Slagen we voor de toets op de risicohouding?



April 2026

ORTEC FINANCE

Inhoud

1. Inleiding 3

2. Wettelijk kader 4

2.1. Effect van scenariosets op de risicohoudingstoets 4

3. Waarom verschillen de uitkomsten per scenarioset? 6

3.1. De verwachtingsmaatstaf 6

3.2. De lange-termijn risicomaatstaf 8

3.3. Implicaties voor het beleggingsbeleid 9

4. Hoe kan de toetsing meer robuust worden? 10

5. Handelingsperspectief voor bestuur en beleid 11

1. Inleiding

Fondsen die in 2025 zijn ingevaren, moeten vóór 30 juni 2026 toetsen of het risico van het beleggingsbeleid nog past binnen de vastgestelde grenzen van de risicohouding. Voor fondsen die per 1 januari 2026 zijn ingevaren geldt deze toets uiterlijk 30 juni 2027. Deze risicohoudingstoets heeft de jaarlijkse haalbaarheidstoets onder het FTK vervangen en speelt een centrale rol in de governance rondom het beleggingsbeleid onder de Wtp.

In de praktijk blijkt dat deze toets bij ongewijzigd beleid in veel gevallen niet wordt gehaald op het onderdeel van de verwachtingsmaatstaf. De Pensioenfederatie heeft hierover overleg gevoerd met De Nederlandsche Bank (DNB) en in haar nieuwsbrief aangegeven dat het mogelijk is om de ondergrens van de verwachtingsmaatstaf tijdelijk naar beneden bij te stellen. Dit biedt echter geen structurele oplossing.

Dit artikel analyseert welke aanpassingen een gemiddeld pensioenfonds moet doorvoeren in haar beleggingsbeleid om te blijven voldoen aan de verwachtingsmaatstaf. Deze aanpassing is een significante verhoging van het risicoprofiel waardoor de bandbreedte van de risicomaatstaf wordt overschreden.

Het artikel gaat verder in op de vraag waarom de verwachtingsmaatstaf in recente scenariosets structureel onder druk staat en welke rol de kenmerken van de scenariosets daarbij spelen.

Aansluitend wordt ingegaan op de vraag hoe de risicohoudingstoets zo kan worden ingericht dat deze haar functie behoudt als instrument om te signaleren of het risicoprofiel van het beleggingsbeleid en de toedelingsregels nog aansluit bij de vastgestelde risicohouding.

2. Wettelijk kader

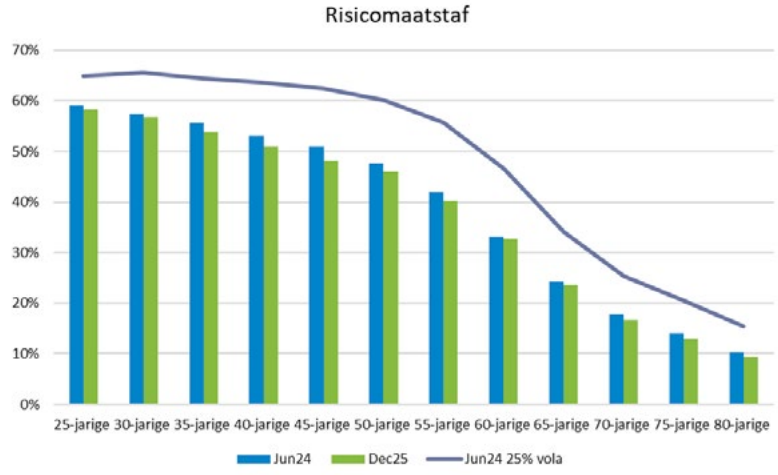
De toezichthouder legt de lat voor de risicohouding hoog. DNB verwoordt[1] dit als “De pensioenuitvoerder bewaakt de balans tussen een voldoende richtinggevende begrenzing voor de toedelingsregels en het beleggingsbeleid en een robuust meerjarig beleid waarbij niet stelselmatig de grenzen van de risicohouding worden overschreden als gevolg van exogene factoren.”

Dit heeft ertoe geleid dat pensioenfondsen een beperkte marge gedefinieerd hebben om enerzijds de risicomaatstaven voldoende sturende te kunnen laten zijn voor het beleggingsbeleid en de toedelingsregels en anderzijds ruimte te hebben om fluctuaties voortkomend vanuit de scenariosets te kunnen opvangen.

2.1. Effect van scenariosets op de risicohoudingstoets

Stel dat een fonds de grenzen voor de wettelijke risicomaatstaven had vastgesteld op basis van de set per eind juni 2024. Zouden de risicomaatstaven nu nog binnen de gedefinieerde grenzen vallen als er een toetsing plaatsvindt op basis van de scenarioset per december 2026? Hierbij wordt ervan uitgegaan dat het fonds de ondergrens voor de verwachtingsmaatstaf op basis van de Jun24 set heeft bepaald met een afslag op het aandelenrendement van 0.5% om enige marge in te bouwen. Ook wordt bekeken wat de impact zou zijn als de marge van 1% zou zijn toegepast. Voor de ondergrens van de lange termijn risicomaatstaf nemen we aan dat deze vastgesteld is op basis van een scenarioset met een volatiliteit van het aandelenrendement van 25%.

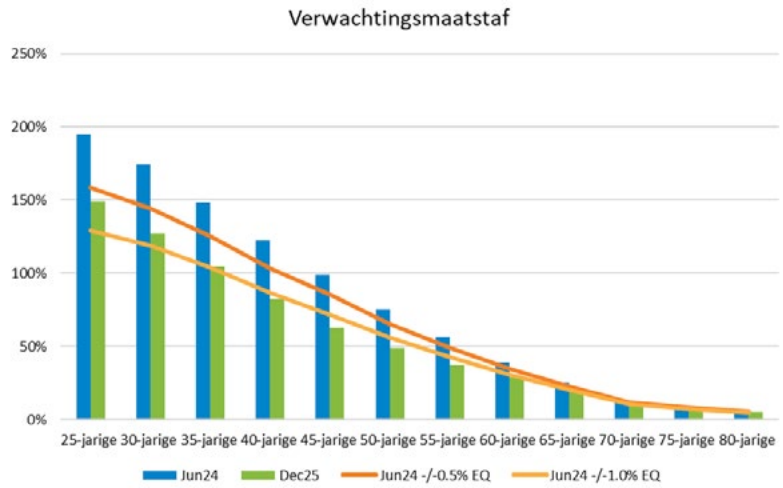
Uit de toetsing van de lange termijn risicomaatstaf blijkt dat de grenswaarde niet overschreden zou worden. De verschillen tussen de uitkomsten op basis van de juni 2024 scenarioset en de uitkomsten op basis van december 2025 set zijn beperkt en liggen ruim onder de gedefinieerde bovengrens van de risicomaatstaf.



[1] *Waaraan moet de onderbouwing van de risicohouding ten minste voldoen? | De Nederlandsche Bank*

Bij de verwachtingsmaatstaf ontstaat een ander beeld. Deze is met de nieuwe scenarioset significant gedaald. Dit geldt voor alle generaties. Voor het cohort 25-jarigen is de maatstaf gedaald van bijna 200% naar 150%. Een daling van 25%.

De volgende grafiek geeft door middel van lijnen aan wat de ondergrens voor de verwachtingsmaatstaf zou zijn geweest op basis van de scenarioset van juni 2024, waarbij er voor de ondergrenzen rekening gehouden is met een afslag op het aandelenrendement van respectievelijk 0.5%punt en 1.0%punt. De groene balken laten zien dat voor de generaties 40 tot 65 jaar de meest ruime ondergrens van de verwachtingsmaatstaf op basis van de december 2025 scenarioset niet gehaald wordt. Ofwel, er wordt te weinig risico genomen in het beleggingsbeleid om de ondergrens voor de verwachtingsmaatstaf te halen. Bij de prudentere ondergrens op basis van een afslag van 0.5%punt aandelen rendement wordt de grens voor alle leeftijden niet gehaald.



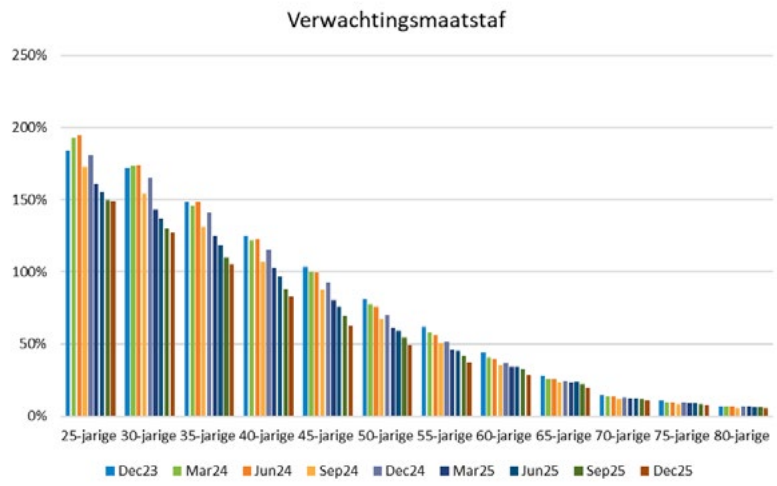
Overigens is dit effect niet alleen te zien bij de Dec25, maar ook al bij de andere scenariosets uit 2025.

3. Waarom verschillen de uitkomsten per scenarioset?

Hiervoor is voor een gemiddeld pensioenfonds een analyse uitgevoerd door de wettelijke maatstaven te berekenen op een aantal historische scenariosets. De meest gevoelige maatstaf vanuit de wettelijke maatstaven is de verwachtingsmaatstaf. Deze maatstaf geeft aan hoe het mediane gemiddelde pensioen van een deelnemer, gecorrigeerd voor inflatie, zich verhoudt ten opzichte van het “Hypothetische Geheel Risicomijdende Beleggingsbeleid”. Deze laatste grootheid wordt bepaald door aan te nemen dat het initiële pensioenkapitaal en de toekomstige premies belegd zouden worden in een hypothetisch reëel matchend beleggingsinstrument.

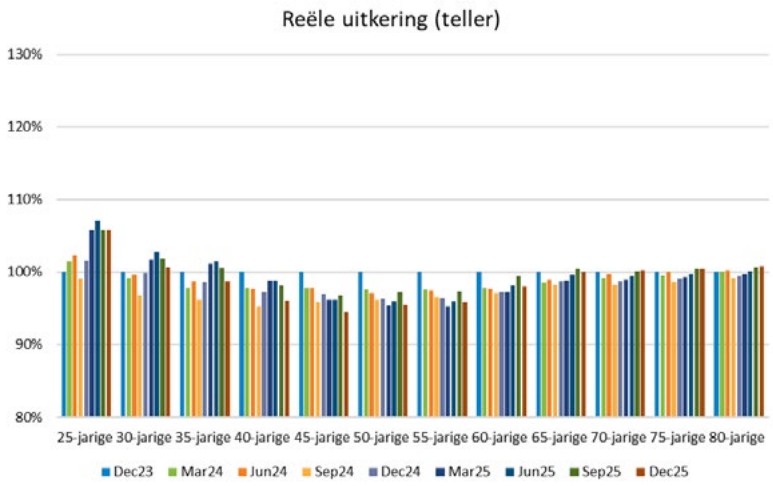
3.1 De verwachtingsmaatstaf

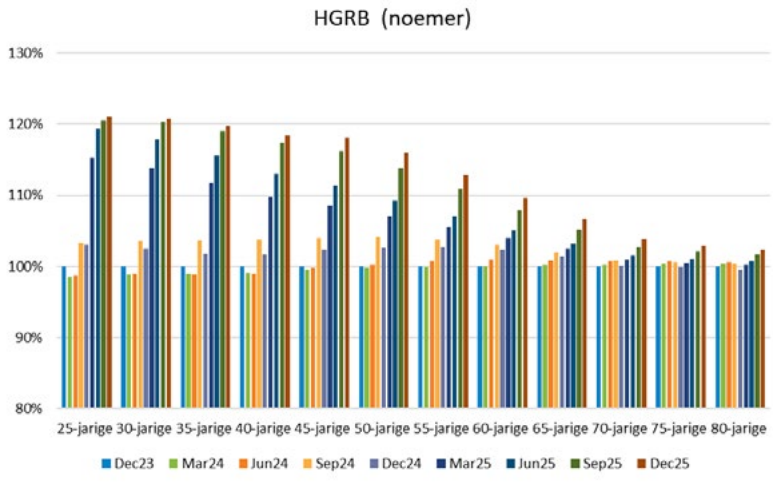
Onderstaande grafiek laat zien dat deze verwachtingsmaatstaf sinds de afgelopen scenariosets flink is gedaald. Voor het cohort 25-jarigen is er een daling van 25% op basis van de december 2025 scenarioset ten opzichte van de berekende waarde op basis van bijvoorbeeld de scenarioset per juni 2024. Voor veel fondsen zal gelden dat dat de grenzen voor de risicohouding ergens in 2023 of 2024 zijn vastgesteld, en dat de daling van de verwachtingsmaatstaf buiten de vastgestelde ondergrens voor de maatstaf ligt.



De vraag is, of deze daling van de verwachtingsmaatstaf nu een aanleiding vormt om het beleggingsbeleid te herzien?

Hiervoor onderzoeken we eerst wat de oorzaak is van deze afgenomen verwachtingsmaatstaf. De verwachtingsmaatstaf is op te delen in twee delen: de teller en de noemer. De teller is de verwachte reële uitkering, en wordt voornamelijk gedreven door de lifecycle, de risicopremies op aandelen en de ontwikkeling van inflatie. De noemer is het "hypothetisch geheel risicomijdend beleid" (HGRB), en wordt voornamelijk gedreven door reële rente en inflatie. Bij uitsplitsing van de resultaten van de teller en noemer (beiden genormaliseerd op waarde per Dec23) ontstaat het volgende beeld:

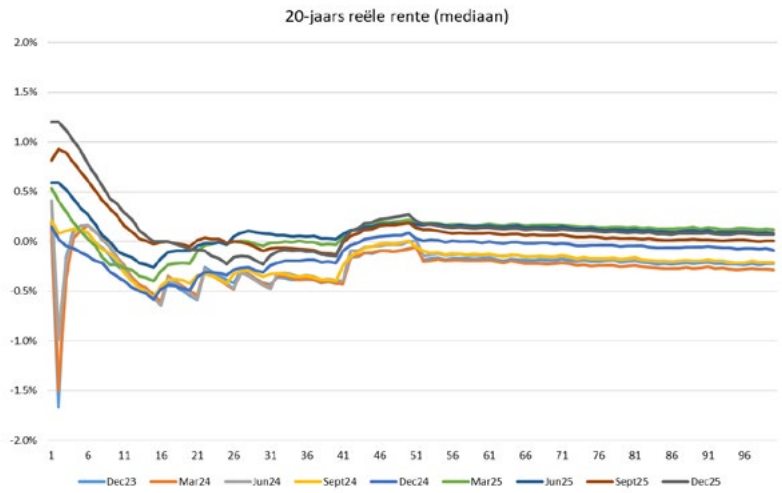




De verschillen in de teller, de mediane reële uitkering, tussen de opeenvolgende sets zijn relatief klein. De grafiek laat zien dat de waarde over de sets ligt tussen 95% en 108% van de waarde zoals berekend op basis van de december 2023 scenarioset.

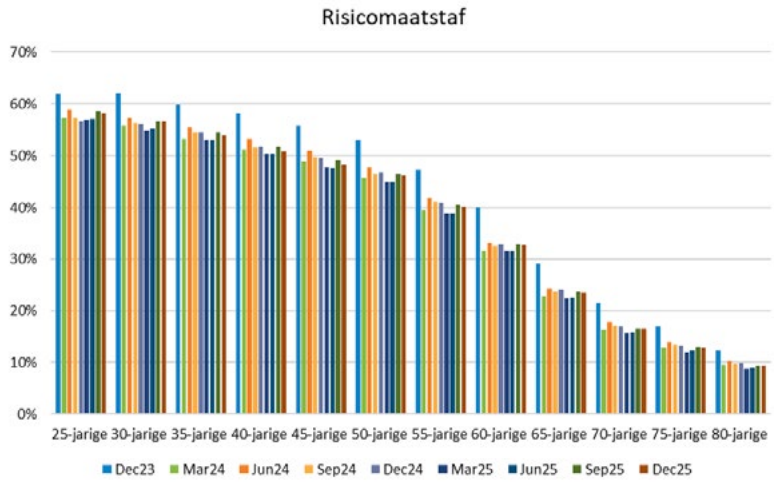
De verschillen in de noemer, het HGRB, zijn echter veel groter. Voor een 25-jarige is deze zelfs ruim 20% hoger op basis van de meest recente scenariosets ten opzichte van de berekende waarde per december 2023. Deze noemer, het reële risicovrije alternatief, wordt bepaald door de reële rente in de scenariosets. Diepere analyse van de sets laat zien dat deze reële rente in de laatste sets significant hoger ligt dan in de voorgaande sets (zie onderstaande figuur). Dit geldt niet alleen voor de initiële reële rente, welke gerelateerd is aan de gestegen nominale rente, maar ook voor de langere termijn waarde van de reële rente.

Een hogere reële rente betekent dat er een hoger "geheel risicovrij reëel pensioen" kan worden ingekocht, waardoor de noemer van de verwachtingsmaatstaf toeneemt.



3.2 De lange-termijn risicomaatstaf

Onderstaande figuur geeft voor een gemiddeld fonds weer hoe de lange termijn risicomaatstaf varieert tussen de scenariosets.



In Dec23 is een duidelijke piek te zien in de risicomaatstaf, en in de sets van Mar25 en Jun25 is juist een lagere waarde waarneembaar. Dit heeft een directe relatie met de volatiliteit van de aandelen rendementen in de diverse scenariosets. Zie onderstaande tabel.

De hogere volatiliteit zorgt voor hogere spreiding tussen de pensioenuitkomst in het 5%percentiel en de mediaan, waardoor de risicomaatstaf hoger ligt.

Standaarddeviatie	Dec23 DNB-P	Mar24 DNB-P	Jun24 DNB-P	Sep24 DNB-P	Dec24 DNB-P	Mar25 DNB-P	Jun25 DNB-P	Sep25 DNB-P	Dec25 DNB-P
Aandelenrendementen	19.8%	16.6%	17.3%	17.0%	16.1%	15.2%	15.2%	15.8%	15.7%

De oorsprong van deze schommeling van de volatiliteit is niet zozeer een ontwikkeling van de economische markten, die doorwerken in de langjarige volatiliteit van aandelenrendementen, maar een modelspecificatie die ervoor moet zorgen dat het meetkundige rendement op aandelen rond de 5.4% moet liggen.

3.3 Implicaties voor het beleggingsbeleid

De conclusie kan worden getrokken dat veel fondsen de vastgestelde ondergrens van de verwachtingsmaatstaf zullen overtreden. Het fonds zal dan actie moeten ondernemen om boven de ondergrens van de verwachtingsmaatstaf te komen. Dit zal het alleen kunnen bewerkstelligen door een offensiever risicoprofiel van het beleggingsbeleid of de lifecycle te kiezen. Een ander alternatief is een nieuw RPO uit te voeren en de risicohouding opnieuw vast te stellen.

De vraag wordt dan: hoeveel zou het beleggingsbeleid moeten worden aangepast om te vallen binnen de bandbreedtes? Daarbij wordt uitgegaan van de situatie per december 2025. Aangezien de grens van de verwachtingsmaatstaf wordt doorbroken, zal het fonds offensiever moeten beleggen. Tegelijkertijd moet er ook rekening worden gehouden met de bandbreedte van de risicomaatstaf: als er te offensief wordt belegd, kan deze worden doorbroken.

Voor de hogere ondergrens, afgeleid van een 0.5% punt lager aandelenrendement, zal tussen de 20%[2] en 30% meer moeten worden belegd in aandelen. Voor de lagere ondergrens van de verwachtingsmaatstaf gebaseerd op een 1.0%-punt lager aandelenrendement is dat tussen de 10% en 20%. Een aanzienlijk offensiever beleggingsbeleid.

Dit offensievere beleggingsbeleid leidt ook tot een hogere risicomaatstaf. Dit heeft tot gevolg dat het risico boven de gestelde grenswaarde komt te liggen. Als er 20% of 30% meer in zakelijke waarden wordt belegd, valt het fonds buiten de gestelde bandbreedte van de lange termijn risicomaatstaf.

Het fonds zit dus in een spagaat. Meer beleggen in zakelijke waarden moet aan de ene kant om te voldoen aan de verwachtingsmaatstaf, maar mag niet omdat dan niet wordt voldaan aan de risicomaatstaf.

Daarnaast is het ook de vraag of de overstap naar een meer risicovolle lifecycle in het belang is van de deelnemers. Immers in de periode tussen juni 2024 en december 2025 is er geen aanleiding om de toekomst significant anders te beschouwen. De rente is weliswaar gestegen, maar de lange termijn uitgangspunten in termen van lange termijn inflatie, rente en aandelenrendementen zijn voor veel fondsen niet gewijzigd. Waardoor er vanuit een economisch oogpunt geen reden is om de lifecycle te veranderen.

[2] Stel dat er voor een generatie waarvoor 100% allocatie naar de aandelenportefeuille belegd wordt, wordt deze verhoogd naar 120%. Voor een generatie die bv 50% blootstelling heeft naar aandelen risico, wordt deze verhoogd naar 60%.

4. Hoe kan de toetsing meer robuust worden?

De korte-termijnoplossing die de Pensioenfederatie met De Nederlandsche Bank heeft besproken is om de bandbreedtes soepeler op te stellen3. Voornamelijk de bandbreedte van de verwachtingsmaatstaf is in veel gevallen strak. Een tijdelijke optie is om een ruimere bandbreedte te bepalen door uit te gaan van een nog grotere risicopremieafwijking. Het nadeel is dat hiermee de bandbreedtes zo ruim worden dat het instrument van de risicohouding zijn waarde verliest: immers de grenzen moeten vooral ruim gesteld worden om variabiliteit tussen sets op te vangen, in plaats van dat het als instrument ingezet kan worden om te toetsen of het risico nog in lijn is met risicoprofiel van de deelnemers. Daarmee is dit geen oplossing voor de lange termijn.

Een andere suggestie is om de verwachtingsmaatstaf meer af te stemmen op het rendement dat benodigd is om een acceptabel pensioen te behalen. Bijvoorbeeld door de pensioendoelstelling te relateren aan het pensioen bij een hypothetisch risicovrij alternatief. Het probleem hierin is, dat dit voor een startende deelnemer nog wel te bepalen is. Dit kan bijvoorbeeld het pensioen ter grootte van 80% van het middelloon in de mediaan versus het hypothetisch risicovrije alternatief zijn. Hierbij is het echter minder voor de hand liggend hoe je dit zou moeten vaststellen voor alle tussenliggende generaties. Immers het is niet logisch om bij een lifecycleprofiel aan te nemen dat het benodigde rendement per jaar voor een 25-jarige en voor een 45 of 55-jarige deelnemer gelijk is. Ook geldt dat zolang de verwachtingsmaatstaf uitgedrukt wordt als percentage van het geheel risicovrije reële alternatief, de noemer van deze grootheid tussen scenariosets flink volatiel blijft, waarmee dit het probleem maar beperkt wordt opgelost.

Een voor de hand liggende oplossingsrichting ligt in meer consistentie in de lange-termijnkenmerken van de scenariosets. Denk hierbij aan stabiele lange-termijnniveaus van verwachte rente, inflatie en beurskoersen, en aan een meer stabiele langetermijnvolatiliteit van deze grootheden. Actuele marktontwikkelingen hebben in het algemeen invloed op de korte-termijnniveaus van rente, inflatie, koersen en volatiliteit, maar werken niet door in de lange-termijnwaarden van deze grootheden.

Denk hierbij aan stabiel niveau van verwachte rente, inflatie en beurskoersen op lange termijn, en een meer stabiele lange termijn volatiliteit van deze grootheden. Immers een actuele ontwikkeling in de markten zal in het algemeen invloed hebben op korte termijn niveaus van rente, inflatie, koersen en volatiliteit, maar zal geen invloed hebben op de lange termijn waarden van deze grootheden. Op korte termijn kunnen de sets wel verschillen, doordat bijvoorbeeld de startrente hoger of lager ligt. Door uit te gaan van meer stabiele lange termijn kenmerken van de scenariosets kan de risicotoetsing ook beter zijn werk doen: namelijk signaleren of het risicoprofiel hoger of lager is geworden dan beoogd, en of verwachte pensioenuitkomsten ten opzichte van vorige periodes significant zijn veranderd.

[3] Pensioenfondsen die door de rentestijging niet meer voldoen aan de begrenzing voor de verwachtingsmaatstaf en geen ruimte hebben om hieraan te voldoen door meer beleggingsrisico te nemen, mogen hun begrenzing neerwaarts aanpassen, zo heeft DNB aan de Pensioenfederatie gemeld. Dit kan zonder een nieuw risicopreferentieonderzoek te doen.

5. Handelingsperspectief voor bestuur en beleid

De uitkomsten van de risicohoudingstoets laten zien dat pensioenfondsen bij ongewijzigd beleid en ongewijzigde scenariosets structureel kunnen aanlopen tegen een spanningsveld tussen de verwachtingsmaatstaf en de risicomaatstaf. Dit vraagt om een expliciete bestuurlijke duiding van de toetsresultaten, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen veranderingen die voortkomen uit beleidskeuzes en effecten die het gevolg zijn van aanpassingen in de scenario-aannames.

Vanuit governanceperspectief ligt het voor de hand om de risicohoudingstoets niet uitsluitend als rekenkundige compliance-toets te benaderen, maar als signaalinstrument binnen het strategisch risicobeheer. Dit impliceert dat bestuur en fonds expliciet vastleggen hoe toetsuitkomsten worden geïnterpreteerd, wanneer bijsturing van beleid aan de orde is en in hoeverre volatiliteit tussen scenariosets als beleidsrelevant wordt beschouwd. Meer consistentie in de lange termijnkenmerken van scenariosets kan daarbij bijdragen aan een beter hanteerbare en betekenisvolle toepassing van de risicohoudingstoets.

Auteurs



Sacha van Hoogdalem
Managing Director
Sacha.vanHoogdalem@ortecfinance.com
https://www.linkedin.com/in/sacha-van-hoogdalem/



Tom Berkelmans
Consultant
Tom.Berkelmans@ortec-finance.com
https://www.linkedin.com/in/tom-berkelmans/

Disclaimer

Ortec Finance wil benadrukken dat Ortec Finance een softwareleverancier is van technologie en IT-oplossingen voor risico- en rendementsmanagement voor instellingen en particuliere beleggers. Houd er rekening mee dat deze informatie met zorg is opgesteld met behulp van de best beschikbare gegevens. Deze informatie kan informatie bevatten die door derden verstrekt is of afgeleid is van gegevens van derden en/of gegevens die mogelijk zijn gecategoriseerd of anderszins zijn gerapporteerd op basis van instructies van de klant. Ortec Finance en haar externe leveranciers aanvaarden geen verantwoordelijkheid voor de nauwkeurigheid, tijdigheid of volledigheid van dergelijke informatie. Ortec Finance en haar externe leveranciers aanvaarden geen aansprakelijkheid voor de gevolgen van investeringsbeslissingen die met betrekking tot deze informatie worden genomen.

Op al onze diensten en activiteiten zijn onze algemene voorwaarden van toepassing die te raadplegen zijn op https://www.ortecfinance.com/ en kunnen op verzoek kosteloos worden toegezonden. Elke hierin verstrekte analyse is afgeleid van uw gebruik van de software van Ortec Finance en vormt geen advies over de waarde van effecten of de wenselijkheid van het investeren in, kopen of verkopen van effecten. Alle resultaten en analyses in verband met de software van Ortec Finance zijn gebaseerd op de input van u, de opdrachtgever. Ortec Finance is niet geregistreerd als beleggingsadviseur onder de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, een gelijkwaardige wet in een ander land en elke daaropvolgende wet of regelgeving. Voor alle duidelijkheid, in het geval dat termen als “klant(en)” en “adviseur(s)” worden gebruikt in communicatie van Ortec Finance, worden deze termen altijd verwezen naar klant(en) van de contractklant van Ortec en diens adviseur(s).

Bepaalde links in digitale producten of diensten van Ortec Finance, inclusief maar niet beperkt tot haar website, leiden naar bronnen die worden onderhouden door derden waarover Ortec Finance geen controle heeft. Ortec Finance geeft geen verklaringen of garanties met betrekking tot de nauwkeurigheid van, of enig ander aspect met betrekking tot deze middelen.

ORTEC FINANCE

Over ons

Wij zijn een toonaangevende aanbieder van technologie en oplossingen voor risico- en rendementsbeheer. Ons doel is mensen in staat te stellen zelf **de complexiteit van investeringsbeslissingen te beheersen.**

Dat doen we door technologie en oplossingen voor investeringsbeslissingen te leveren aan financiële instellingen, vermogensbeheerders & -adviseurs, en vastgoedorganisaties wereldwijd. Onze kracht ligt in de effectieve combinatie van geavanceerde modellering, innovatieve technologie en diepgaande marktkennis. Dit helpt investeringsprofessionals risico-rendement verhoudingen verbeteren, met betere resultaten als gevolg.

600+
klanten

96%
klantbehoud

20+
Actief in 20+ landen

14+
biljoen euro aan beheerd vermogen door onze klanten

Hoofdkantoor in Rotterdam. En kantoren in Amsterdam, Londen, Zürich, Toronto, New York, Melbourne en Singapore.

contact@ortecfinance.com www.ortecfinance.com