

Risicobeperkende Lifecycle: Beheersing van Neerwaarts risico

Kin Lee, Jan Oudenaarden en Michel Wetser

INLEIDING

Het jaar 2023 markeert een belangrijk keerpunt in het Nederlandse pensioenlandschap met de goedkeuring van de Wet toekomst pensioenen door de Eerste Kamer. Dit jaar is het aan de sociale partners om invulling te geven aan de nieuwe pensioenregelingen. Vanaf 1 januari 2025 zullen pensioenuitvoerders deze afspraken concretiseren in veranderingen in het beleggingsbeleid.

In het vernieuwde pensioenstelsel staat het concept van lifecycle centraal. Hierbij wordt de nadruk gelegd op het individuele pensioenvermogen, waarbij de risicohouding van deelnemers de verdeling van rendementen bepaalt. De rendementen worden toegewezen aan zowel het beschermingsrendement als het overrendement. De dynamiek van de lifecycle komt tot uiting in de hoogte van de renteafdekking en de allocatie naar de returnportefeuille. Zo zal een oudere deelnemer bijvoorbeeld een hogere renteafdekking krijgen en een lagere allocatie naar de returnportefeuille hebben. De risicohouding van de deelnemers speelt een sleutelrol, en de meting daarvan wordt uitgevoerd door een risicopreferentie-onderzoek, zoals beschreven in de Leidraad van de AFM.

De risicohouding vormt een uitgangspunt van de lifecycle, naast premiebeleid en nagestreefde ambitie. Het heeft betrekking op de solidaire premieregeling van het nieuwe pensioenstelsel (NPS). Een deelnemer aan het begin van zijn loopbaan kan relatief meer beleggingsrisico nemen, vanwege het hoge vermogen op toekomstige arbeid, dan op latere leeftijd. Naarmate zijn loopbaan vordert, neemt de contante waarde van het toekomstig arbeidsinkomen af, en wordt het beleggingsrisico van het opgebouwde pensioenvermogen afgeschaald. Naarmate de leeftijd van de deelnemer stijgt, verandert het rendement en risicoprofiel van het individueel pensioenvermogen, wat in de praktijk leidt tot aanpassingen in de verdeling tussen beschermings- en overrendement oftewel allocatie tussen de beschermings- en rendementsportefeuille.

In dit artikel willen we een stap verder gaan door de theoretische toepassingen van “loss aversion” uit de gedragseconomie (Kahneman, ea) te introduceren op de lifecycle. Deze theorie toont dat deelnemers pensioenkortingen als zeer negatief ervaren, terwijl pensioenverhogingen in mindere mate als positief worden ervaren. Het negatieve gevoel kan relatief groot zijn bij de groep die bijna met pensioen gaat, aangezien zij het

Jan Oudenaarden (l)
Senior investment
strategist bij MN

Michel Wetser RBA (m)
Principal fiduciair
adviseur bij MN

Kin Lee CFA (r)
Principal investment
Strategist bij MN



risico lopen op kortingen net voor hun pensioengerechtigde leeftijd. In tegenstelling hiermee kunnen gepensioneerden mogelijk wel aanspraak maken op compensatie uit de solidariteitsreserve, waardoor zij niet of in mindere mate gekort hoeven te worden. Met slechts een paar jaar aan premiebetalingen te gaan en een geringe allocatie naar het overrendement, is het herstelvermogen van de bijna gepensioneerden beperkt.

Om in de toekomst een dergelijke situatie voor bijna gepensioneerden te verzachten, kan het neerwaarts risico vroegtijdig worden verminderd door het afbouwen van beleggingsrisico na jaren waarin hoge rendementen op de financiële markten zijn behaald of door recente premiebetalingen meer te alloceren naar het beschermingsrendement. Vertaald naar een beleggingsportefeuille wordt het neerwaarts risico dan verminderd door het opgeven van het opwaarts risicopotentieel. Dit wordt bereikt door risicobeperkende toewijzingsregels van rendement, vergelijkbaar met Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), toe te passen op de lifecycle beleggingsportefeuille. Hoewel dit het risico op kortingen voor de bijna-gepensioneerden niet volledig voorkomt, beperkt het wel het neerwaartse risico, waardoor de kortingen in vergelijking met een traditionele lifecycle relatief beperkt kunnen zijn.

VERMINDERING NEERWAARTS RISICO DOOR OPGEVEN OPWAARTS POTENTIEEL

In dit artikel geven we antwoord op de vraag of een risicobeperkende lifecycle ten opzichte van een traditionele lifecycle voldoende waarde toevoegt. In onze aanpak wordt het risicoprofiel van een deelnemer niet alleen op basis van leeftijd afgebouwd, maar is de risico-afbouw ook afhankelijk van de ontwikkeling van het vermogen om het verwachte pensioenresultaat op pensioenleeftijd (deels) vroegtijdig te beschermen. Deze strategie kan toegepast worden in het nieuwe pensioenstelsel, omdat de verandering in de toedelingsregels vooraf vastgelegd kunnen worden. Dit artikel begint met de kadering van het model. Vervolgens wordt de werking van de risicobeperkende lifecycle geïllustreerd voor twee groepen deelnemers. We sluiten af met conclusies die uit het model gemaakt kunnen worden.

KADERING VAN HET MODEL

Het model richt zich specifiek op de opbouwfase van een deelnemer, waarbij het vermogen wordt gevormd door de premie-inleg en het rendement tot aan de pensioengerechtigde leeftijd. De risicobeperkende lifecycle kan ook worden toegepast op de uitkeringsfase, waarin het vermogen nog steeds wordt belegd. Maar naar onze mening is de toegevoegde waarde van een risicobeperkende lifecycle voor gepensioneerden minder evident dan voor actieve deelnemers. Dit komt allereerst doordat de lifecycle doorgaans defensief is opgezet voor gepensioneerden,

met een hoge allocatie naar het beschermingsrendement en een lage allocatie naar het overrendement. Dit heeft als doel om de uitkeringen in hoge mate stabiel te houden. Op de tweede plaats kan de solidariteitsreserve worden ingezet om het neerwaartse risico van een daling van de pensioenuitkering volledig of gedeeltelijk te compenseren. Tot slot zien we dat pensioenfondsen een voorkeur ontwikkelen voor het toepassen van een collectieve uitkeringsfase in het nieuwe stelsel. Dit vertoont gelijkenissen met het huidige Financieel Toetsingskader (FTK). Dit betekent dat de uitkeringen voor alle gepensioneerden met hetzelfde percentage aangepast worden in plaats van differentiatie in de uitkeringen tussen gepensioneerden aan te brengen. Daarom richten we ons op de opbouwfase en aan de hand van twee actieve leeftijdsgroepen, te weten een starter aan het begin van zijn loopbaan (25 jaar) en een deelnemer met ruime werkervaring halverwege zijn loopbaan (45 jaar), wordt geïllustreerd hoe bescherming tegen neerwaarts risico geboden kan worden.

Aan de basis van ons risicobeperkende lifecycle-model staat de Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) theorie (Black, 1992). Dit is een beleggingsstrategie die portefeuilles beschermt tegen verlies en tegelijkertijd tracht enig groeipotentieel te behouden. Deze strategie kan vergeleken worden met een portefeuille die tegen neerwaarts risico is beschermd door een protectieve put-call strategie. De aankoop van een put-optie wordt (deels) gefinancierd met het schrijven van een call-optie. De CPPI-strategie benadert de put-call strategie door het beleggingsbeleid dynamisch in te vullen door geregeld de allocatie naar de bescherming- en rendementsportefeuille te veranderen. De allocatie naar de beschermingsportefeuille is afhankelijk van de hoogte van het beschermingsniveau. Een directe toepassing van de CPPI-strategie is echter niet rationeel, omdat deze strategie niet gericht is op de bescherming van het vermogen op een specifiek moment, maar eerder op het te verwachten pensioenresultaat tijdens de uitkeringsfase.

Het pensioenresultaat is gekwantificeerd aan de hand van de vervangingsratio op de pensioengerechtigde leeftijd. Deze ratio vergelijkt de pensioenuitkering met het geïndexeerde middelloon en is afhankelijk van factoren zoals het vermogen op de pensioengerechtigde leeftijd, het actuariael tarief, en het geïndexeerde middelloon. Hierna laten we zien hoe een een toedelingsregel vooraf en objectief vastgesteld kan worden om het neerwaarts risico te beperken.

BESCHRIJVING VAN HET MODEL: VASTSTELLING TOEDELINGSREGEL BESCHERMINGSRENDEMENT EN OVERRENDEMENT

De verwachte vervangingsratio op pensioenleeftijd T , aangeduid als P_T is afhankelijk van de beschikbare informatie op tijdstip t en wordt gemodelleerd als de verhouding van het verwachte vermogen (v_T) tot de verwachte kostprijs van een levenslang pensioenuitkering op T (k_T). Deze verhouding, die de hoogte van de levenslange pensioenuitkering weergeeft, wordt vervolgens gedeeld door de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag (φ_T). De conditioneel verwachte vervangingsratio op pensioen-

leeftijd T , beschouwd vanuit tijdstip t , waarbij t kleiner of gelijk aan T is, luidt als volgt:

$$\mathbb{E}_Q(P_T | I_T) = \frac{(v_T/k_T)}{\varphi_T}$$

Het verwachte vermogen op tijdstip T , v_T , is conditioneel aan huidige vermogen V en gegevens I op tijdstip t (I_t):

$$v_T = \mathbb{E}_Q(V_T | I_t)$$

De ontwikkeling van het verwachte vermogen op tijdstip t (V_t) naar pensioenleeftijd T wordt bepaald door het beschermingsrendement m_t en premie-inleg π_t zoals geformuleerd in de vergelijking:

$$v_{t+1} = (v_t + \pi_t) \times (1 + m_t)$$

Het beschermingsrendement m_t is inclusief de overlevingsbonus en betreft de theoretische variant.

Het uitgangspunt is de ontwikkeling van het belegd vermogen volgens het beschermingsrendement. We zijn geïnteresseerd in hoeverre een gedefinieerde vervangingsratio kan worden beschermd. Het beschermingsrendement, aangeduid als m_t , wordt afgeleid uit de ontwikkeling van de forward curves, die voortkomen uit de rentecurve op tijdstip t . Voor de eenvoud nemen we aan dat de premie inleg π_t in ons model een vast percentage (z) van de pensioengrondslag g_t : $\pi_t = z \times g_t$ is. Als alternatief kan de premie-inleg worden gedefinieerd als een functie van het renteniveau.

De pensioengrondslag g_t is een functie van salaris, s_t en franchise, f_t :

$$g_t = s_t - f_t$$

De ontwikkeling van het salaris s_t is afhankelijk van zowel de salarisgroei en inflatie, waarbij er tevens een maximum is voor het pensioengevend salaris. Voor de eenvoud, veronderstellen we dat de salarisontwikkeling alleen wordt beïnvloed door inflatie, hetzelfde geldt voor de ontwikkeling van de franchise f_t . De verwachte inflatie tot aan T wordt conform forwards afgeleid uit de inflatiecurve op tijdstip t . De gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag φ_t op pensioenleeftijd T is gelijk aan:

$$\varphi_T = \frac{\sum_{i=T} g_{i-1} \times i_{i-1} + g_i}{a}$$

waarbij i en a respectievelijk de verwachte inflatie en aantal dienstjaren betreffen. In ons model veronderstellen we een arbeidsperiode van 43 jaar, waarin een deelnemer fulltime werkt van 25 jaar tot 68 jaar. Tot slot wordt de kostprijs van één euro levenslang pensioen op pensioenleeftijd T als volgt berekend:

$$k_T = \sum_{i=T}^n \frac{Q_i}{(1 + r_{i,T})^{i-T}}$$

waarbij Q en r respectievelijk de verwachte overlevingskansen en de rentecurve op pensioenleeftijd T betreffen.

De risicobeperkende lifecycle betreft een aanvullende toedelingsregel boven op een lifecycle. De basis wordt gevormd door de life cycle die allocceert naar het beschermingsrendement (x_t) en geeft blootstelling aan het overrendement (y_t) op basis van vooraf bepaalde toewijzingsregels. De verdeling van het rendement volgt initieel de toewijzingsregels van de life cycle (allocatie x_t en y_t). De risicobeperkende lifecycle is een aanvullende toewijzingsregel die de initiële toedelingsregel overschrijft wanneer aan een bepaalde conditie wordt voldaan. Wanneer als gevolg van een hoog overrendement de verwachte vervangingsratio op pensioenleeftijd ($\mathbb{E}_Q(P_T | I_T)$) op tijdstip t een vooraf vastgestelde beschermingswaarde (F) overschrijft, wijzigen de toedelingsregels. De nieuwe allocatie naar het beschermingsrendement (x'_t) wordt $F/\mathbb{E}_Q(P_T | I_T)$, terwijl de allocatie naar het overrendement (y'_t) wordt aangepast naar $1 - x'_t$. Deze wijziging van de toewijzingsregel is bedoeld om te reageren op veranderingen in de verwachte vervangingsratio en zorgen voor een risicobeperkende en flexibele benadering van vermogensallocatie in de opbouwfase van het pensioenvermogen. Het doel is het verkleinen van de kans dat de verwachte vervangingsratio onder een waarde F daalt.

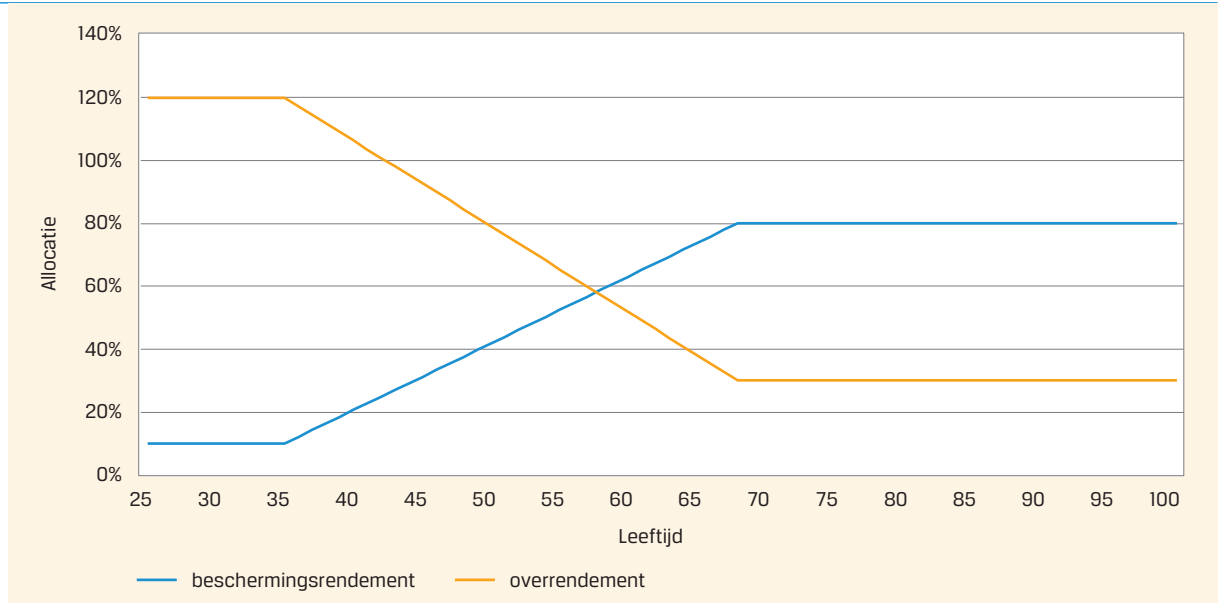
In ons model kan de waarde F niet worden gegarandeerd, mede vanwege de keuze voor de maatstaf van het pensioenresultaat en de aanname met betrekking tot de premie-inleg. De maatstaf vervangingsratio drukt de pensioenuitkeringen uit ten opzichte van de gemiddelde geïndexeerde pensioengrondslag. In het model wordt het inflatierisico niet afgedekt, mede omdat er geen eenvoudige instrumenten beschikbaar zijn om de gemiddelde gerealiseerde inflatie over een bepaalde periode af te dekken. Verder veronderstellen we dat de premie-inleg een vast percentage is en ongevoelig is voor renteveranderingen. Deze aanname leidt tot een disbalans van het renterisico tussen de premies en het actuair tarief.

Om toepassing van de bovenstaande toewijzingsregel te illustreren worden gegevens gebruikt uit de P-scenariosets van DNB, namelijk de CP2022 P-scenarioset 20K 2023Q4, en de laatste gepubliceerde AG prognosetafels. De initiële lifecycle veronderstelt het opheffen van de leenrestrictie en is ontworpen als een traditionele lifecycle. Figuur 1 geeft een traditionele lifecycle weer, waarbij de jongste leeftijdsgroep 20% “leent” om meer te kunnen alloceren naar de returnportefeuille.

ILLUSTRATIE VAN DE RISICOBEPERKENDE LIFECYCLE: ADDITIONELE TOEWIJZINGSREGEL

Voor een 25-jarige deelnemer illustreren we hoe het neerwaartse risico beperkt kan worden door toepassing van de risicobeperkende lifecycle. Figuur 2 toont de spreiding van de vervangingsratio voor een 25-jarige op pensioenleeftijd wanneer de traditionele lifecycle van figuur 1 wordt gebruikt. De gemiddelde vervangingsratio bedraagt 173.6% ende mediaan 141.7%. De onzekerheid rondom de gemiddelde kan weergegeven worden door het 5% en 95% percentiel die respectievelijk 53.0%

Figuur 1
Traditionele lifecycle



en 395.5% bedragen. Opgemerkt wordt dat deze resultaten mogelijkster onwerkkelijk kunnen overkomen. Dit komt door de rendementsaannames in de DNB scenario-set die wellicht te rooskleurig zijn. In PensioenPro hebben Koopmans en Joseph gewezen op de gevaren van de positieve rendementsaannames (van Alfen, 2023). Verdere behandeling van de rendementsaannames in de rekenmodellen van de DNB-scenario's is buiten scope van dit artikel. We gebruiken de DNB-scenario's zodat de resultaten repliceerbaar zijn.

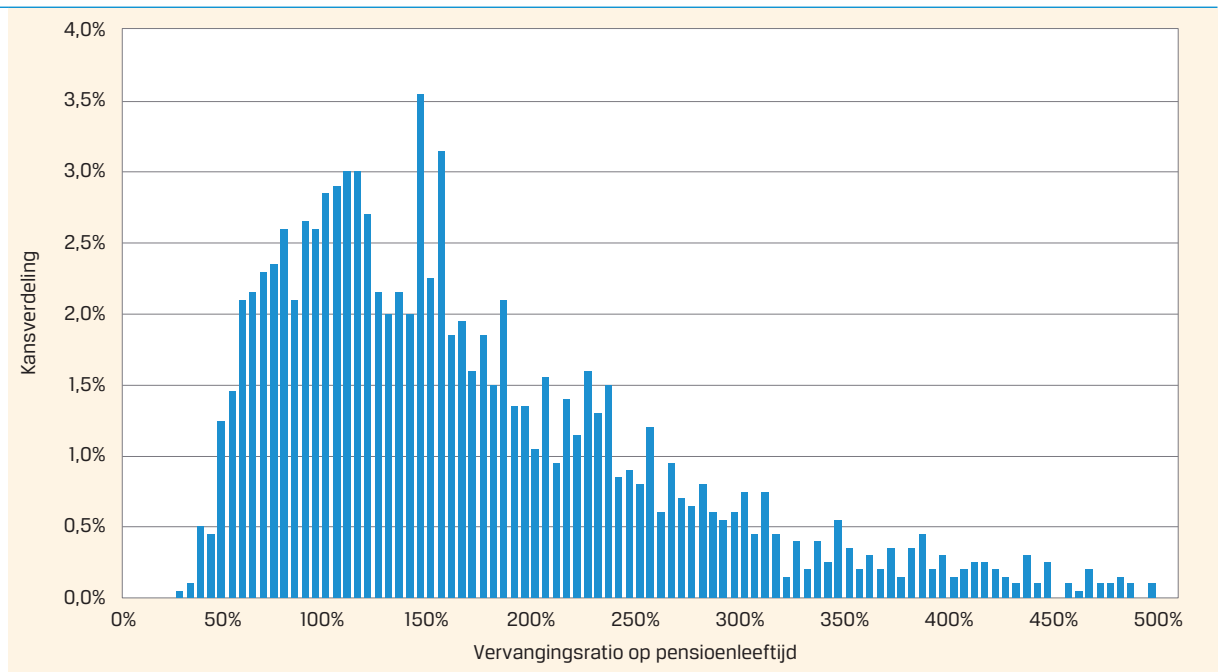
Vergelijkbaar met de door DNB vastgestelde risicomaatstaf kan het neerwaarts risico worden uitgedrukt als de verhouding tussen het 5^{de} percentiel en de mediaan van de vervangingsratio. Deze verhouding geeft weer wat de vervangingsratio in een 'worst case' scenario (5% kans) zou kunnen zijn als een percentage van de mediaan. Wanneer het 'wost case' scenario dichterbij de mediaan ligt, dan is het neerwaartse risico minder groot.

Hierbij geldt dus: hoe hoger de ratio des te minder risico wordt gelopen door het beleggingsbeleid. Voor de 25-jarige bedraagt het neerwaartse risico 30.5%.

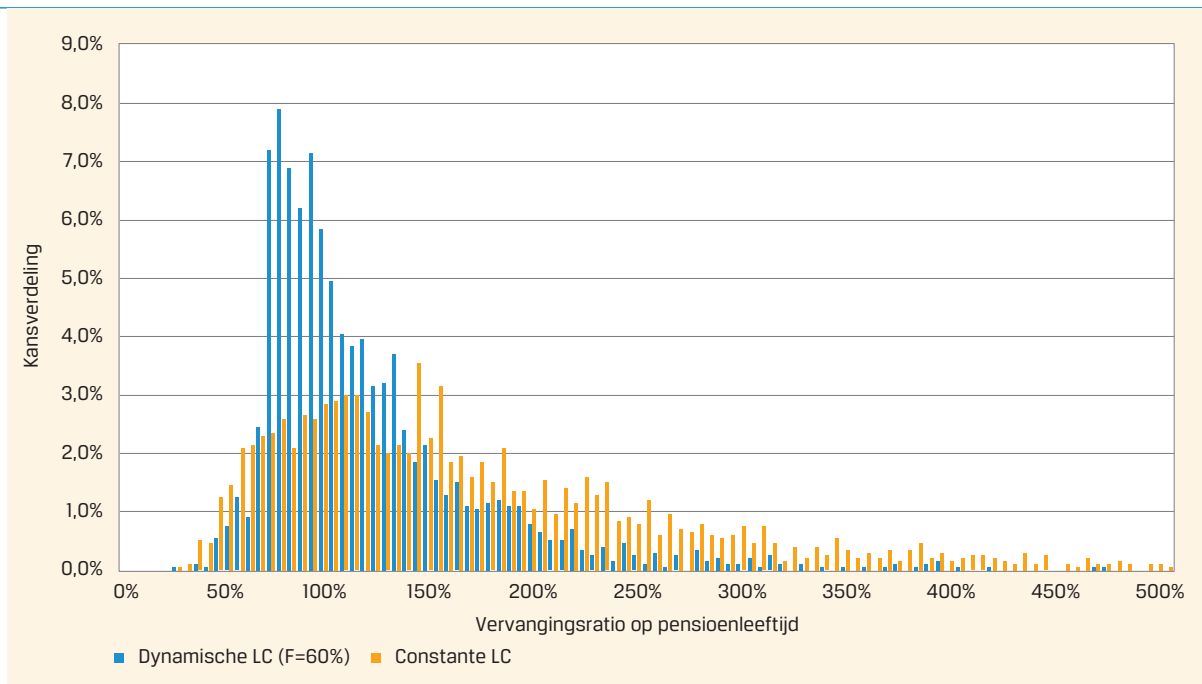
Opvallend is de aanzienlijke spreiding en daardoor de onzekerheid van de vervangingsratio op pensioenleeftijd. Niet alleen kan het pensioenresultaat later onaangenaam tegenvallen, maar het kan ook onwerkkelijk hoog uitpakken. Volgens de gedragstheorie weegt verlies zwaarder dan winst, waardoor deelnemers vaak bereid zijn om het neerwaarts risico te beperken ten koste van het opwaartse potentieel. Bovendien wordt doorgaans gestreeft naar een vervangingsratio tussen 70% tot 80% als ambitie. Dit komt overeen met een levenslange uitkering tussen 70% en 80% over het gemiddeld geïndexeerde middelloon.

Het neerwaartse risico kan beperkt worden door af te wijken van de vooraf vastgestelde lifecycle. Risicoafbouw is dan niet alleen

Figuur 2
Spreiding vervangingsratio op pensioenleeftijd voor een 25-jarige



Figuur 3
Spreiding vervangingsratio op pensioenleeftijd traditionele versus risicobeperkende lifecycle, 25-jarige



een functie van leeftijd, maar ook van het opgebouwd vermogen en verwachte premies op enig moment. Voor de 25-jarige hanteren we een beschermingswaarde F van 60%. Dit betekent dat wanneer op enig moment de verwachte vervangingsratio een beschermingswaarde van 60% of hoger ($\mathbb{E}_Q(P_T | I_T) \geq 60\%$) heeft bereikt, het op dat moment opgebouwd vermogen volledig of gedeeltelijk beschermd wordt door een allocatie naar het beschermingsrendement ($F / (\mathbb{E}_Q(P_T | I_T))$). Figuur 3 toont de kansverdeling van de rendementen die voortkomen uit de risicobeperkende lifecycle.

Duidelijk zichtbaar is de vermindering van de onzekerheid van de vervangingsratio op pensioenleeftijd in vergelijking met de

traditionele lifecycle. Hoewel de gemiddelde vervangingsratio afneemt van 173,6% naar 115,1% (nog steeds ruim boven 80%), is de spreiding ook kleiner. Het 95% percentiel is verlaagd naar 216% en het 5% percentiel is gestegen naar 64,1%. Ten opzichte van de traditionele lifecycle is het risico aanzienlijk afgenomen, van 37,4% naar 65,5%. Of anders gesteld, terwijl in het geval van een traditionele lifecycle een kans van 5% bestaat dat de vervangingsratio 53% of lager is, wordt deze kans nu door toepassing van de risicobeperkende lifecycle meer dan gehalveerd tot 2,2%. De onderstaande tabel toont verdeling van de vervangingsratio met verschillende beschermingswaarden F . Ongeacht de beschermingswaarde leidt toepassing van risicobeperking tot een verbetering van het neerwaartse risico.

Tabel 1
Spreiding vervangingsratio op pensioenleeftijd voor een 25-jarige, traditionele versus risicobeperkende lifecycle

| Verdeling | Traditionele LC | Risicobeperkende LC (F=120%) | Risicobeperkende LC (F=100%) | Risicobeperkende LC (F=80%) | Risicobeperkende LC (F=60%) | Risicobeperkende LC (F=40%) |
|-------------------|-----------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 5% percentiel | 53,0% | 53,0% | 53,0% | 56,3% | 64,1% | 50,5% |
| 50% percentiel | 141,7% | 135,3% | 121,5% | 108,8% | 97,9% | 93,7% |
| 95% percentiel | 395,5% | 242,1% | 235,0% | 227,1% | 216,0% | 235,4% |
| Gemiddeld | 173,6% | 138,8% | 131,3% | 123,1% | 115,1% | 111,7% |
| Neerwaarts risico | 37,4% | 39,2% | 43,6% | 51,8% | 65,5% | 53,8% |

Tabel 2
Spreiding vervangingsratio op pensioenleeftijd voor een 45-jarige, traditionele versus risicobeperkende lifecycle

| Verdeling | Traditionele LC | Risicobeperkende LC (F=80%) | Risicobeperkende LC (F=60%) | Risicobeperkende LC (F=40%) |
|-------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 5% percentiel | 47,9% | 48,4% | 57,3% | 50,3% |
| 50% percentiel | 97,0% | 90,4% | 78,9% | 82,1% |
| 95% percentiel | 183,5% | 131,4% | 126,0% | 155,3% |
| Gemiddeld | 104,7% | 90,8% | 83,5% | 90,1% |
| Neerwaarts risico | 49,4% | 53,5% | 72,7% | 61,3% |

MEERWAARDE VOOR 45-JARIGE DEELNEMER

Voor een 45-jarige deelnemer biedt toepassing van een risicobeperkende lifecycle eveneens meerwaarde. In tabel 2 vergelijken we de resultaten van een risicobeperkende met een traditionele lifecycle voor een 45-jarige.

Voor een 45-jarige heeft een beschermingswaarde F van 90% of hoger geen toegevoegde waarde. De risicobeperkende lifecycle geeft dan dezelfde spreiding als de traditionele lifecycle. Bij toepassing van een beschermingswaarde F van 60%, verbetert het neerwaarts risico significant, en stijgt de risicomaatstaf van 49,4% naar 72,7%. De kans dat de vervangingsratio 47,9% of lager is (traditionele lifecycle) wordt verminderd van 5% naar 2,7%. Bovendien blijft de gemiddelde vervangingsratio ruim boven het in Nederland gangbare streefniveau van 70%-80%.

ITERATIEF PROCES VAN OPGEVEN OPWAARTS POTENTIEEL VOOR MINDER NEERWAARTS RISICO

Bij het evalueren van de effectiviteit van de risicobeperkende lifecycle komt naar voren dat niet elke beschermingswaarde F automatisch waarde toevoegt. De beslissing over de meest effectieve beschermingswaarde F is een iteratief proces, waarbij ambitie en risico tegen elkaar worden afgewogen. Deze afweging is van belang om te bepalen welke beschermingswaarde passend is bij enerzijds de risicohouding van de deelnemer (of leeftijdsgroep) en anderzijds het nagestreefde pensioenresultaat. Een te hoog beschermingsniveau, zoals een F van 120% in tabel 1, verlaagt de kans dat de toedelingsregel van de risicobeperkende lifecycle geactiveerd wordt. Het beleggingsbeleid volgt dan grotendeels de lifecycle en uitzonderingen op de standaard toedelingsregel (door toepassing van de toedelingsregel van de risicobeperkende lifecycle) komen dan zelden voor. Het neerwaarts risico wordt daarom niet of beperkt gereduceerd. Daarentegen leidt een te lage beschermingswaarde F juist tot meer neerwaarts risico. Immers bij een lagere beschermingswaarde F wordt de toedelingsregel vaker geactiveerd waardoor de blootstelling naar het beschermingsrendement naar beneden bijgesteld wordt. Dit is goed te zien bij F=40% in tabel 1 en 2 waar het neerwaarts risico toeneemt.

Een goed vertrekpunt is de verdeling van de vervangingsratio's van de vooraf vastgestelde (traditionele) lifecycle. Beoordeel vervolgens of het opwaarts potentieel, resultaten boven het ambitieniveau, opweegt tegen het neerwaarts risico, bijvoorbeeld gemeten aan de hand van het 5^{de} percentiel resultaat. Door de beschermingswaarde F stapsgewijs iets hoger te zetten dan het 5^{de} percentiel resultaat, wordt net als in de bovenstaande tabellen, inzicht verkregen in de uitruil tussen het neerwaarts risico en het opwaarts potentieel.

OUDERE DEELNEMERS

In de bovenstaande analyse hebben we slechts naar een tweetal leeftijdsgroepen gekeken met een lange beleggingshorizon. Voor oudere deelnemers kan de risicobeperkende lifecycle ook van toegevoegde waarde zijn, maar deze waarde neemt wel af naarmate de horizon korter wordt. De impact van een risicobeperkende aanpak is nauw verbonden met de tijdsduur tot aan het pensioen. Voor de deelnemers van bijvoorbeeld 65 jaar, die binnen enkele jaren zullen invaren in het nieuwe pensioenstelsel, speelt de hoogte van het aanvangsvermogen een bepalende rol voor het uiteindelijke pensioenresultaat op pensioenleeftijd. In dit geval is de toegevoegde waarde van een risicobeperkende lifecycle sterk afhankelijk van het aanvangsvermogen. Wanneer deze groep bij invaardatum een relatief laag pensioenvermogen heeft opgebouwd ten opzichte van hun ambitie, dan zou het afwijken van de vooraf vastgestelde toewijzingsregels door toepassing van een risicobeperkende lifecycle weinig effect hebben op het neerwaarts risico.

CONCLUSIES

In tegenstelling tot een traditionele lifecycle, waarbij risico wordt opgebouwd naarmate de leeftijd vordert, introduceren wij een alternatieve benadering waarbij risico eerder kan worden opgebouwd. In dit artikel hebben we een dynamische invulling gegeven aan de toedelingsregel naar beschermings- en overrendement. De toedelingsregel is niet alleen afhankelijk van leeftijd maar ook van het vermogen. De afwijking van de standaard toedelingsregel, in ons artikel als risicobeperkende lifecycle genoemd, wordt geactiveerd wanneer aan bepaalde conditie wordt voldaan. Hiervoor moet het opgebouwde vermogen en de toekomstige premie-inleg voldoende groot zijn om later de kans op een tegenvallend pensioenresultaat te verkleinen. Op basis van de nutstheorie komen we tegemoet aan de voorkeur van deelnemers voor een meer voorspelbaar pensioenresultaat, waarbij de kans op tegenvallers aanzienlijk gereduceerd kan worden. Het "genoeg is genoeg" principe, zoals dat nu geldt in het huidige Financieel Toetsingskader, kan vanuit de nutstheorie ook van toepassing zijn op het nieuwe pensioenstelsel. De dynamische toedelingsregel in de vorm van de risicobeperkende lifecycle is vergelijkbaar met het beleggingsbeleid van veel fondsen in het huidige Financieel toetsingskader: naarmate de dekkinggraad hoger is wordt het renterisico meer afgedekt zodat de dekkinggraad in hoge mate gestabiliseerd wordt. De risicobeperkende lifecycle heeft een vergelijkbaar doel, namelijk het veiligstellen van een bepaald niveau van het pensioenresultaat op pensioenleeftijd. De deelnemer moet daarvoor wel de kans op een hoger dan geprognosticeerd pensioenresultaat opgeven. Deze uitruil van betere bescherming tegen neerwaarts risico versus minder opwaarts potentieel is afhankelijk van de risicohouding en ambitie van de deelnemers en de financierbaarheid van de grenswaarde F. Fondsen zullen deze afweging en daarmee de hoogte van de voorgestelde grenswaarde F moeten maken. Hieruit rijst de vraag of het gekozen beschermingsniveau zowel realistisch als financierbaar is vanuit het aanvangsvermogen en toekomstige premies.

De voordelen van de risicobeperkende lifecycle zijn het grootst voor deelnemers met een lange beleggingshorizon. Voor bijna-gepensioneerden die over enkele jaren invaren, bepaalt hun aanvangsvermogen het uitkeringsresultaat op pensioenleeftijd. Echter, voor bijna gepensioneerden van toekomstige generaties (die nu bijvoorbeeld 45 jaar oud zijn) zou het neerwaarts risico verbeterd kunnen worden. In de laatste jaren voor pensionering kan een beurscrash of bearmarkt zeer ongelukkig uitpakken voor bijna gepensioneerden. Immers, de gepensioneerden die slechts enkele jaren ouder zijn, worden beschermd via de solidariteitsreserve en de bijna gepensioneerden niet. PensioenPro besteedde met het artikel “Sociale partners PMT willen straks meer zekerheid voor bijna-gepensioneerden” ook aandacht aan deze problematiek. Onze aanpak kan juist extra bescherming bieden aan het opgebouwde kapitaal van een toekomstige bijna gepensioneerde. Kortom, de risicobeperkende lifecycle biedt ten opzichte van een traditionele lifecycle meerwaarde voor alle deelnemers. Wel is de mate van meerwaarde afhankelijk van de gehanteerde scenarioset.

Literatuur

- AFM, 2023, Leidraad risicopreferentieonderzoeken
- Actuariel Genootschap, prognosetafels 2022
- Black, F., Perold, A., 1992, Theory of constant proportion portfolio insurance, *Journal of Economic Dynamics and Control* July-October 1992
- DNB, 2023Q4, CP2022 P scenarioset 20K
- Kahneman, 2013, *Thinking, Fast and Slow* (book)
- Koopmans, L, 10 januari 2024, Sociale partners PMT willen straks meer zekerheid voor bijna gepensioneerden, PensioenPro (<https://pensioenpro.nl/pensioenpro/30062006/sociale-partners-pmt-willen-straks-meer-zekerheid-voor-bijna-gepensioneerden>)
- Van Alfen, 9 juni 2023, Rendementsaannames nieuwe stelsel te rooskleurig, PensioenPro (<https://pensioenpro.nl/rendementsaannames-nieuwe-stelsel-te-rooskleurig>)