

De prudente beleggingseis in premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid

De toename van het aantal productaanbieders van zuivere premieovereenkomsten, veelal in de vorm van een premiepensioeninstelling (PPI), toont eens te meer aan dat deze financiële instellingen inzetten op een individualisering van ons pensioenstelsel. Een stelsel waarin risico niet per definitie wordt genegeerd, maar wordt gebruikt om een adequate oudedagsvoorziening te realiseren. In twee eerdere bijdragen in dit blad hebben wij beschreven hoe de impact van risico op het pensioenresultaat van (individuele) deelnemers in premiepensioenregelingen kan worden getoond, namelijk door vooruit te kijken via de prudentietoets.¹ In dit artikel diepen we de definitie van de prudente beleggingseis verder uit.

We kijken echter niet alleen vooruit, maar hebben tevens oog voor de onderliggende kwaliteit van het beleggingsbeleid in de fondsen die de dynamische mix van de life cycles vormen. We sporen aanbieders aan om transparant(er) te zijn in het delen van deze informatie met stakeholders en adviseurs, en om in te zetten op beleggingsdeskundigheid als instrument voor onderscheidend advies. Aan de hand van een holistische benadering van het selectievraagstuk. Met als doel meer handvatten te leveren voor grip op de realisatie van de pensioendoelstelling van deelnemers. De brede discussie in Nederland over ons op interge-

nerationele solidariteit gefundeerde pensioenstelsel toont eens te meer de onhoudbaarheid ervan aan. Deelnemers aan pensioenregelingen moeten gaan accepteren dat het creëren van een adequate pensioenvoorziening op vaak hele lange termijn geen 'free lunch' is waarin 'risico' niet bestaat. Beleidsbepalers en wetgever hebben te lang 'Colijn-gedrag' vertoont: het paternalisme waarin geen ruimte was voor een realistisch beeld van risico.

We zien nu overigens wel een snelle kentering. In dat beeld past de toename van het aantal aanbieders van premiepensioenregelingen en de professionalisering in de productontwikkeling en -advisering. De winnaars in deze competitieve markt zijn degenen die beseffen dat dit beleggingsproducten zijn waar beleggingsdeskundigheid noodzakelijk is bij het ontwikkelen, vermarkten, adviseren en beheren ervan. En dat gaat gepaard met de constatering dat het gaat om de impact van risico op de pensioenverwachting van de deelnemer.² Dit risico is een optelsom van beleggings-, rente- en langlevensrisico.

Het rente- en het langlevensrisico ontstaan niet pas op het niet-prudente, want gedwongen liquidatiemoment van het belegd vermogen voor de aankoop van het levenslang pensioen. Zodra er in een beleggingsproduct wordt belegd in vastrentende waarden, komt



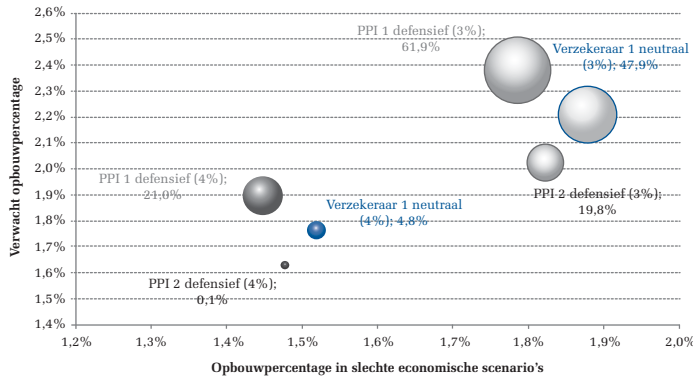
Jack Borremans en Frank Husken

Drs. J.A.L. Borremans is verbonden aan LNBB actuarissen en pensioenconsultants te Dordrecht en Amersfoort en drs. F.J.H. Husken is partner bij AF Advisors te Rotterdam

1 Jack Borremans en Roel Nass, Life cycles in premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid, Pensioen Magazine december 2011 en Nieuwe visie op advisering over DC: de prudentietoets, Pensioen Magazine juni 2012.

2 Zie ook de publicatie 'Beschikbare premieregelingen – wat kan beter?' van 16 september 2013, uitgebracht door de Autoriteit Financiële Markten samen met het Verbond van Verzekeraars, met aanbevelingen aan aanbieders en adviseurs om deelnemers inzicht te geven in de risico's.

Figuur 1. Risicoprofiel life cycle



de pensioenbelegging onder invloed van het renterisico. En het langlevensrisico speelt een rol bij de wijze waarop de aanbieder omgaat met het sterfteresultaat in opbouwfase en aankoopmoment.

■ VERKOPEN WE FISCALE STAFFELS OF ADVISEREN WE EEN PRUDENTE BELEGGINGSMIX?

Productaanbieders worstelen met de invulling van de prudente beleggingseis bij premiepensioenregelingen en maken keuzes. De prudente beleggingsregel beperkt de vermogensbeheerder tot beleggingen die een prudente deelnemer die een redelijk inkomen en bescherming van zijn vermogen nastreeft, voor zijn portefeuille zou kiezen. Voor het invullen van deze definitie kiezen aanbieders voor ‘modelportefeuilles’ die leeftijdsafhankelijk zijn: de life cycles. Deze life cycles worden vormgegeven op basis van een combinatie van objectieve criteria langs de lat van moderne portefeuilletheorieën en subjectieve meningen over nut en noodzaak ten aanzien van onder meer decorrelatie en deconcentratie in de samenstelling van de in de life cycle opgenomen beleggingsfondsen.

Premiestaffels zouden veel meer maatwerk moeten zijn en zijn afgestemd op het feitelijke risicoprofiel en verloop van het glijpad

Fiscale staffels en prudentie

Het negeren van risico komt terug in de wettelijke eisen voor beschikbarepremieregelingen. De in de fiscale wetgeving in beton gegoten, archaïsche 4% rekenrentefictie is hiervan een goed voorbeeld. Een vaste rekenrente negeert het risico dat rendement van jaar op jaar fluctueert. Risico is niet zozeer ‘kans’, maar juist ‘impact’. Het risico dat de wettelijk gedefinieerde pensioendoelstelling anno 2014 niet kan worden bereikt: een pensioen ter grootte van 70% van het *laatstverdiende* salaris na 37 jaar deelname. In het staffelbesluit zijn pensioenstaffels gepubliceerd op basis van deze 4% rekenrentefictie en, onder voor-

waarden, 3% rekenrente.³ Daarbij moeten toekomstige inflatiecorrecties worden gefinancierd uit het overrendement. Hoe die verschillende staffels uitpakken op het pensioenresultaat van deelnemers, hangt af van het specifieke risicoprofiel van de life cycle zoals figuur 1 laat zien.

Figuur 1 laat de effectieve ambitie zien van een premiepensioenregeling op basis van een ex ante scenarioanalyse, met als uitgangspunt een volledige nettostaffel. Op de y-as het verwachte opbouwpercentage voor het middelloonpensioen,⁴ op de x-as het opbouwpercentage dat naar verwachting resteert bij tegenvalende beleggingen.⁵ Uit de figuur blijkt dat de premiestaffels te beperkt zijn. Naar verwachting leveren life cycles (veel) minder pensioen op dan de ambitie op basis waarvan staffels zijn opgesteld.⁶ Dit geldt zeker voor de 4% staffels. Die negeren immers het risicoprofiel van de life cycle of, anders gezegd, veronderstellen een risicoloos nettogarantierendement. Deze rendementen zijn hooguit (irrealistische) scenario's in een oneindige reeks van mogelijke beleggingsresultaten. En de realiteit is tevens dat iedere aanbieder zijn eigen prudentiedefinitie hanteert.

De 3% staffels leveren naar verwachting een veel hoger pensioen op en zijn beter in staat om neerwaarts risico op te vangen. Dat is logisch, want meer premie levert meer pensioen op. Of meer premie vermindert de noodzaak tot risico om toch dezelfde pensioenverwachting te realiseren. Hierdoor kan een andere aanbieder of een andere life cycle van dezelfde aanbieder passend(er) zijn.

De spreiding in de resultaten is verschillend. Die hebben we uitgedrukt in een gemiddelde haalbaarheidskans, die wordt gevisualiseerd door de grootte van de bol. Hoe groter de bol, des te groter de kans dat de life cycle in de gehanteerde fiscale staffel erin slaagt om een geïndexeerde middelloonregeling van 1,75% per jaar te verslaan: de risicoloze benchmark.

Haalbaarheidskans en toetredingsleeftijd

In figuur 2 hebben we dezelfde haalbaarheidskans afgezet tegen de toetredingsleeftijd tot de premiepensioenregeling en daarmee de life cycle. De haalbaarheidskans neemt af naarmate de deelnemer op latere leeftijd gaat deelnemen aan de pensioenregeling. Het glijpad van iedere life cycle kent een dalend verloop. Bij hogere leeftijden neemt het aandeel vastrentende beleggingen in de life cycle toe. Hiermee bouwt de life cycle het beleggingsrisico af, maar verhoogt het de rente-exposure. Omdat ook de inkoop van pensioen afhankelijk is van de rentestand, is het cruciaal dat bij het aangaan van rente-exposure aan de beleggingskant rekening wordt gehouden met de invloed van de rente op de inkoop van pensioen. Deze wijze van inkooptariefgericht beleggen is, min of meer, voorgeschreven door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). En die vult met dit voorschrift een deel van de prudente beleggingseis in.

Deze conclusie leidt echter direct tot de constatering dat de fiscale staffels ongelijk uitpakken. De kans op een gelijk pensioen neemt af naarmate de toetre-

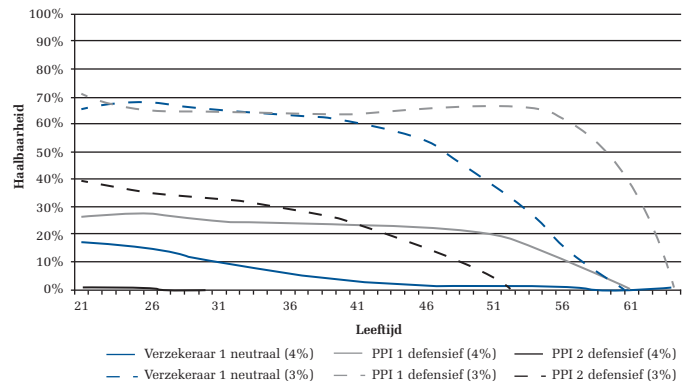
dingsleeftijd stijgt. Interessant in dit verband is de ophef rond een recente uitspraak van het Europese Hof van Justitie. Het Hof was van mening dat leeftijdscriteria in actuariële berekeningen geen zelfstandige uitzonderingsgrond zijn op het verbod op leeftijds onderscheid, maar uitsluitend dienend zijn aan de twee wel toegestane uitzonderingsgronden, namelijk de vaste toetredingsleeftijd tot een pensioenregeling of de vaste pensioenleeftijd. Willekeurige staffels zijn hiermee dus uitgesloten, want niet objectief gerechtvaardigd.

Premiestaffels zouden derhalve veel meer maatwerk moeten zijn en zijn afgestemd op het feitelijke risicoprofiel en verloop van het glijpad. Logisch, gelet op de constatering dat het beleggingsresultaat en het daarmee samenhangende risico bepalend zijn voor het pensioenresultaat. Wij pleiten daarom voor het loslaten van een aantal dogma's in onze (fiscale) pensioenwetgeving, waarmee ruimte wordt geboden om 'risico' versterkend te laten zijn in de prudentie-eis. Namelijk door het mogelijk te maken om de beleggingshorizon te verlengen. Immers, het glijpad van een life cycle eindigt op de pensioendatum in een vrije val als het gedwongen liquidatiemoment wordt bereikt. Veel beter is het om dit liquidatiemoment uit te stellen waardoor er, in aanvang, meer risico kan worden genomen en dit risico later wordt afgebouwd. De toepassing van de dynamische pensioenrichtleeftijd in de Wet LB vanaf 2014 en de mogelijkheid tot uitstel van de pensioenleeftijd tot vijf jaar na de ingangleeftijd van de AOW kunnen de kapstok zijn.

■ PERFORMANCETOETS

Vooruit kijken aan de hand van objectieve projecties geeft veel inzicht in productverschillen en de impact van de prudentiekeuzes op de pensioenverwachting. De prudentietoets doet dit bijvoorbeeld door op basis van rendementen, risico's en correlaties zoals die door de AFM en de VBA Beroepsvereniging van Beleggingsdeskundigen zijn besproken, te bepalen welke verwachtingen men kan hebben over de hoogte van het pensioen op de pensioendatum en de risico's die met het product gepaard gaan. Ook houdt de toets rekening met het inkooprisico door fluctuerende rentes. Maar dit geeft geen garantie dat de verwachting ook wordt gerealiseerd. Dit groeipad naar pensioen langs het glijpad van de life cycle moet continu worden bewaakt, niet alleen nadat een productaanbieder is geselecteerd, maar ook al bij de selectie. Wat zijn de criteria die handvatten geven bij het beoordelen van de aanbieder als kwalitatief goede belegger binnen de prudente beleggingsregel en hoe kan men bepalen of de inrichting van de verschillende beleggingscomponenten op een adequate manier gebeurt? Voor antwoorden op deze vragen is, in aanvulling op de prudentietoets, de performancetoets ontwikkeld. We laten eerst in een voorbeeld zien waarom een performancemeting een goede aanvulling is op ex ante analyses. Zulke analyses gaan uit van het te verwachten rendement voor verschillende beleggingscategorieën op basis van objectieve criteria. Echter, het ren-

Figuur 2. Haalbaarheidskans en toetredingsleeftijd



dement dat uiteindelijk wordt behaald, hangt sterk af van onder andere de manier waarop de belegging in aandelen van ontwikkelde landen wordt ingevuld. Laten we eens twee aanbieders van premiepensioenproducten vergelijken. Beide beleggen in de risicoklasse ontwikkelde landen, maar de strategische invulling verschilt.

	aanbieder A	aanbieder B
benchmark	MSCI World index	EURO STOXX 50®
rendement 5 jaar	11,8% op jaarbasis	7,1% op jaarbasis
risico (volatiliteit)	12,6%	19,5%

De wereldwijd gespreide belegging leverde een hoger rendement op dan de regionaal beleggende aanbieder bij een lager risico. We zien dat de concrete invulling wel degelijk van belang is. Het is dan ook goed om ook een meer kwalitatieve beoordeling te hanteren die bijvoorbeeld het aspect van regionale spreiding binnen een beleggingscategorie meeneemt. Verdiepen we de prudentieregel naar de (kwalitatieve) invulling van de beleggingen in het product, dan betekent het dat deze beleggingen:

- een gedegen beleggingsbeleid hebben;
- onnodige risico's uitsluiten;
- kansen op rendement zoeken;
- fatsoenlijke kosten hebben; en
- transparant zijn qua restricties, risico, rendement en kosten.

Vertalen we dit naar een integrale analyse, dan ligt de focus op vijf criteria: beleggingsbeleid, (voor risico

- 3 Staffelbesluit van 12 februari 2013, BLBK2013/43M. In bijlage 1 staan de 4%-staffels, in bijlage IV de 3%-staffels.
- 4 Resultaten zijn berekend aan de hand van de prudentietoets.
- 5 Dit is het gemiddelde risico van de 20% slechtste scenario's, ook wel cVaR20% genoemd.
- 6 Ambitie van de staffels volgens het staffelbesluit is een pensioen ter grootte van 2,15% per gewerkt jaar over het gemiddeld genoten salaris.

gecorrigeerd) rendement, kosten, duurzaamheid en rapportages. Hieronder geven we voor de vijf criteria enkele voorbeelden van aspecten die volgens ons moeten worden meegenomen bij de beoordeling of een beleggingsproduct prudent is.

Beleggingsbeleid

Er dient sprake te zijn van een goede spreiding binnen de verschillende categorieën naar regio, sector, maar ook naar deelcategorieën. Een goed aandelenbeleid alloceert bijvoorbeeld naar ontwikkelde markten, maar belegt ook een deel in opkomende markten omdat dit voor spreiding en extra rendementskansen zorgt. Ook wordt er binnen de ontwikkelde markten goed gespreid over regio's, bij voorkeur wereldwijd, en over sectoren.

Er dient sprake te zijn van een goede spreiding binnen de verschillende categorieën naar regio, sector, maar ook naar deelcategorieën

Bij vastrentende waarden worden vergelijkbare criteria gehanteerd. Hoewel minder in het oog springend dan bij aandelen, zijn juist de vastrentende beleggingen zeer belangrijk in een pensioenbelegging. Een pensioen is niets anders dan een levenslange annuïteit op basis van een vaste rente. Een goede vastrentende belegging dempt schommelingen. Maar niet te veel, want dan gaat het ten koste van het potentieel rendement. Traditioneel kiezen veel aanbieders voor hoogwaardige staatsobligaties, maar ook voor deze categorie geldt dat de prudentie toeneemt naarmate er meer landenspreiding is. Hierin treffen we grote verschillen aan. Een deel van de aanbieders kiest voor een beperkte spreiding waarbij verhoudingsgewijs veel in slechts enkele landen wordt belegd. Zo zijn er aanbieders die vlak voor de pensioendatum meer dan 50% van de portefeuille beleggen in de zes meest veilige eurolanden. Als het vertrouwen van de financiële markten in een land plotseling sterk afneemt, kan dat vlak voor de pensioendatum tot een daling van enkele procenten van de pensioenwaarde leiden. Dit past ons inziens niet goed in een prudente pensioenbelegging.

Een ander belangrijk aspect is de vraag of de aanbieder alleen eigen producten selecteert of een open architectuur hanteert. Een open architectuur geeft de aanbieder de mogelijkheid om, wanneer een eigen fonds minder geschikt of niet voorhanden zou zijn, de belegging in deze categorie onder te brengen bij de beste specialisten op dit gebied. Daarnaast wordt onder andere gekeken naar zaken als valutabeleid, en de vraag of wordt belegd in goed verhandelbare of juist in minder liquide instrumenten.⁷

Rendementsvergelijking

In de ex ante analyse van het verwachte pensioenresultaat wordt gewerkt met veronderstelde, objectief vastgestelde rendementen, gebaseerd op empirisch onderzoek over zeer lange perioden. De feitelijke rendementen over bepaalde perioden kunnen hier positief of negatief van afwijken. Om dit te objectiveren kiezen asset managers vaak een eigen benchmark bij een beleggingscategorie. Een vergelijking van het rendement van deze benchmark met de door de toezichhouder gehanteerde benchmark geeft inzicht in de effectiviteit van de invulling van de beleggingscategorie en sluit aan bij de ex ante scenarioanalyse. Een vergelijking van het gerealiseerde rendement van het onderliggende fonds met de door dat fonds gekozen benchmark laat zien in hoeverre een aanbieder in staat is om waarde toe te voegen: voegt zijn actieve beleid waarde toe doordat hij bijvoorbeeld de juiste aandelen selecteert of leidt dit beleid juist tot een lager rendement? Door gerealiseerde rendementen af te zetten tegen benchmarks en door te kijken of het gerealiseerde rendement in verhouding staat tot het gelopen risico, kan een uitspraak worden gedaan over de beleggingskwaliteit van het premiepensioenproduct.

Kosten

Traditioneel focussen adviseurs zich op de kosten die we gemakshalve onder de Total Expense Ratio (TER) kunnen schuiven. En terecht, want deze spelen een grote rol bij het effectieve rendement. In veel beleggingsproducten zitten echter nog andere componenten die direct invloed op het rendement hebben en als een vorm van kosten kunnen worden beschouwd. We geven hier twee voorbeelden.

Het eerste betreft de terugvordering van dividendbelasting. In Nederland gevestigde aandelenbeleggingsfondsen kunnen, door de uitstekende belastingverdragen die Nederland heeft, in het buitenland betaalde dividendbelasting vaak terugvorderen. Bij in Luxemburg gevestigde beleggingsfondsen is dat veel minder het geval. Op een veertigjarige pensioenbelegging kan dit verschil oplopen tot een meer dan 2% lager pensioen.

Een tweede voorbeeld is *securities lending*. Fondsbeheerders proberen extra rendement te realiseren door het tegen een huurvergoeding aan andere beleggers uitlenen van stukken die het fonds in bezit heeft. In onze ogen wordt het belang van de pensioendeelnemer het best gediend als het grootste deel van die huurvergoeding terug komt in de vorm van rendement. Immers, met het uitlenen van stukken loopt het fonds, en daarmee de deelnemer, risico. Tegenover dat risico hoort een adequate vergoeding te staan. Een te lage vergoeding kan voorkomen doordat de fondsbeheerder zelf een deel van de opbrengsten voor zich opeist in de vorm van een vergoeding.

Duurzaamheid

Een duurzaam beleggingsbeleid wordt door steeds meer bedrijven en deelnemers belangrijk gevonden.

Duurzaamheid is op verschillende manieren te implementeren. In de eerste plaats kunnen fondsbeheerders de principes voor een correct beleggingsbeleid van de Verenigde Naties ondertekenen.⁸ Daarnaast kunnen ze duurzaamheid op twee manieren implementeren: door 'slechts' een uitsluitingsbeleid te hanteren óf door duurzaam beleggen echt te integreren in de beleggingsbeslissing. Transparantie helpt zowel deelnemer als werkgever in de afweging van duurzaamheid in de productselectie.

Rapportages

De kwaliteit van een beleggingsproduct heeft ook te maken met de mate van transparantie die de aanbieder biedt. De rapportages dienen minimaal de volgende informatie te bevatten over de life cycle en de onderliggende fondsen:

- informatie over de (beleggingen in de) life cycle;
- duidelijke uitleg van het gevoerde beleggingsbeleid inclusief restricties;
- volledig overzicht van het type beleggingen met de relevante inzichten per type asset class;
- rendementen, bij voorkeur ook ten opzichte van de gebruikte benchmark;
- risico-informatie, zoals volatiliteit en liquiditeit (indien relevant);
- beschrijving van zowel de verantwoordelijke asset manager (bedrijf) als portfolio manager (persoon).

Op deze manier legt de aanbieder op een open en transparante manier verantwoording af over zijn prestaties en hebben de deelnemer en de werkgever instrumenten om het premiepensioenproduct en de aanbieder inhoudelijk te beoordelen.

In onze ogen moeten pensioenproducten op een systematische manier met elkaar worden vergeleken op basis van vooraf bepaalde objectieve, kwantitatieve en kwalitatieve criteria. Dit sluit ook goed aan bij de mening van de AFM zoals verwoord in haar wetgevingsbrief aan staatssecretaris Klijnsma.⁹ De AFM zegt hierin dat de markt zou moeten streven naar een (vergelijkend) instrument waarmee voor werknemers inzichtelijk wordt gemaakt wat de kwaliteit is van pensioenregelingen. De performancetoets voorziet hierin.

■ TEN SLOTTE

Door de toename van het aantal aanbieders van premiepensioenregelingen en buitenlandse partijen die een entree op deze markt overwegen, wordt er zwaar ingezet op de premiepensioenregeling als alternatief voor onbetaalbaar geachte uitkeringsovereenkomsten. De uitdaging waar deze partijen voor staan, is het geven van inzicht in de invloed van risico op het pensioenresultaat van de deelnemers. In de kern gaat dit over het transparant maken van de wijze waarop de productaanbieder invulling geeft aan de prudente beleggingseis. Dit kleurt de aanbieder en moet de werkgever en de werknemer het comfort geven dat hun pensioengeld bij deze aanbieder in goede handen is. Draagvlak voor verandering bij deelnemers in het ac-

Pensioenproducten moeten op een systematische manier met elkaar worden vergeleken op basis van vooraf bepaalde objectieve, kwantitatieve en kwalitatieve criteria

cepteren van risico wordt vergroot door een reële kans dat er een adequaat rendement wordt gerealiseerd. Het is ons inziens onvermijdelijk dat de individuele risicobereidheid van de deelnemer uiteindelijk leidend moet zijn voor de productselectie door de werkgever. Hij loopt hier immers het risico, niet de werkgever.

Aan de naamgeving van life cycles moet bij het afwegen of het aanbevolen complexe pensioenproduct passend is, niet te veel waarde worden gehecht. Namen worden immers verzonnen door de marketingafdeling en geven hooguit het relatieve risicoprofiel van de verschillende life cycles binnen het eigen product weer.

Hoewel de Wet op het financieel toezicht in essentie gaat over de wijze waarop het productadvies tot stand komt, wordt er in opleidingen vooral gefocust op kennis ten aanzien van de totstandkoming van de pensioenovereenkomst. Pensioenproducten zijn beleggingsproducten, het gaat erom welke partij feitelijk het risico draagt. De adviseursrol eindigt niet nadat een pensioenproduct is geadviseerd. Naar onze mening krijgt de adviseur bij premieovereenkomsten een actieve beheersrol, die aanbieders uitnodigt tot het afleggen van periodieke verantwoording en dit deelt met werkgever en werknemers. ●

7 Beleggen in minder liquide instrumenten zorgt ervoor dat een aanbieder minder speelruimte heeft om wijzigingen in het beleggingsbeleid aan te brengen als er een probleem is met deze beperkt verhandelbare instrumenten.

8 United Nations Principles for Responsible Investing.

9 Wetgevingsbrief AFM die op 4 maart 2013 is verstuurd naar staatssecretaris Klijnsma.