



**Gosse Alserda**  
 Investment Strategist



**Jenze Sibma**  
 Investment Strategist



**Arjen Tebbenhof**  
 Investment Strategist

In de zomer van 2020 hebben het kabinet en sociale partners overeenstemming bereikt over een vergaande herziening van het pensioenstelsel. Dit pensioenakkoord heeft grote gevolgen voor hoe pensioen wordt opgebouwd en wordt belegd. In deze serie bespreken we het pensioenakkoord en de gevolgen voor het beleggingsbeleid.

De risicohouding van deelnemers dient de basis te vormen van het beleggingsbeleid in de nieuwe pensioenregelingen. In dit achtste artikel kijken we naar het concept risicohouding, waarbij we analyseren hoe de risicohouding vertaald kan worden naar het beleggingsbeleid.

In de concept memorie van toelichting komt naar voren dat de risicohouding een belangrijke rol krijgt in het nieuwe pensioenstelsel. Zo is onder andere het volgende opgenomen (p. 14): *“De risicopreferentie van deelnemers en pensioengerechtigden, die wordt vertaald in de risicohouding, moet bepalend zijn voor de risico’s die de pensioenuitvoerder namens hen neemt met de beleggingen”.*

Daarnaast moet voortaan verplicht ten minste eenmaal in de vijf jaar de risicohouding worden uitgevraagd bij de deelnemers. Pensioenuitvoerders moeten hiervoor dus naar de deelnemers toe en kunnen deze niet zonder verdere informatie zelf vaststellen. Het belang dat aan de risicohouding wordt gegeven en de verplichting om deze bij de deelnemers uit te vragen roept twee vragen op:

1. Hoe kan de risicohouding worden **uitgevraagd**?
2. Hoe kan de risicohouding vertaald worden naar het **beleggingsbeleid**?

In dit artikel zullen we beide vragen beantwoorden. Als eerste bespreken we het begrip risicohouding.

## Risicohouding

De risicohouding bestaat uit twee elementen, de risicobereidheid en de risicocapaciteit. De **risicobereidheid** geeft aan hoeveel risico deelnemers *willen* lopen. Dit wordt vaak gezien als een interne eigenschap van mensen en uit onderzoek<sup>1</sup> blijkt dat dit sterk verschilt tussen mensen. Oftewel, de ene persoon is eerder tevreden en wil liever niet te veel risico nemen terwijl de ander risico prima vindt zolang de verwachte uitkomst ook maar (ruim) beter is. Risicobereidheid kan beschreven worden met behulp van een ‘nutsfunctie’. Dit geeft aan hoe gelukkig een persoon is bij bepaalde uitkomsten. Doordat er meestal sprake is van afnemende meeropbrengsten is het extra geluk van een euro hogere uitkering kleiner dan de daling in geluk door een euro lagere uitkering. Dit is verder uitgewerkt in kader 1. Met behulp van de nutsfunctie kunnen we risicobereidheid kwantificeren en kunnen we het vervolgens toepassen in het beleggingsbeleid.

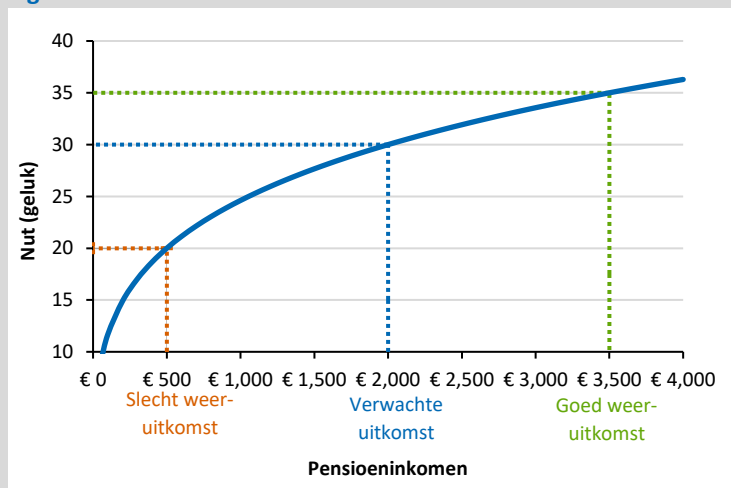
<sup>1</sup> [Alserda, G. A., Dellaert, B. G., Swinkels, L., & van der Lecq, F. S. \(2019\). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. Journal of Banking & Finance, 101, 206-225.](#)

De **risicocapaciteit** geeft aan hoeveel risico deelnemers *kunnen* lopen. Dit wordt vaak vertaald naar de financiële afhankelijkheid van een deelnemer. Hoe groter de afhankelijkheid is van de specifieke bron van kapitaal of inkomen, hoe lager de risicocapaciteit normaal gesproken is. Dit kan geïllustreerd worden met het volgende voorbeeld. Vanuit de risicobereidheid wil een deelnemer 20% aandelenrisico nemen in zijn totale pensioeninkomen. Mocht het aanvullend pensioen van deze deelnemer 20% van het totaal verwacht pensioen uitmaken, dan moet hij zijn volledige pensioen in aandelen beleggen, als het overig pensioen tenminste risicovrij is (bijv. AOW, gegarandeerd pensioen of toekomstige premies). Mocht het pensioen daarentegen 40% van het totaal verwacht pensioen uitmaken dan moet de deelnemer – met dezelfde risicobereidheid – slechts 50% van het aanvullend pensioen in aandelen beleggen om in totaal op het goede risicoprofiel uit te komen. Oftewel, de risicobereidheid gaat over het totale inkomen of vermogen, terwijl de financiële afhankelijkheid de relatie geeft tussen de relevante regeling en het totale vermogen. Samen geven ze de relevante risicohouding voor die regeling.

#### Kader 1: Risicobereidheid en verwacht nut

In figuur 1 hiernaast is een voorbeeld nutsfunctie getoond. De figuur toont het nut (geluk) dat volgt uit verschillende pensioenuitkomsten. Zoals de figuur toont zorgt een hoger inkomen voor meer geluk. Echter hoe hoger het inkomen, hoe kleiner de bijdrage aan het nut. Dit zijn de afnemende meeropbrengsten die zorgen voor risico-aversie. Hierdoor is het verschil in nut tussen de slecht weeruitkomst en de verwachte uitkomst (10) groter dan het verschil tussen de verwachte uitkomst en de goed weeruitkomst (5). Hoe sneller de nutsfunctie afvlakt, hoe minder risico de persoon wil nemen. Dit is dus een maatstaf voor de risicobereidheid.

**Figuur 1. Voorbeeld nutsfunctie**



Enkel ter illustratie. Bron: Aegon Asset Management

#### Wettelijke definities

In de memorie van toelichting worden drie maatstaven voor de risicohouding beschreven:

1. **Maximaal aanvaardbare risico**; dit is de risicohouding in meest brede zin, waarbij gekeken wordt naar hoeveel risico deelnemers willen en kunnen nemen. De maatstaf wordt berekend als het (relatieve) verschil tussen het verwachte pensioeninkomen en de slecht weeruitkomst, oftewel de mediane uitkomst en het 5% percentiel respectievelijk. Deze maatstaf wordt nu al gehanteerd in de Wet verbeterde premieregeling.
2. **Doelstelling**; in deze maatstaf moet de doelstelling terugkomen. Oftewel, is het rendement voldoende om pensioenambitie waar te maken. De maatstaf dient nog verder uitgewerkt te worden door de wetgever.
3. **Lange termijn volatiliteit**; Deze maatstaf geldt alleen in de uitkeringsfase en alleen waar spreiden wordt toegepast. Hoewel het spreiden van schokken zorgt voor lagere volatiliteit op de korte termijn, neemt de volatiliteit op de lange termijn juist toe. Deze maatstaf kijkt naar de afwijking van het pensioen over de gehele uitkeringsfase. Ook deze maatstaf moet nog verder uitgewerkt worden.

De risicohouding van de deelnemers komt het meest terug in de eerste maatstaf, het maximaal aanvaardbare risico. Hoewel de maatstaf in de kern de essentie beschrijft – namelijk een beter slecht weeruitkomst betekent minder risico – kent de maatstaf toch een aantal grote nadelen. Ten eerste wordt er in feite maar naar twee scenario's van de bijvoorbeeld 2.000 scenario's gekeken. Namelijk het scenario dat de mediaan vormt en het scenario dat het 5<sup>e</sup> percentiel weergeeft. Hiermee wordt dus heel veel informatie genegeerd, bijvoorbeeld de echte staartrisico's. Belangrijker is echter dat deze maatstaf kan leiden tot suboptimale oplossingen. Wanneer de verwachte uitkomst

van een beleids optie relatief meer stijgt dan de slecht weeruitkomst, dan neemt de risicohouding toe. Hierdoor is er een kans dat deze optie afvalt, terwijl het evident in het voordeel van deelnemers is (altijd een hoger pensioen). In de praktijk zien we vooral voor jongeren dat – vanwege de lange horizon – meer risico leidt tot een hogere mediaan en tegelijkertijd niet altijd hoeft te leiden tot een lagere slecht weeruitkomst. Hoewel het eerste nadeel nog te verdedigen valt vanuit het beperken van complexiteit kan vooral het tweede nadeel leiden tot ongewenste resultaten. De introductie van de tweede maatstaf geeft hier mogelijk wat tegenwicht aan.

Vanuit de eerste maatstaf is minder risico altijd beter, omdat dat per definitie leidt tot een kleiner verschil tussen het verwacht en slecht weer scenario. Een deelnemer heeft echter niks aan zekerheid als dat zekerheid is op een laag pensioen. Met de tweede maatstaf wordt gemeten of er voldoende risico genomen wordt om de ambitie te kunnen halen. Hoewel hiermee voorkomen wordt dat er te weinig risico wordt genomen voorkomt het nog steeds niet dat een optie afvalt die in alle scenario's een hogere uitkomst laat zien omdat de risicohouding volgens de eerste maatstaf wordt doorbroken. De derde maatstaf lijkt vooral een aanvulling op de eerste maatstaf die beter aansluit bij de uitkeringsfase.

Wat de wettelijke maatstaven vooral nog missen is de emotionele kant van risicobereidheid. Zo is het voorstelbaar dat jaarlijks grote fluctuaties in het opgebouwd pensioen onwenselijk zijn, ook als het uiteindelijke pensioen beter is. Het is daarom wenselijk om niet alleen te kijken naar uiteindelijke pensioenuitkeringen, maar ook de weg daarnaartoe. Uiteraard kan dit ook zonder een wettelijke maatstaf.

### Risicohouding uitvragen

Helaas is zowel de risicobereidheid als de risicocapaciteit van een deelnemer niet makkelijk te observeren. Voor de risicocapaciteit hebben we veel gegevens van de deelnemer nodig. Een aantal zullen bekend zijn bij de pensioenuitvoerder, zoals het huidige inkomen en opgebouwd pensioenvermogen in de regeling. Er is echter ook andere informatie nodig, zoals andere bronnen van (pensioen)inkomen en vermogen. Denk hierbij bijvoorbeeld aan of een deelnemer een (afbetaald) koophuis heeft of niet. In de meeste gevallen betekent dit dat deelnemers deze informatie zelf moeten geven. Hierbij geldt altijd een afweging tussen precisie en het gemak voor de deelnemer, en daarmee de respons op de uitvraag. Tegenwoordig zijn er ook steeds meer methodes om deze informatie automatisch in te laden, door bijvoorbeeld gebruik te maken van een recente belastingaangifte. Vanwege onder andere privacyoverwegingen is dit echter niet altijd mogelijk. Als dit niet mogelijk is dan is het een idee om met een beperkt aantal vragen het inkomen en vermogen op hoofdlijnen uit te vragen.

De risicobereidheid is zowaar nog lastiger te achterhalen. Deelnemers weten dit in de meeste gevallen zelf niet en het is ook zeker niet beschikbaar in de administratie van een pensioenuitvoerder. De risicobereidheid moet daarom uitgevraagd worden. Er zijn verschillende methodes beschikbaar om dit te doen. Elke methode kent voor- en nadelen. Een goed raamwerk om een uitvraagmethode te toetsen is het 'FRAME' raamwerk dat wordt voorgesteld door onderzoekers van De Autoriteit Financiële Markten (AFM)<sup>2</sup>. Kader 2 gaat verder in op dit raamwerk. Belangrijk uitgangspunt voor de onderzoekers is dat de risicobereidheid kwantitatief gemeten moet worden. Een puur kwalitatieve vraag hoe deelnemers tegen risico aankijken volstaat dus niet. Daarnaast moeten gedragseconomische effecten zoveel mogelijk voorkomen worden in het uitvragen. Methodes die volgens de onderzoekers volstaan zijn de zogenaamde 'Holt & Laury' methode<sup>3</sup> en de 'Choice Sequence' methode<sup>4</sup>. In beide gevallen moeten deelnemers verschillen keren keuzes maken tussen twee onzekere pensioenregelingen, waarbij de ene meer onzeker is dan de

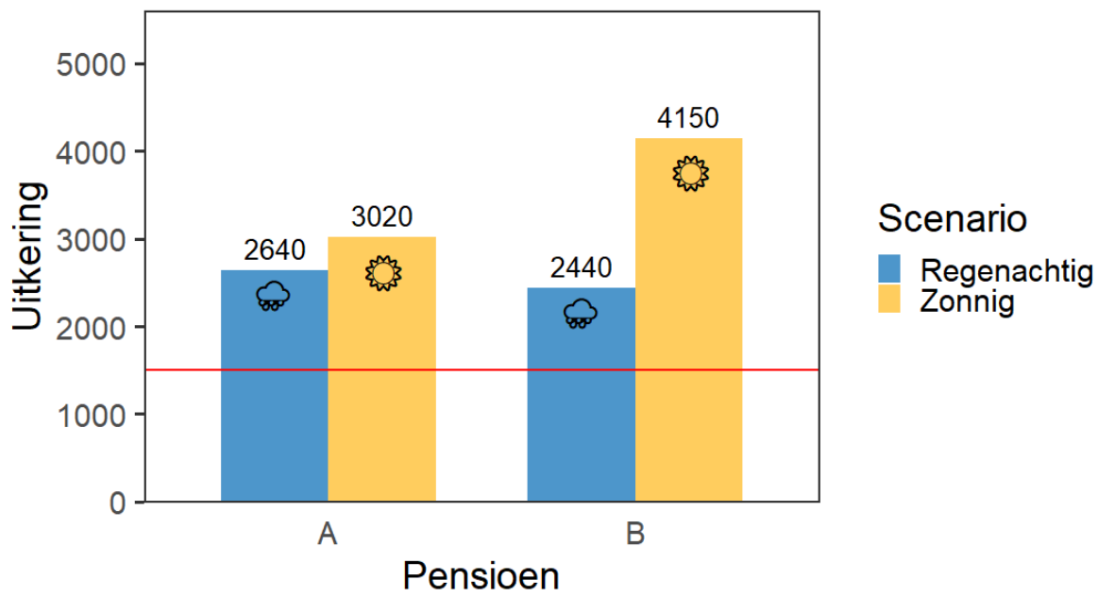
<sup>2</sup> [Van der Meeren, G., De Cloe-Vos, H & Van Geen, A. \(2019\). Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode. Economisch Statistische Berichten \(ESB\).](#)

<sup>3</sup> [Holt, C. A., & Laury, S. K. \(2002\). Risk aversion and incentive effects. American economic review, 92\(5\), 1644-1655.](#)

<sup>4</sup> [Barsky, R. B., Juster, F. T., Kimball, M. S., & Shapiro, M. D. \(1997\). Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the health and retirement study. The Quarterly Journal of Economics, 112\(2\), 537-579.](#)

ander. De keuzes die deelnemers hierin maken laten zien hoe ze risico en rendement afwegen en geven daarmee de risicobereidheid weer. Als Aegon Asset Management werken we samen met TKP Pensioen voor het uitvragen van de risicobereidheid. Hierbij maken we gebruik van de ‘Choice Sequence’ methode. Een voorbeeld van een keuze die de deelnemers hierin moeten maken is weergegeven in figuur 2. De uitkomst is in alle gevallen een kwantitatieve maatstaf voor risicobereidheid, die vervolgens als input dient voor de vaststelling van de risicohouding.

**Figuur 2. Voorbeeld vraag uit de Choice Sequence methode**



Bron: Aegon, TKP Pensioen

**Kader 2: FRAME raamwerk**

Onderzoekers van de AFM hebben vijf criteria vastgesteld waar een geschikte methode om risicobereidheid te meten aan moet voldoen. Samen vormen deze het FRAME raamwerk.

- **F**easible (uitvoerbaar): De methode moet goed uit te voeren zijn door deelnemers. Complexiteit moet dus voorkomen worden.
- **R**ationalising (rationaliserend): Irrationale effecten moeten zoveel mogelijk beperkt worden. Bijvoorbeeld door kleine kansen te vermijden en framing in termen van verliezen te voorkomen.
- **A**ppropriate (passend): Risicobereidheid is afhankelijk van de context. Daarom is het belangrijk dat risicobereidheid met betrekking tot pensioeninkomen ook binnen die context wordt uitgevraagd.
- **M**easurable (meetbaar): De uitkomst moet objectief te vertalen zijn in beleid. Daarom is een kwantitatieve meting van risicobereidheid noodzakelijk.
- **E**rrable (feilbaar): Deelnemers maken fouten wanneer ze vragenlijsten invullen. Goede methodes laten inconsistente antwoorden toe zodat deze geïdentificeerd en verholpen kunnen worden.

Van de onderzochte methodes voldoen er volgens de onderzoekers twee aan deze criteria. Namelijk de Holt & Laury methode en de Choice Sequence methode.

## Risicohouding toepassen

Nadat de risicohouding van de populatie is uitgevraagd kan deze worden vertaald naar het beleggingsbeleid. Hiervoor hanteren wij de volgende vier stappen.

### 1. Lifecycles vaststellen

Als eerste moeten er verschillende beleidsopties worden vastgesteld. Dit komt in de nieuwe regelingen neer op het ontwerpen van verschillende (impliciete) lifecycles. Dit kunnen een tiental alternatieven zijn, maar ook honderden<sup>5</sup>. Het aantal alternatieven dat hier gekozen wordt is een afweging tussen enerzijds de tijd die nodig is voor de analyse en anderzijds de precisie van de analyse. De alternatieven worden vastgesteld op basis van lifecycle theorie, die grofweg beschrijft hoe lifecycles eruit moeten zien. Daarnaast worden de beleggingsovertuigingen meegenomen. Zo heeft bijvoorbeeld een eventuele rentevisie impact op de lifecycles die worden vastgesteld.

### 2. Lifecycles doorrekenen

Vervolgens worden de verschillende lifecycles doorgerekend in een ALM analyse. Hierbij worden per lifecycle een groot aantal (bijvoorbeeld 2.000) verschillende scenario's doorgerekend. Voor elk scenario wordt uitgerekend wat het uiteindelijke pensioeninkomen is. Dit geeft per lifecycle een verdeling van mogelijke pensioenuitkomsten, dat zowel informatie geeft over het verwacht pensioen als over de onzekerheid daar omheen. Deze stap wordt herhaald voor verschillende maatmensen om te bepalen wat de impact is voor verschillende groepen deelnemers. Denk hierbij aan jongeren en ouderen, actieven en slapers.

De uitkomsten van deze analyse is uiteraard sterk afhankelijk van de aannames die worden gehanteerd. Voordat de lifecycles worden doorgerekend moet daarom eerst stilgestaan worden bij de ALM-uitgangspunten. Zo moet worden vastgesteld of er gebruik gemaakt wordt van de door DNB gepubliceerde uniforme scenarioset met maar twee beleggingscategorieën of dat er gebruik gemaakt wordt van eigen scenario's (met ruimte voor meerdere beleggingscategorieën), waarvan de uitgangspunten dan ook nog vastgesteld moeten worden.

### 3. Lifecycles scoren

De verdeling van pensioenuitkomsten moet worden vertaald naar een score, zodat de verschillende lifecycles makkelijk met elkaar vergeleken kunnen worden. Hiermee wordt voorkomen dat verschillende lifecycles over een groot aantal scenario's vergeleken moeten worden. In plaats daarvan wordt de verdeling teruggebracht tot een score die de verwachte uitkomst, risicoprofiel en/of verwachte welvaart van elke lifecycle in één getal vangt.

De wettelijke definities zijn een optie om het verwacht pensioen en risicoprofiel samen te vatten. Hiermee kan de volatiliteit en het verwacht rendement mee worden uitgedrukt. Een andere optie is om het zekerheidsequivalent als score te gebruiken. Het zekerheidsequivalent vertaalt de verdeling van mogelijke uitkomsten naar één getal dat afhankelijk is van de verwachte uitkomst met een afslag voor de risico in de verdeling. Hoe hoger de risico-aversie van een deelnemer, hoe groter de afslag voor een bepaalde hoeveelheid risico. Daarmee vertegenwoordigd het zekerheidsequivalent het zekere pensioeninkomen dat hetzelfde nut (geluk) oplevert als de verdeling van onzekere uitkomsten dat hoort bij een lifecycle. Het zekerheidsequivalent als indicator voor de verwachte welvaart wordt ook genoemd in de concept Memorie van toelichting en in diverse notities van het Centraal Plan Bureau<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> In het artikel 'Goed slapen of goed pensioen' hanteren we er zelfs 680.000. [Alserda, G. & Potter van Loon, R. \(2020\). Goed slapen of goed pensioen? Het effect van verliesaversie op lifecycle constructie. VBA Journaal, 143, 49-54.](#)

<sup>6</sup> Bijvoorbeeld: [Metselaar, L., Nibbelink, A. & Zwaneveld, P. \(2020\). Nieuwe pensioenregels: effecten en opties van het doorontwikkelde contract en een overgang naar een vlak premiepercentage. CPB notitie](#)

#### 4. Lifecycle selecteren

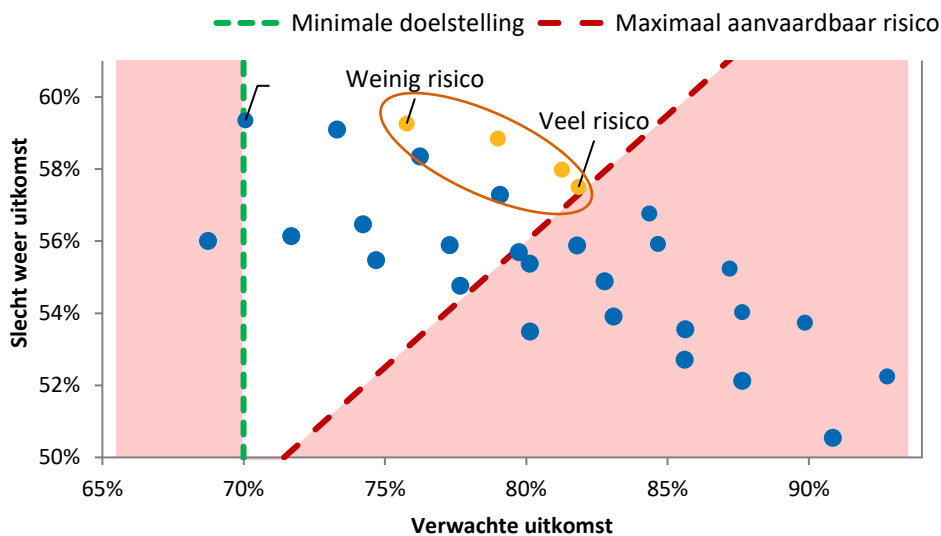
Ten slotte moet er een keuze gemaakt worden tussen de lifecycles, aan de hand van de scores die zijn vastgesteld. Er zijn verschillende mogelijkheden om dit keuzetraject in te richten. We geven hieronder twee mogelijke opties die gehanteerd kunnen worden, deze kunnen ook gecombineerd worden. Hiervoor gebruiken we de gesimuleerde resultaten van een dertigtal verschillende lifecycles. Voor elke lifecycle vatten we de resultaten samen in een verwachte uitkomst (mediaan) en een slecht weeruitkomst (5% percentiel), beide uitgedrukt als vervangingsratio. Elke stip in onderstaande figuren geeft daarmee een lifecycle weer.

##### Op basis van wettelijke definities

Met behulp van de risicohouding op basis van de wettelijke definities kunnen we bepaalde lifecycles laten afvallen. In het voorbeeld in figuur 3 is de maximaal aanvaardbare afwijking vastgesteld op 30%. Dat betekent dat alle lifecycles waarbij de slecht weeruitkomst meer dan 30% onder de verwachte uitkomst ligt afvallen (rechts van de rode lijn). Ook de lifecycles die niet voldoen aan de minimale doelstelling (links van de groene lijn) vallen af, in dit voorbeeld zijn dat alle lifecycles waarbij het rendement niet leidt tot een verwachte vervangingsratio van 70%.

Van de resterende lifecycles zijn alleen de ‘efficiënte’ lifecycles van belang. Daarmee bedoelen we lifecycles die – gegeven het risicoprofiel – het hoogste verwachte pensioen opleveren. Na het wegstrepen van de inefficiënte opties houden we in dit voorbeeld nog vier opties over. De keuze tussen deze vier varianten kan op basis van kwalitatieve gronden, maar kan ook door de zekerheidsequivalenten te vergelijken.

**Figuur 3: Selectie op basis van wettelijke definities risicohouding**



Stippen geven verschillende lifecycles weer, waarbij de blauwe de inefficiënte opties weergeven en de gele de efficiënte opties (hoogste rendement gegeven risico). Het rode vlak geeft het gebied aan waar de maximaal aanvaardbare afwijking (risicohouding, rode lijn) wordt doorbroken of niet wordt voldaan aan de rendementsdoelstelling (groene lijn). Keuze valt in dit geval op één van de gele opties in de oranje ovaal. Voorbeeld is enkel ter illustratie. Bron: Aegon Asset Management.



### Op basis van zekerheidsequivalent

Hoewel op basis van de wettelijke definities bepaalde lifecycles afvallen, helpt het niet om een keuze te maken tussen de overgebleven opties. Om een keuze te kunnen maken tussen de beschikbare opties is een indicator nodig die aangeeft hoe deelnemers risico's en de verwachte hoogte van het pensioen afwegen. Hiervoor kan het concept zekerheidsequivalent worden gebruikt.

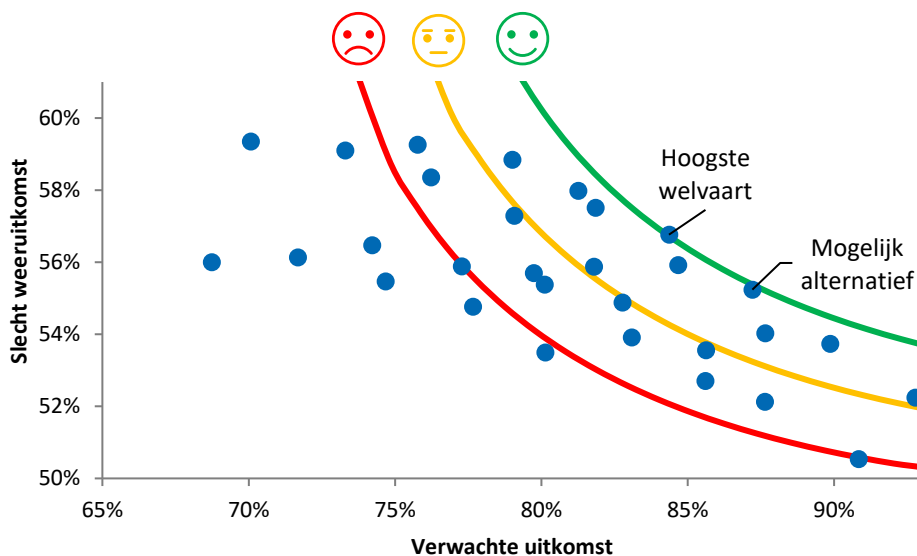
Met behulp van het zekerheidsequivalent is de selectie van de optimale lifecycle relatief eenvoudig. In het zekerheidsequivalent worden alle scenario's meegenomen en wordt risico gewogen aan de hand van de risicohouding. De lifecycle met het hoogste zekerheidsequivalent levert naar verwachting de meeste welvaart op voor de deelnemers. Zonder verdere restricties zou dit dan ook de optie moeten zijn die geselecteerd wordt.

Het zekerheidsequivalent is weergegeven met de lijnen (in verschillende kleuren) in figuur 4. Elk van de lijnen vertegenwoordigt verhoudingen tussen de verwachte uitkomst en de slecht weeruitkomst die dezelfde zekerheidsequivalent geven. Kortom, de lijnen geven aan hoe deelnemers het verwacht pensioen en risico afwegen. Dit is afhankelijk van de (uitgevraagde) risicohouding, bij een hogere (lagere) risicohouding zullen de lijnen steiler (minder steil) lopen.

De optimale lifecycle is de optie die op de lijn van het hoogste zekerheidsequivalent ligt, in dit geval de groene lijn. Hieruit volgt in ons voorbeeld de lifecycle die is aangeduid met 'hoogste welvaart'. Er is ook een alternatief dat net onder deze lijn ligt. Omdat het verschil in zekerheidsequivalent zeer beperkt is zou ook hier de keuze op kunnen vallen als deze andere voordelen heeft.

Met behulp van het zekerheidsequivalent kan ook worden gekwantificeerd wat het verschil in welvaart is tussen verschillende opties. Zo is het verschil in welvaart tussen de groene en rode lijn 5%. Als deelnemers om een bepaalde reden – bijvoorbeeld vanwege de wettelijk vastgelegde risicohouding – voor een optie op de rode lijn gaan verliezen ze dus 5% pensioenwelvaart ten opzichte van een optie op de groene lijn.

**Figuur 4 : Selectie op basis van zekerheidsequivalent**



*Blauwe stippen geven verschillende lifecycles weer. De lijnen tonen combinaties van de verwachte uitkomst en de slecht weeruitkomst met hetzelfde zekerheidsequivalent ('indifferentie curves'). De lifecycle op groene lijn geeft naar verwachting de meeste welvaart. Zekerheidsequivalent op basis van lognormale verdeling en risico-aversie coëfficiënt van 5. Voorbeeld is enkel ter illustratie. Bron: Aegon Asset Management.*

Het zekerheidsequivalent dat hier is weergegeven neemt alleen de hoogte en onzekerheid in pensioenuitkeringen mee en niet de onzekerheid in de opbouwfase. Eventueel zou het ('rationele') zekerheidsequivalent ook afgezet kunnen worden tegen een indicator van emotioneel welzijn ('goed slapen'). Op die manier kunnen beide aspecten direct tegen elkaar worden afgewogen.

Wanneer gekozen wordt voor een selectie op basis van het zekerheidsequivalent zal nog steeds moeten worden voldaan aan de vastgelegde wettelijke risicohouding. Hoe strakker de restricties worden vastgelegd, hoe meer lifecycles (met potentieel hoge zekerheidsequivalenten) zullen afvallen. Zo voldoet de voorkeursoptie in figuur 4 niet aan de maximaal aanvaardbare afwijking die in figuur 3 wordt gehanteerd. Vanuit het welvaartsperspectief is het daarom wenselijk om de wettelijke risicohouding niet te restrictief vast te stellen.

Beide voorbeelden van de vertaling van risicohouding naar beleggingsbeleid zijn vereenvoudigd. In de praktijk worden vaak meer variabelen meegenomen en spelen ook kwalitatieve zaken een rol. Het proces is echter vergelijkbaar, zodat deze opzet op hoofdlijnen een goed idee geeft hoe risicohouding kan worden vertaald in het (beleggings)beleid.

### Kader 3: Risicohouding en contract-keuze

Naast het vaststellen van het beleggingsbeleid is de risicohouding ook belangrijke informatie in de contract-keuze. Sociale partners moeten de komende tijd een keuze maken tussen de solidaire en flexibele premieregeling. Een groot verschil tussen de twee regelingen is dat de solidaire premieregeling één collectief beleggingsbeleid kent, terwijl binnen de flexibele premieregeling meerdere opties (lifecycles) kunnen worden aangeboden. Wanneer er veel verschil zit in de risicohouding van deelnemers dan levert deze keuzevrijheid meerwaarde op, zolang deelnemers ook daadwerkelijk een keuze maken. Beperkte verschillen in de risicohouding pleiten daarentegen voor de solidaire premieregeling, waar de beleggingsmogelijkheden normaal gesproken groter zijn dan bij de flexibele premieregeling. Ook voor de keuzes binnen de regelingen – zoals de berekening van het beschermingsrendement of de inzet van de solidariteitsreserve – is de risicohouding van belang. Daarom lijkt het verstandig om in een vroeg stadium de risicohouding van de populatie uit te vragen.

### Conclusie

De risicohouding krijgt in het nieuwe pensioenstelsel een nog prominentere rol in de vaststelling van het beleggingsbeleid. De risicohouding moet voortaan tenminste een keer in de vijf jaar rechtstreeks bij de deelnemers worden uitgevraagd. In dit artikel hebben we laten zien hoe de risicohouding kan worden uitgevraagd en hoe deze vervolgens kan worden vertaald naar het beleggingsbeleid. De vier stappen die wij in dit artikel hebben besproken vormen een goede basis om dit in de praktijk vorm te geven. De specifieke invulling blijft echter sterk pensioenuitvoerder specifiek en is onder andere afhankelijk van de populatie, beleggingsovertuigingen en economische uitgangspunten. Ons advies is om zo snel mogelijk met de risicohouding aan de slag te gaan, opdat het niet alleen kan worden toegepast in het beleggingsbeleid, maar ook kan worden meegenomen in belangrijke keuzes zoals de contract-keuze en de verdere invulling van de gekozen regeling.



### Belangrijke informatie

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten als een beheerder van beleggingsinstellingen. Op basis van haar vergunning is Aegon Investment Management B.V. geautoriseerd om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verlenen in de zin van de Wet op het financieel toezicht.

Dit artikel is vertrouwelijk en uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers in de zin van de Wet op het financieel toezicht aan wie de presentatie wordt gegeven.

De inhoud van dit document is uitsluitend ter informatie en moet niet worden beschouwd als een commerciële aanbieding, zakelijk voorstel of aanbeveling om beleggingen in effecten, fondsen of andere producten uit te voeren. Alle prijzen, markt indicaties of financiële gegevens zijn alleen ter illustratie.

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie zo juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waardes kunnen geen rechten worden ontleend.

Historisch rendement vormt geen indicator voor toekomstig rendement. Toekomstige uitkomsten, waaronder uitbetalingen van inkomen, zijn niet gegarandeerd en kunnen afwijken van het historisch rendement.