

Inkomensgericht Beleggen

Laat deelnemers beslissen over het risico van de pensioenogst

—
Auteurs
Gijs Spijkers (l)
Thomas van Galen (r)

De pensioensector beweegt zich steeds verder in de richting van de premieregeling. Daarmee is het waarschijnlijk dat deelnemers in de toekomst meer verantwoordelijkheid zullen krijgen voor hun beleggingen. Dat is een behoorlijke uitdaging, omdat veel deelnemers onvoldoende kennis hebben van financiële concepten. Bovendien is er het risico dat ze in verschillende psychologische valkuilen lopen, waardoor ze besluiten nemen die niet in hun belang zijn. Het gezegde luidt dat je oogst wat je zaait, maar wat te doen als de zaden voor appelbomen en perenbomen moeilijk van elkaar te onderscheiden zijn? Het is een van de redenen waarom het Nederlandse pensioenstelsel tot nu toe een sterk paternalistische benadering kent, zonder keuzevrijheid voor deelnemers. De fondsbestuurders dragen de verantwoordelijkheid voor het beleggingsbeleid. Maar het uitkeringsregelingsstelsel staat steeds meer onder druk. Bij de premieregeling die er naar onze verwachting voor in de plaats gaat komen is het normaal dat de deelnemers meer beleggingskeuzes zelf moeten maken. Het is dus belangrijk dat deze keuzes veilig zijn en dat zinvolle keuzes worden aangeboden. Inkomensgericht beleggen – met goed ontworpen keuze-architectuur – biedt een alternatief voor het strikte paternalisme in ons huidige stelsel.



De discussie over keuzevrijheid voor deelnemers aan pensioenregelingen is een complexe. Het is niet alleen de vraag welke beleggingsbeslissingen potentieel nuttig kunnen zijn, maar ook of deelnemers wel voldoende zijn toegerust om doordachte besluiten te nemen. De meeste mensen blijken de basale financiële concepten die hiervoor nodig zijn onvoldoende te beheersen (Lusardi en Mitchell, 2007). Een goede inschatting van de groei van een beleggingsmix via rente-op-rente tot een pensioen is veel te complex.

Inkomensgericht beleggen biedt een alternatieve manier om deelnemers strategische beleggingsbeslissingen te laten nemen. De aanpak is gericht op het ontwerpen van keuzemogelijkheden die deelnemers via psychologische inzichten aanzetten tot de juiste keuzen (Sunstein en Thaler, 2008). Zo worden ze beschermd tegen ongewenste pensioenuitkomsten, terwijl er ruimte blijft voor zinvolle keuzevrijheid.

Wat is inkomensgericht beleggen?

Inkomensgericht beleggen laat deelnemers hun beleggingsprofiel bepalen vanuit pensioenuitkomsten in plaats van de standaard assetallocatie. De aanpak maakt gebruik van de gedragsprincipes voor goed pensioenontwerp die Van Galen, Kocken en Lundbergh (2014) voorstellen. Keuzes moeten beperkt, zinvol en begrijpelijk zijn. Als de gevolgen van beslissingen niet duidelijk zijn (je zaait zonder zicht op de gevolgen voor de oogst), dan kunnen de voorkeuren die erachter schuilgaan niet tot uitdrukking komen (Beshears, Choi, Laibson en Madrian, 2008). Door beleggingskeuzes te formuleren vanuit inkomensconsequenties kan dit probleem worden ondervangen.

Beleggingsbeslissingen vanuit het inkomen formuleren begint bij de consumptiebehoefte van de

individuele deelnemer. Een hoge ambitie voor het pensioeninkomen is één manier om daarin te voorzien, maar zeker zo belangrijk zijn mogelijkheden om de lasten te verlagen. Afhankelijk van de individuele situatie kan dat bijvoorbeeld door het aflossen van de hypotheek op een eigen woning, of door meer zelf te klussen in huis (Prast, 2015). Deelnemers moeten dan wel een totaalbeeld hebben van hun toekomstige uitgaven en inkomsten. Een inschatting van de benodigde uitgaven kan onder meer worden gemaakt met de begrotingen die het NIBUD (2015) voor een groot aantal verschillende soorten huishoudens en inkomensniveaus heeft opgesteld. Voor een overzicht van de pensioeninkomsten moet het inkomen vanuit de AOW (eerste pijler), werkgeverspensioenen (tweede pijler) en eventueel ook nog aanvullende lijfrentes (derde pijler) bij elkaar worden opgeteld. Dat is uitdagend, omdat het pensioeninkomen vaak versplinterd is ondergebracht bij verschillende aanbieders. Om toch een totaalbeeld te krijgen stellen Van Soest et al. (2015) voor om onderscheid te maken tussen grote en kleine zorgplicht. De grote zorgplicht is gericht op het totaalbeeld en berust bij een financieel planner, de overheid en de deelnemers zelf. Via bijvoorbeeld mijnpensioenoverzicht.nl is een beeld te krijgen van het totale pensioeninkomen. De informatie die hiervoor nodig is moet via de kleine zorgplicht door individuele aanbieders op uniforme wijze worden aangeleverd. Het toepassen van inkomensgericht beleggen vergt dat individuele aanbieders op basis van de kleine zorgplicht informatie en keuzes verstrekken als inkomensuitkomsten. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) zal hier nadere normen voor op moeten stellen, bovenop het huidige toezicht op basis van de Pensioenwet.

Figuur 1: Een inkomensdoelafhankelijke benadering van risico (geïnspireerd op Chhabra, 2005)

Basisinkomen	Ambitie-inkomen	Extra inkomen
<p>Minimale levensstandaard</p>		
<p>Breng het minimaal noodzakelijke inkomen niet in gevaar</p>	<p>Handhaaf de huidige levensstandaard</p>	<p>Zorg voor een extraatje dat niet nodig maar wel leuk is</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Focus op zekerheid • Minimaliseer neerwaarts risico • Accepteer lager rendement om inkomen veilig te stellen 	<ul style="list-style-type: none"> • Focus op optimale verhouding tussen risico en rendement • Neem risico's waar ze opwegen tegen verwachte rendementen 	<ul style="list-style-type: none"> • Focus op rendement • Accepteer hoge risico's om de levensstandaard te verbeteren

Risico wordt bij inkomensgericht beleggen tastbaar wanneer pensioenuitkomsten in stress-scenario's lager uitvallen dan een benodigd basisinkomen (Van Galen en Kocken, 2016). Stel dat een deelnemer een bepaald bedrag nodig heeft om vaste lasten, bijvoorbeeld de hypotheek, te kunnen betalen, dan is zijn pensioen robuust wanneer dat ook in extreme, maar denkbare scenario's toereikend is om deze kosten te dekken. De gelaagde benadering van de constructie van beleggingsportefeuilles van Chhabra (2005) bereikt de doelstelling van robuustheid door de beleggingen op te delen in verschillende potjes. De basislaag is gericht op het realiseren van een veilig en voorspelbaar basisinkomen, waarvan na pensionering bestaande vaste lasten, zoals huur of hypotheek, verzekeringen en voedsel kunnen worden betaald. In deze laag speelt zekerheid de hoofdrol en moet risico zo veel mogelijk worden weggenomen. Voor de ambitie-laag, die gericht is op de extra zaken zoals vakanties en uit eten gaan, mag best wat risico worden genomen, zolang daar naar verwachting maar een goed rendement tegenover staat. De derde laag ten slotte is gericht op een onverwacht extraatje. Hier zijn hoge risico's niet per se een beperkende factor en gaat het vooral om het benutten van kansen op ongebruikelijk hoge rendementen.

Keuzes over beleggingsbeslissingen zijn begrijpelijker als ze worden uitgedrukt in inkomensgevolgen

In de context van pensioenvoorzieningen zijn vooral het basisinkomen en het ambitie-inkomen van belang. De parallel met pensioenfondsen is dat zij ook nu al streven naar een zeker basispensioen (nominale aanspraken) met de ambitie om de pensioenen te verhogen (indexatieambitie). Waar het basisinkomen is gericht op zekerheid, wordt met het ambitie-inkomen gestreefd naar een hoger verwacht inkomen. Hoewel de AOW niet zonder enig risico is – de overheid zou bij budgettaire nood immers kunnen besluiten deze uitkeringen te verlagen – biedt die als onderdeel van het basisinkomen een min of meer reële basis voor het basisinkomen. Daarmee wordt een deel van de praktische beperking weggenomen dat er vrijwel alleen maar nominale beleggingsinstrumenten beschikbaar zijn voor een volledig reël basisinkomen. Het resterende inflatierisico kan bijvoorbeeld het hoofd worden geboden door het basisinkomen jaarlijks te indexeren vanuit de portefeuille voor het ambitie-inkomen. Na ieder jaar wordt gekeken hoe hoog de inflatie is. De pot voor het basisinkomen wordt met dit percentage verhoogd vanuit de pot die voor het

ambitie-inkomen is bestemd. Deze aanpak vertoont overeenkomsten met de huidige praktijk bij pensioenfondsen. Ook zij gebruiken rendementen op risicovolle beleggingen om nominale aanspraken te kunnen verhogen.

De keuze-architectuur van inkomensgericht beleggen neemt het benodigde basisinkomen en het gewenste ambitie-inkomen als uitgangspunt. Het grote verschil met de traditionele manier van beleggingsbesluitvorming is dat deelnemers niet wordt gevraagd naar de verhouding tussen bijvoorbeeld aandelen en obligaties, maar direct naar de verhouding tussen het basisinkomen en het ambitie-inkomen. Het voordeel van deze benadering is dat deelnemers niet zelf hoeven uit te denken wat de effecten zijn van rente-op-rente of onzekerheid op hun inkomen. Ze zien de gevolgen van hun keuzes direct terug in de hoogte van het zekere basisinkomen en het onzekere ambitie-inkomen.

Consequenties voor beleggingsbeleid

De invulling van beleggingsbeleid met inkomensgericht beleggen verschilt niet wezenlijk van die op basis van een traditionele assetallocatie. Veel pensioenfondsen splitsen hun portefeuille ook nu al op in bijvoorbeeld een matchingdeel en een returndeel. Beleggen voor het basisinkomen is niets anders dan een reeks jaarlijkse kasstromen opbouwen, en dat is precies wat een pensioenfonds doet met de matchingportefeuille. Voor het ambitie-inkomen is het beleggingsdoel anders, en worden beleggingen geselecteerd om het gunstigste risico-rendementprofiel te realiseren. Dit komt overeen met de doelstelling voor een returnportefeuille die pensioenfondsen eveneens al gebruiken.

De invulling van beleggingsbeleid moet vooral gericht zijn op de (pensioen)doelstellingen die deelnemers hebben

De rolverdeling tussen deelnemers, pensioenfondsbestuurders en beleggingsprofessionals verandert uiteraard wel. Deelnemers kiezen zelf veel explicie-ter het risicoprofiel dat bij hun situatie past. Deze keuze is dus niet langer een onderwerp in het beleggingsproces van de beheerder of het pensioenfonds. Fondsbesturen krijgen een regierol en begeleiden deelnemers, bijvoorbeeld door een standaardkeuze te bepalen voor een redelijke SIA. Deelnemers krijgen deze keuze als advies voorgelegd, en kunnen hier desgewenst van afwijken. Dat dit advies een grote rol speelt tonen Johnson en Goldstein (2003), die laten zien dat een grote meerderheid van de mensen liever geen complexe beslissingen neemt en de standaardkeuze volgt. De tweede belangrijke rol

voor fondsbestuurders is het selecteren van geschikte uitvoerders om beleggingsmandaten in te vullen. Beleggingsprofessionals kunnen zich ten slotte vooral richten op het zo effectief en efficiënt mogelijk uitvoeren van hun beleggingsmandaten.

Omdat inkomensgericht beleggen plaatsvindt binnen een premiereregeling veranderen de randvoorwaarden voor de uitvoering van het beleggingsbeleid. De strikte regelgeving van het Financieel Toetsingskader (FTK) zal een minder dominante rol spelen bij de vormgeving en invulling van de beleggingsportefeuille(s). De zorgplicht uit artikel 52 van de Pensioenwet krijgt daarentegen een grotere rol, maar deze richt zich hoofdzakelijk op het verstrekken van informatie (Van Soest et al., 2015). Hierdoor wordt het extra belangrijk dat de discipline in het beleggingsbeleid voor het basisinkomen wordt verankerd. Tegelijkertijd schept de extra flexibiliteit ook nieuwe mogelijkheden om een hoger ambitie-inkomen te realiseren.

Discipline voor een robuust basisinkomen

Beleggen voor het basisinkomen is gericht op zekerheid. Hiermee lijkt het beleggingsbeleid sterk op de huidige praktijk voor Liability Driven Investmentsportefeuilles (LDI). Het doel van de beleggingen in beide typen portefeuilles is het rendement van de benchmark zo nauwkeurig mogelijk te volgen met zo min mogelijk risico. Beleggingen die dit beogen moeten hierbij aansluiten, en geen enkele concessie doen aan de zekerheid van het basisinkomen. Dus ook als de rendementen op bijvoorbeeld zeer kredietwaardige staatsobligaties zeer laag zijn past het niet om meer risicovolle alternatieven te kiezen. De beslissing hoeveel risico te nemen komt immers al tot uitdrukking in de afweging tussen zeker basisinkomen en onzeker ambitie-inkomen. Die afweging moet niet vervuild worden door bij beide risico toe te laten.

Bij een premiereregeling zijn er geen formele verplichtingen, omdat er geen uitkering is toegezegd. Het doel om een zo zeker mogelijk basisinkomen voor de deelnemer te realiseren fungeert daarom als impliciete verplichting. De discipline voor het beleggingsbeleid vloeit bij inkomensgericht beleggen rechtstreeks voort uit de verwachtingen die

deelnemers koesteren, en niet uit een toezegging. De beleggingsresultaten zijn daarmee niet meer onderhevig aan prudentieel toezicht. Fondsbestuurders en de AFM moeten de toezichthoudende rol overnemen en heldere mandaten formuleren die de discipline waarborgen.

Deelnemers laten beslissen over de verhouding tussen risicovrij en risicovol inkomen maakt beleggingsportefeuilles niet minder efficiënt

Flexibiliteit voor een goed ambitie-inkomen

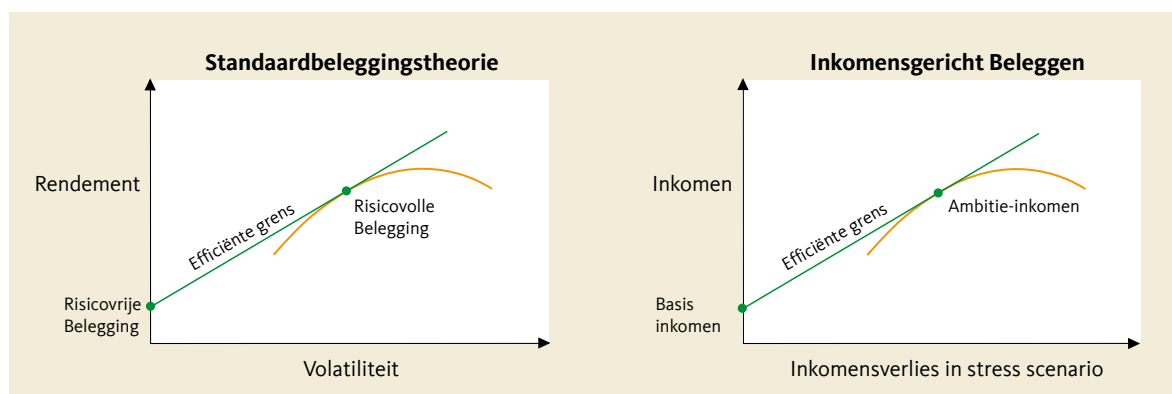
De returnportefeuille levert de rendementen voor het ambitie-inkomen. In dit deel van de portefeuille kunnen risico's worden genomen, zolang daar een goed verwacht rendement tegenover staat. Belangrijke aandachtspunten zijn voldoende diversificatie, heldere risico-rendementsafwegingen en duidelijke mandaten. Ook nu al beheren pensioenfondsen beleggingsportefeuilles op deze integrale manier.

Een voordeel van inkomensgericht beleggen binnen een premiereregeling is dat er meer flexibiliteit mogelijk is in de portefeuillesamenstelling. Zo kan bijvoorbeeld veel eenvoudiger dynamisch beleggingsbeleid worden gevoerd waarmee betere rendementen mogelijk zijn (Madhogarhia en Lam, 2015). Bij de uitkeringsregeling is dat veel lastiger omdat het FTK, terecht, beperkingen oplegt die de intergenerationele solidariteit garanderen.

Gedrag en de beleggingstheorie

Inkomensgericht beleggen is gebaseerd op een geheel eigen benadering van risico, die is gebaseerd op het toetsen van inkomensrobuustheid met stress-scenario's. De benchmark voor de risicovrije

Figuur 2: Vergelijking standaardbeleggingstheorie en inkomensgericht beleggen



belegging is het inkomen en niet cash. Daar moeten alle rendementen dan ook tegen worden afgezet.

Ondanks belangrijke verschillen kent inkomensgericht beleggen dezelfde conceptuele scheiding tussen risicovrije en risicovolle beleggingen als de standaardtheorie. Markowitz (1952) laat zien dat een portefeuille die is samengesteld uit twee portefeuilles die op de efficiënte grens liggen, daar zelf ook op ligt. Deelnemers een gewogen portefeuille laten kiezen, die een combinatie is van een veilig basisinkomen en voor risico en rendement geoptimaliseerd hoog ambitie-inkomen, leidt dan ook niet tot suboptimale portefeuilles (Das et al., 2010).²

Het psychologische voordeel van een expliciete scheiding van basisinkomen en het ambitie-inkomen is dat risicotolerantie tastbaarder wordt gemaakt voor deelnemers. De knip is een toepassing van het psychologische concept van mentale rekeningen (Thaler, 1999). In tegenstelling tot wat in de traditionele beleggingstheorie wordt verondersteld, betrekken mensen van nature niet hun hele financiële situatie bij beleggingsbeslissingen. In plaats daarvan kijken ze naar afzonderlijke beleggingen, zoals obligaties, aandelen en vastgoed. Beleggingsproblemen opknippen in kleinere stukjes maakt het eenvoudiger beslissingen te nemen. Dit is nuttig, omdat te veel opties en te veel informatie mensen ontmoedigt om keuzes te maken (Iyengar, Huberman en Jiang, 2004). De indeling van de potjes is wel van belang, omdat mensen de correlaties ertussen negeren. Hierdoor kunnen suboptimale portefeuilles ontstaan. Inkomensgericht beleggen lost dit probleem op door een basisinkomen te creëren dat kan worden afgestemd op de persoonlijke situatie, en het potje hiervoor te scheiden van het ambitie-inkomen. Deze indeling naar risicovrije en risicovolle beleggingen sluit aan bij de

natuurlijke neiging van beleggers (Rockenbach, 2004).

Conclusie

Inkomensgericht beleggen helpt deelnemers betere beleggingsbeslissingen te nemen, door hun doelen centraal te stellen in plaats van de middelen. Door keuzes te formuleren als verdeling tussen zeker basisinkomen en onzeker ambitie-inkomen worden deelnemers geholpen om zinvolle besluiten te nemen, ook als ze minder kennis hebben van financiële concepten. Het gebruiken van aparte potten voor het basisinkomen en het ambitie-inkomen is een logisch gevolg van inzichten uit de behavioral finance, in het bijzonder van ‘mentale rekeningen’.

Behavioral finance zal een hoofdrol moeten spelen in de verdere discussie over keuzevrijheid binnen ons pensioenstelsel. Dat begint bij het inzicht dat een zwart-wit-benadering, het wel of niet bieden van keuzes, te eenvoudig is. Met een goed ontworpen, overzichtelijke keuze-architectuur kunnen deelnemers beperkte keuzevrijheid krijgen én worden beschermd tegen ongewenste uitkomsten. Hierin zal een belangrijke rol zijn weggelegd voor pensioenfondsbestuurders die bijvoorbeeld standaardkeuzes kunnen gaan bepalen.

Het staat als een paal boven water dat keuzes nooit zinvol zijn als deelnemers de consequenties ervan niet kunnen overzien. Daarom is het startpunt van inkomensgericht beleggen om mensen te vragen of ze een spreekwoordelijke appelboom of een perenboom willen. Voor deelnemers zou het niet nodig moeten zijn om volledig te doorgronden welke zaden nodig zijn om later voldoende te kunnen oogsten. In onze visie is het aan pensioenuitvoerders en fondsen om zich te buigen over het bemesten, bewateren en beschermen van de ontkiemende pensioenplantjes. ■

Literatuur

- Beshears, J., J. Choi, D. Laibson en B. Madrian, 2008, How are preferences revealed?, *Journal of Public Economics*, vol. 92 nr. 8: 1787-1794.
- Chhabra, A., 2005, Beyond Markowitz: a comprehensive wealth allocation framework for individual investors, *The Journal of Wealth Management*, vol. 7 nr. 4: 8-34.
- Das, S., H. Markowitz, J. Scheid en M. Statman, 2008, Portfolio optimization with mental accounts, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 45 nr. 2: 311-334.
- Galen, T. van en T. Kocken, 2016, Persoonlijk financieel risicomanagement met (pre-mortem) scenario's, in Loonen, T. en A. Schepen, eds., *Financiële planning: inzichten uit theorie en praktijk* (te verschijnen).
- Galen, T. van, T. Kocken en S. Lundbergh, 2014, Demystifying pension design: clearer principles foster better practices, *Rotman International Journal of Pension Management*, vol. 7 nr. 2: 60-65.
- Iyengar, S., G. Huberman en W. Jiang, 2004, How much choice is too much? Contributions to 401(k) retirement plans, in Mitchell, O. en S. Utkus, eds., *Pension design and structure: New lessons from behavioral finance*: 83-95, Oxford.
- Johnson, E. en D. Goldstein, 2003, Do defaults save lives?, *Science*, vol. 302: 1338-1339.
- Lusardi, A. en O. Mitchell, 2007, Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education, *Business Economics*, vol. 42 nr. 1: 35-44.
- Madhogarhia, P. en M. Lam, 2015, Dynamic asset allocation, *Journal of Asset Management*, vol. 16 nr. 5: 293-302.
- Markowitz, H., 1952, Portfolio selection, *Journal of Finance*, vol. 7 nr. 1: 77-91.
- NIBUD, 2015, *Budget handboek 2015: Kerncijfers huishoudfinanciën*, Utrecht.
- Prast, H., 2015, De klant centraal bij risicocommunicatie, *ESB*, vol. 100 nr. 4703S: 61-63.
- Rockenbach, B., 2004, The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options, *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 53 nr. 4: 513-527.
- Soest, A. van, B. Werker, B. Dellaerd, S. van Hoogdalen, S. Lundbergh, O. Poiesz, M. Rijff, A. Sandtke, S. Schellekens, Y. van Straalen, en M. Turlings, 2015, *Zorgplicht voor pensioenproducten*, Netspar Industry Series, nr. Occasional-01 / 2015.
- Sunstein, C. en R. Thaler, 2008, *Nudge: The politics of libertarian paternalism*, New Haven.
- Thaler, R., 1999, Mental accounting matters, *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 12 nr. 3: 183-206.

Noten

- 1 Drs. Thomas van Galen is Researcher bij Cardano Insights en tevens verbonden aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Drs. Gijs Spijkers is Client Director bij Cardano Nederland.
- 2 Merk op dat het basisinkomen hier de benchmark is voor de risicovrije beleggingen. Wanneer het opbouwen van kapitaal ten doel heeft om bijvoorbeeld een hypotheek af te lossen, moet een andere benchmark worden gebruikt voor risicovrije beleggingen



KEMPEN
CAPITAL MANAGEMENT

Altijd samen in beweging,
dat houdt jong.

Kempen Capital Management feliciteert VBA met 55 jaar.