

# Hetzelfde probleem; verschillende oplossingen

Momenteel kan een bedrijf voor een individuele beschikbare premieregeling kiezen uit ongeveer 25 premiepensioenproducten met grote verschillen in het beleggingsbeleid. In het ontwerp van deze premiepensioenproducten hebben de aanbieders allemaal hetzelfde vraagstuk bestudeerd: Hoe beleg je de inleg zo dat er voor de deelnemers een zo goed mogelijk pensioen wordt gerealiseerd? Ondanks dat het vraagstuk voor elke aanbieder identiek is, verschillen de oplossingen sterk.

DOOR JASPER HAAK

Er zijn drie belangrijke keuzes die gemaakt moeten worden (zie figuur 1).

1. In welke beleggingscategorieën (en subcategorieën) gaat er belegd worden?
2. Hoe gaat er in deze beleggingscategorieën belegd worden?
3. Hoe wijzigt in de loop der tijd (de lifecycle) de verhouding over de beleggingscategorieën? (hoe ziet het glijpad eruit?)

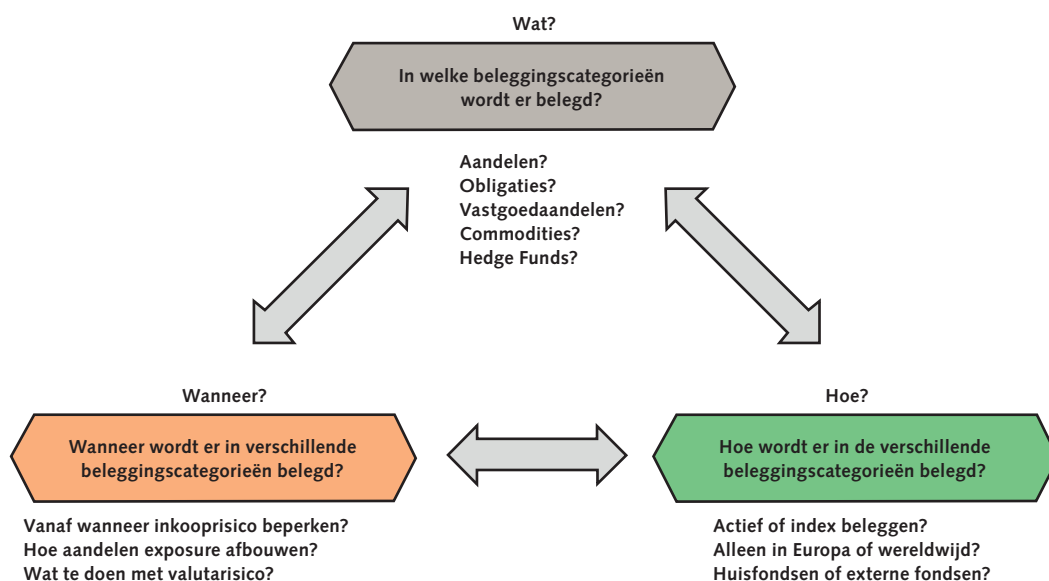
De keuzes die gemaakt worden hangen sterk met elkaar samen. Bijvoorbeeld: Indien er uitsluitend in huisfondsen wordt belegd ('hoe?') dan zijn de beschikbare beleggingscategorieën vaak beperkt

('wat?'), omdat niet elke aanbieder beschikt over interne expertise op alle typen beleggingen. Het ontwerp van het optimale beleggingsbeleid is een complexe exercitie. Op dit vakgebied zijn er vele verschillende theorieën waarbij er geen eenduidige juiste uitkomst is.

Een verschil in het beleggingsbeleid van de premiepensioenproducten is bijvoorbeeld de *decorrelatie* versus de *deconcentratie* aanpak. Een voorbeeld van de decorrelatie aanpak is *BrandNewDay Collectief Pensioen*. Zij kiezen er voor om alleen in staatsobligaties uitgegeven door een beperkt aantal Euro-landen en in aandelen van bedrijven in ontwikkelde landen te beleggen. Deze twee beleggingscatego-



Jasper Haak  
Management Partner  
AF Advisors



Figuur 1: Overzicht/voorbeelden van keuzes in het ontwerpen van het beleggingsbeleid van premiepensioenproducten

rieën hebben historisch een lage correlatie waardoor er een betere risico–rendement verhouding kan worden gerealiseerd. Daarnaast maakt dit het product ook overzichtelijk en beter uitlegbaar. Aan de andere kant is dit product wel kwetsbaar voor marktomstandigheden waarin wel degelijk sprake is van correlatie tussen de twee categorieën.

Een voorbeeld van de deconcentratie aanpak is *AEGON Pensioenabonnement*. In dit product wordt er in vele beleggingscategorieën belegd. Naast beleggen in aandelen van bedrijven in ontwikkelde landen, wordt er ook belegd in aandelen van bedrijven in opkomende landen. Naast beleggen in staatsobligaties van Euro-landen, wordt er ook belegd in verschillende soorten bedrijfsobligaties en in obligaties uitgegeven door overheden van opkomende landen. Ook wordt er belegd in grondstoffen zoals olie en granen. Door deze hele brede spreiding over vele beleggingscategorieën worden er verschillende types risico's genomen en wordt er gestreefd naar een goede risico-rendement verhouding. Een nadeel is de potentiële complexiteit en daardoor verminderde uitlegbaarheid. Beide aanpakken hebben voor- en nadelen.

Een ander verschil is de keuze voor het type beheer van de beleggingen. Bijvoorbeeld in het *BeFrank Index product* wordt er passief belegd middels indextrackers, terwijl er in het *Nationale Nederlanden Essentie Pensioen* uitsluitend actief wordt belegd.

Ook hier zijn er weer voor- en nadelen. Actief beleggen kan additioneel pensioen opleveren indien de beleggingsfondsen betere rendementen dan de index weten te bewerkstelligen, iets wat veel actieve vermogensbeheerders overigens niet weten te realiseren. Een aantal vermogensbeheerders heeft al moeite om de hogere kosten van actief beleggen goed te maken. Indexbeleggen zorgt voor een beperking in de beleggingscategorieën waarin wordt belegd. Een aantal beleggingscategorieën leent zich niet goed of minder goed voor indexbeleggen zonder nieuwe risico's te introduceren. Daarnaast staan indexbeleggen en duurzaam beleggen regelmatig op gespannen voet. Door in alle aandelen die zijn opgenomen in een index te beleggen, wordt er automatisch ook belegd in bedrijven die door een groot deel van de actieve managers op basis van duurzaamheidscriteria worden uitgesloten.

Een derde verschil in het beleggingsbeleid is het onderscheid tussen het gebruik van huisfondsen en fondsen die door externe aanbieders worden beheerd. Veel aanbieders van premiepensioenproducten, zoals *Delta Lloyd* met het *Persoonlijk Pensioen-Plan collectief* en *Robeco* met het *Smart Pension-Easy* gebruiken alleen huisfondsen die beheerd worden door de interne vermogensbeheerder. Dit heeft als voordeel dat het beleggingsbeleid beter kan worden afgestemd op het premiepensioenproduct en dat de kosten vaak beter in de hand kunnen worden gehouden.

Andere aanbieders, zoals *ABN AMRO* met het *Bancair Collectief Pensioen* en *Towers Watson* met het *Personal Pension Inside* gebruiken alleen maar fondsen van externe aanbieders. De keuze bij de selectie van beleggingsfondsen is dan veel breder, maar veranderingen in het beleggingsbeleid en de kosten zijn bij externe fondsen moeilijker in de hand te houden.

## Keuzes

De bovenstaande voorbeelden geven aan welke keuzes gemaakt worden door aanbieders van premiepensioenproducten. Bij veel keuzes is het niet zwart of wit of goed of fout. Toch worden er keuzes gemaakt die minder voor de hand liggen en waar de nodige vraagtekens bij te plaatsen zijn.

In enkele premiepensioenproducten worden de aandelenbeleggingen beperkt tot aandelen van bedrijven uit de EU. Dit gebrek aan spreiding heeft de afgelopen vijf jaar geresulteerd in 50% minder rendement met 40% extra marktrisico! Ondanks dat de EU afgelopen jaren bijzondere marktomstandigheden kende, illustreert dit voorbeeld wel de duidelijke voordelen van een adequate spreiding.

Een ander voorbeeld van een omstreden keuze is de methode van het reduceren van inkooprisico. Bijna alle premiepensioenproducten zorgen er voor dat de blootstelling naar renterisico net voor het aflopen van het premiepensioenproduct ongeveer gelijk is aan de blootstelling aan het renterisico bij aankoop van het pensioen (op pensioendatum). Hiervoor wordt in het premiepensioenproduct vaak geleidelijk aan de blootstelling aan het renterisico verhoogd. Een enkel premiepensioenproduct verhoogt deze blootstelling aan renterisico in één klap. Dat leidt evengoed tot inkooprisico, in dit geval echter een aantal jaar voordat het pensioen daadwerkelijk wordt aangekocht.

## Analyse

Als onderdeel van onze dienstverlening hebben we het beleggingsbeleid van premiepensioenproducten geanalyseerd en beoordeeld. In deze analyses betrekken we naast het beleggingsbeleid ook het duurzaamheidsbeleid, de kosten, het rendement en risico en het niveau van de rapportages. Onze conclusie is dat het beleggingsbeleid er over het algemeen goed en goed doordacht uitziet. De moderne premiepensioenproducten zijn, onder meer qua beleggingsbeleid en kosten, een enorme stap vooruit ten opzichte van de oude levensverzekeringsproducten. Er is door zowel de nieuwe aanbieders (vaak premiepensioeninstellingen) als de traditionele aanbieders (met name verzekeraars) geleerd van de woekerpolisaffaire.

Ook zien we dat door voortschrijdend inzicht, maar ook door het toezicht door de AFM en DNB, de producten ook op andere onderdelen verder worden verbeterd. Zeker op het gebied van rapportages kunnen er echter nog fikse verbeteringen worden aangebracht. Aanbieders geven nu nog slecht inzicht in de beleggingen die binnen het premiepensioenproduct worden aangekocht.

Het beoordelen van premiepensioenproducten is een uitdaging voor pensioenadviseurs, omdat dit vaak complexe en moeilijk te doorgronden producten zijn. Hierdoor is het voor iedereen die betrokken is bij de keuze voor en monitoring van een premiepensioenproduct lastig om een oordeel te vellen op basis van alle feiten. Deelnemers zullen voor een groot deel kiezen voor de standaardoplossing van het premiepensioenproduct en daarmee vertrouwen op de keuze die de werkgever, mede op advies van de pensioenadviseur, heeft gemaakt. De pensioenadviseur neemt daarmee de rol van een pensioenfondsbestuur over in de monitoring van het beleggingsbeleid. Een goed inzicht in de sterke en zwakke punten van elk premiepensioenproduct is daarbij een noodzakelijke voorwaarde. ■