gemiddelde afhankelijkheid per cohort, rechts de verdeling van afhankelijkheid binnen één cohort (48-53).



Een belangrijk probleem is dat er geen eenduidig, objectief pad bestaat van individuele onderzoeksresultaten naar de maatstaven. Een leeftijdscohort met een gemiddelde risico-aversie van 5 vertaalt zich bijvoorbeeld niet automatisch in een maatstaf van 60%.

Het is echter wel mogelijk om objectief, vanuit risicopreferenties, een theoretisch optimale 'lifecycle' te bepalen. Een lifecycle beschrijft de allocatieregels per leeftijdscohort, variërend van een hoog risico voor jongeren tot een laag risico voor gepensioneerden. Bij het bepalen van de lifecycle wordt dan bijvoorbeeld gekeken naar het 'verwacht nut' of 'zekerheidsequivalent'³ voor een of meerdere representatieve deelnemers. De lifecycle die het hoogste verwachte nut biedt over alle cohorten, past volgens wetenschappelijke inzichten het beste bij de voorkeuren en kenmerken van de deelnemerspopulatie. Hierin worden daarmee alle wettelijk vereiste 'ingrediënten' gecombineerd.

Veel partijen kiezen ervoor om eerst een lifecycle te bepalen op basis van de uitkomsten van het RPO en daarna pas de maatstaven van de risicohouding. Deze lifecycle kan namelijk worden doorgerekend met de DNB/URM-scenarioset en per cohort kan dan worden bepaald wat het risico en verwacht rendement is. Wanneer het langetermijnrisico voor het cohort van 40-44 jaar bijvoorbeeld op 60% wordt geschat, kan de maatstaf voor langetermijnrisico op maximaal 60% worden vastgesteld.

Theoretisch leidt deze aanpak op een consistente en zorgvuldige wijze tot het rendement en risico dat het best past bij de deelnemers. In de praktijk stuiten partijen die deze methode hanteren echter op twee uitdagingen. Ten eerste is met deze aanpak eigenlijk al aan fase 3 begonnen (beleggingsbeleid), terwijl men nog in fase 2 (vaststellen risicohouding) zit. Hoewel DNB vaak spreekt over een 'iteratief proces', wat enige flexibiliteit impliceert, wordt in andere uitingen van DNB benadrukt dat fase 2 toch echt voorafgaat aan fase 3.

Ten tweede: we bepalen met de lifecycle de optimale verhouding tussen risico en rendement, maar de wettelijke maatstaven beschrijven het minimaal vereist rendement en het maximaal acceptabel risico. Er zijn verschillende wetenschappelijke methoden om tot de optimale hoeveelheid risico en (verwacht) rendement te komen, maar het is simpelweg niet mogelijk om op een consistente wijze vanuit voorkeuren naar een maximaal acceptabel risico of een minimaal vereist rendement te komen. Elke rationele deelnemer die hiernaar gevraagd wordt zal immers als hij kan kiezen een minimaal rendement van +1000% (of nog meer) eisen tegen een maximaal acceptabel risico van 0%. Om toch tot een inschatting te komen van de wettelijk vereiste maatstaven, baseren partijen het maximaal acceptabele risico bijvoorbeeld op de voorkeuren/kenmerken van deelnemers die het meeste risico kunnen en willen nemen, en het minimale vereist rendement op de deelnemers die het minste risico kunnen en willen nemen. Een al-

ternatieve methode is het berekenen van de maatstaven met behulp van diverse scenariosets, waarbij de hoogste uitkomst dient als de norm voor het maximale risico en de laagste voor het minimale verwachte rendement.

Het verschil tussen risico en rendement in de optimale lifecycle en de vastgestelde maxima en minima in de maatstaven van de risicohouding hangt sterk af van de veronderstellingen van de uitvoerder, die hierbij enige flexibiliteit heeft. Hoe lager het minimaal verwacht rendement en/of hoe hoger het maximaal acceptabel risico, hoe groter de 'bandbreedte' van lifecycles die aansluiten bij de risicohouding. Een grotere bandbreedte leidt tot meer flexibiliteit bij het bepalen van het beleggingsbeleid (fase 3) en zorgt ervoor dat de geselecteerde lifecycle minder vaak buiten de bandbreedte zal vallen bij de jaarlijkse toetsing (fase 4). In de volgende secties zullen we illustreren dat enige flexibiliteit in de praktijk noodzakelijk is voor een passend en consistent beleggingsbeleid. Tegelijkertijd lopen uitvoerders het risico op afkeuring door DNB bij een te grote bandbreedte, met het argument dat de gehanteerde lifecycles dan mogelijk niet goed aansluiten bij de voorkeuren van de deelnemers.

Fase 3: Vertaling van de risicohouding in beleggingsbeleid en toedelingsregels

Met de maatstaven uit fase 2 zijn er duidelijke en harde kaders waar het beleggingsbeleid en de toedelingsregels aan moeten voldoen. Een uitvoerder voert voor fase 3 een ALM-analyse uit zoals dat momenteel ook al gebeurt: er worden o.a. beleggingsbeginselen vastgesteld en aannames gemaakt, waarna een aantal mogelijke lifecycles wordt geanalyseerd. De mogelijke lifecycles worden vervolgens doorgerekend om (per cohort) de pensioenuitkeringen te bepalen in meerdere scenario's. Per lifecycle wordt nu als nieuwe stap gekeken of deze binnen de risicomatstaven past: een lifecycle waarbij het lange-termijn risico op 80% uitkomt, past bijvoorbeeld niet bij een uitvoerder met een lange-termijn (maximum) risicomatstaf van 60%. Van de lifecycles die passen binnen de risicohouding dient te worden afgewogen welke mate van risico en verwacht rendement het beste bij de deelnemers past. Een mogelijkheid om dit te doen is met het *zekerheidsequivalent*. Deze vertaalt de verdeling van mogelijke uitkomsten naar één getal dat afhankelijk is van de verwachte uitkomst, inclusief een afslag voor het aanwezige risico. Hoe minder risico deelnemers kunnen en/of willen nemen, hoe groter de afslag voor een bepaalde hoeveelheid risico. Daarmee is het zekerheidsequivalent een goede indicator voor de verwachte welvaart per lifecycle. In de praktijk zien we dat een optimaal passend beleggingsbeleid zo'n 20% extra welvaart kan opleveren over de gehele levensloop ten op-

3 Meer details in volgende sectie.

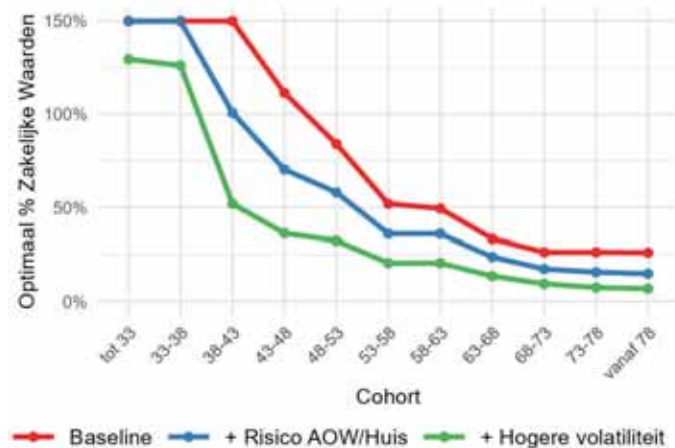
zichte van een naïef beleid.

Ook hier hebben de (impliciet) gemaakte aannames een groot effect op de uiteindelijke uitkomst. Te denken valt aan de risicopremie op aandelen, diversificatievoordelen, rentevisie, volatiliteit van verschillende asset classes, etc. In figuur 3 zien we bijvoorbeeld drie optimale lifecycles, die *gegeven bepaalde aannames* het hoogste zekerheidsequivalent opleveren voor deelnemers van pensioenfondsen ABC. De rode lifecycle is optimaal als we rekenen met een aandelenvolatiliteit van de DNB-set 2023Q1 (15%), de blauwe past het beste als pensioenfondsen ABC rekening houdt met het risico dat zijn deelnemers lopen met hun huis & AOW en de groene is het meest geschikt wanneer daarnaast de volatiliteit van de eigen scenario'set van pensioenfondsen ABC (18%) wordt gebruikt.⁴ Twee beperkt ogende aannames (volatiliteit van 15% naar 18%, risico AOW/huis van 0% naar 10%) zorgen dus al voor een *halvering* van de hoeveelheid risico die het beste bij deelnemers past. Als in fase 2 de ene aanname is gemaakt en in fase 3 de andere, dan kan het optimale beleid dus opeens buiten de bandbreedte vallen. Dit is een mogelijke reden voor uitvoerders om een grote bandbreedte te hanteren of zelfs fase 3 in zijn geheel voor fase 2 te laten plaatsvinden.

Fase 4: Toetsing van het beleggingsbeleid aan de risicohouding

De laatste fase is de jaarlijkse toetsing waarin uitvoerders beoordelen of het beleggingsbeleid nog steeds aansluit op de risicohouding. Daarvoor rekent men het beleid door met de meest recente DNB-scenario'set van dat moment. Deze scenario'set verandert elk kwartaal, bijvoorbeeld doordat de

Figuur 3: De lifecycle die het beste bij deelnemers van pensioenfondsen ABC past, bij verschillende aannames. Bij de baseline aannames (rood) wordt gebruik gemaakt van een risicopremie op zakelijke waarden van 6%, een volatiliteit van 15% en wordt er verondersteld dat AOW en huis (volledig) risicovrij zijn. De blauwe lifecycle lijn toont de optimale lifecycle bij de aanname dat AOW en huis 1/10^e van het risico van zakelijke waarden bevatten. De groene lijn toont de optimale lifecycle als daarnaast de volatiliteit niet 15%, maar 18% is.



rente wijzigt of als er nieuwe parameters van de Commissie Parameters komen. Ook de uitkomsten van de berekening kunnen dus variëren. Bij een recent onderzoek werden twee berekeningen uitgevoerd voor de verwachtingsmaatstaf: hoeveel hoger het verwacht pensioen is ten opzichte van als er géén risico zou worden gelopen. De scenario'set van het eerste kwartaal van 2022 resulteerde in 40%. Voor de scenario'set van het eerste kwartaal van 2023 was de uitkomst 32%. Als de uitvoerder de bandbreedte in 2022 beperkt had gehouden en de verwachtingsmaatstaf op 35% had bepaald (net onder 40%), was dezelfde lifecycle het ene jaar wel, maar het jaar erop dus niet meer passend bij de risicohouding.⁵ Dit is nog een reden om enige bandbreedte aan te houden bij de maatstaven in fase 2. Ten slotte vereist de Wtp dat uitvoerders elke vijf jaar opnieuw de risicohouding van hun deelnemers onderzoeken. Dan mogen (of moeten...) uitvoerders weer bij fase 1 beginnen (het is niet toegestaan om de eerdere uitkomsten weer 'af te stoffen').

SAMENVATTEND

De toegenomen aandacht voor risicohouding zal naar onze verwachting voor veel welvaartswinst leiden. Tot nu toe zijn er namelijk veel aannames gedaan over de voorkeuren van deelnemers, die niet altijd overeenkomen met de werkelijkheid. Zo wordt de risicotolerantie doorgaans onderschat (deelnemers *willen* meer risico nemen) en wordt niet altijd meegenomen dat deelnemers door risicovrije pensioencomponenten als AOW meer risico *kunnen* nemen binnen de tweede pijler. Met een risicopreferentieonderzoek (fase 1) is hier geen onduidelijkheid meer over: meten is immers weten! Waar er voor de meting een duidelijke richting is en er zelfs al voorbeelden zijn, ondervinden uitvoerders praktische problemen bij de stappen van meting naar implementatie. Er is bijvoorbeeld geen eenduidige objectieve manier om met de uitkomsten van fase 1 de maatstaven van de risicohouding te bepalen in fase 2. Extra complicerend is dat de scenario'sets en/of aannames voor de maatstaven uit fase 2 niet altijd overeen zullen komen met die in fase 3 (vaststellen beleid) en fase 4 (toetsing beleid aan risicohouding). We toonden daarbij hoe ogenschijnlijk kleine verschillen in scenario's of aannames al tot substantieel andere uitkomsten kunnen leiden.

Toch zijn wij ervan overtuigd dat de pensioensector met nadere guidance, lagere regelgeving en vooral ervaring snel genoeg zijn weg zal vinden wat betreft de risicohouding. Met een beter passend pensioen voor alle Nederlanders tot gevolg! ●

4 Voor de liefhebbers: de volatiliteit van zakelijke waarden was 15% in de 2023Q1 & 2023Q2 set van DNB, 18% in 2023Q3 & 2023Q4 en is in de meest recente set 2024Q1 zelfs 20%.

5 Voor de liefhebbers: de lifecycle heeft 100% rentehedge/beschermingsrendement, dus aan de rente lag het niet!