

Nut als maat voor risicobereidheid

Wet Vpr: Rolverdeling op de helling

In deze aflevering en in een later nummer van PA, geven de auteurs een overzicht van de wijzigingen in de Wet verbeterde premieregeling (doorbeleggen) en gaan ze in op de rol van de pensioenuitvoerder zoals de AFM deze in zijn leidraad heeft verwoord. Ook geven ze inzicht in de gevolgen voor het pensioen van de deelnemers van (meer) risico in zowel de opbouw- als uitkeringsfase. Ze introduceren daarbij het begrip 'nut' als maatstaf van individuele risicobereidheid en sluiten af met (fiscale) knelpunten en een doorkijk naar de relatie van de wet met het (een) nieuw(e), toekomstig(e) pensioenstelsel. Uit alles blijkt: de rolverdeling van adviseur en uitvoerder gaat op de helling.

DOOR ERIC BOT & JACK BORREMANS



Jack Borremans

is venoot bij LNBB actuarissen + pensioenconsultants en partner bij Performance. Beide auteurs zijn deelnemer aan de werkgroep Wft bij de Kring van Pensioenspecialisten (KPS).



Eric Bot

is bestuurder bij pensioenfonds SNS Reaal en Sr Compliance Officer bij Zwitserleven. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

Het zal geen enkele pensioenprofessional zijn ontgaan: Op 1 september 2016 is de Wet verbeterde premieregeling in werking getreden. Deze wet is in de adviespraktijk van premiepensioenen door aanbieders en adviseurs vrij snel verengd tot de 'Wet doorbeleggen'. Ook in dit blad is eerder stilgestaan bij productoplossingen voor variabele uitkeringen.¹ Deze wet raakt de productontwikkeling en advisering echter op veel meer terreinen dan alleen op het keuzemoment voor een vaste dan wel variabele uitkering bij het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Voor adviseurs en deelnemers aan dit type regelingen is dit wellicht wel het meest zichtbare deel. Zowel de AFM als DNB hebben vanuit hun toezichtsrol ook de nodige informatie en guidance voor vragen en antwoorden aan de markt beschikbaar gesteld met de komst van de wet. Zo heeft de AFM in december 2016 een leidraad gepubliceerd.² In dit artikel en in een vervolgartikel gaan we in op een aantal onderwerpen die een rol spelen bij de komst van de Wet verbeterde premieregeling. We beginnen met een overzicht van de wijzigingen van deze wet en gaan vervolgens in op de rol van de pensioenuitvoerder zoals de AFM deze in zijn leidraad heeft verwoord. Vervolgens geven we inzicht in de gevolgen voor het pensioen van de deelnemers van (meer) risico in zowel de opbouw- als uitkeringsfase. Daarbij introduceren we het begrip 'nut' als maatstaf van individuele risicobereidheid. We sluiten het tweeluik af met (fiscale) knelpunten die resterend zijn en een doorkijk naar de relatie van deze wet

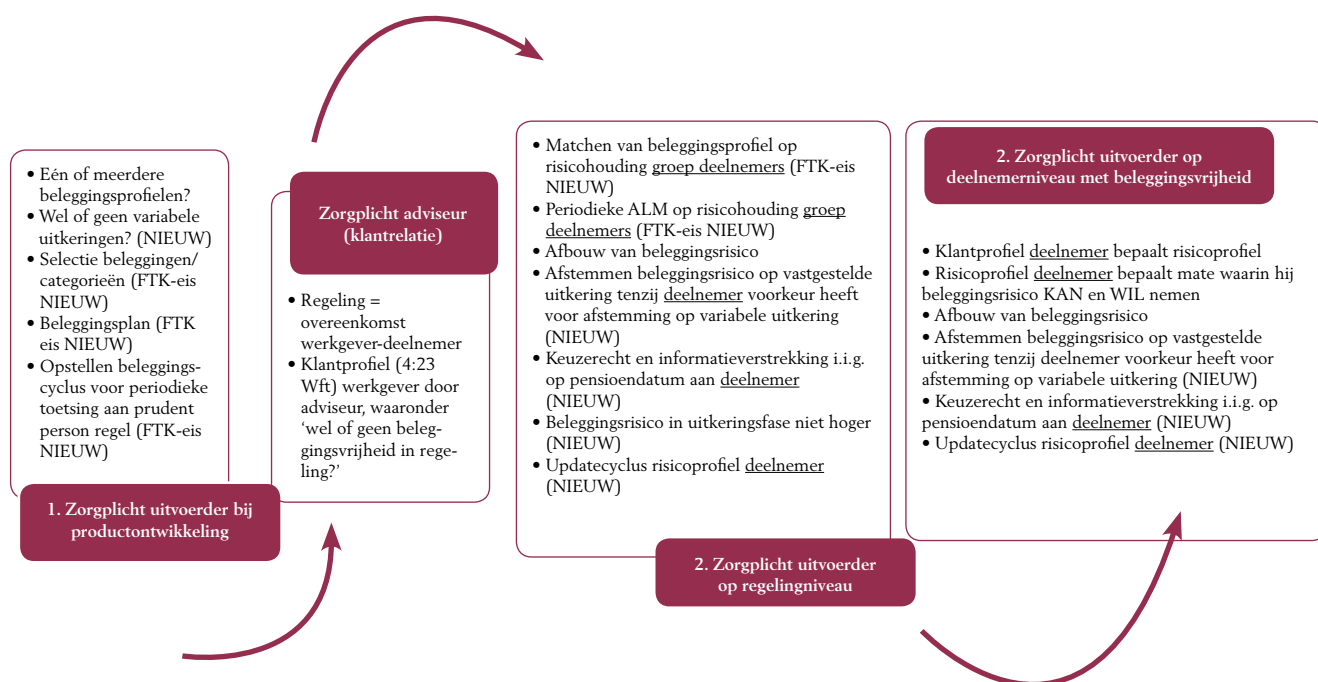
met het nieuwe, voorsnog theoretische bouwwerk van een toekomstig nieuw pensioenstelsel.

Levenscyclus product en regeling.

Meer en meer raakt de wereld van het Financieel Toetsingskader (hierna: FTK) – zeg maar de pensioenfondspraktijk – de wereld van de rechtstreeks verzekerde regelingen. Maar ook omgekeerd is dit het geval. Sinds twee jaar kennen we het Algemeen Pensioenfonds (APF) als nieuwe pensioenuitvoerder van minder

Een direct gevolg van de Wet verbeterde premieregeling is dat een automatische default voor life cycles niet zonder meer mogelijk is

zekere pensioenen. Ooit bedacht, ja zelfs ge-positioneerd, als goedkope variant van (nominaal) verzekerde middelloonregelingen in de MKB-adviespraktijk door de oprichters van deze APF-en.³ Maar inmiddels voorsnog een uitvoeringsmogelijkheid om ondernemingspensioenfonds te verleiden hun zelfstandigheid op te geven. Het is nu nog te vroeg om te oordelen of MKB-werkgevers het APF in groten getale zullen omarmen. In ieder geval zet het APF het gesprek met de werkgever en diens werknemers over de mate van risico dat



wordt gelopen met de pensioenpremie in een breder kader. De Wft-pensioenadviseur wordt wel geacht het APF mee te nemen in zijn advisering,⁴ het vakbekwaamheidsbouwwerk is op dit punt uitgebreid. Maar het FTK drukt zijn stempel ook op premiepensioenregelingen. De 'prudente beleggingseis' is één op één overgenomen uit het FTK.⁵ De zorgplicht voor aanbieders, met de komst van de Wet verbeterde premieregeling, werkt echter op veel meer terreinen door.

In een overzicht relateren we de Wet verbeterde premieregeling aan de productfasen van premiepensioenen.

Wat opvallend is aan dit proces is het nagenoeg ontbreken van een rol van de adviseur. Wat blijft is het bemiddelen (en adviseren) in het premiepensioenproduct met inachtneming van de adviesregels van het Burgerlijk Wetboek en de Wft. De Wet verbeterde premieregeling en de daarop gebaseerde leidraad en guidance-documenten van beide toezichthouders focussen op de diepte en verbrede zorgplicht van pensioenuitvoerders en 'fietsen', via de achterdeur, de Wft-adviesregels binnen bij premiepensioenproducten.

Zorgplicht bij productontwikkeling

De zorgplicht van de pensioenuitvoerder start, logischerwijs, op de tekentafel. Dit klinkt als een open deur. Uit periodiek onderzoek blijkt dat de producten van steeds betere kwaliteit zijn. De fundering van een goed product wordt geslagen bij de ontwikkelings- en beoordelingscyclus van de motor van het product zijnde de bouwstenen van de beleggingen in het premiepensioenproduct. Dit zijn de life cycles waarmee het tijdsafhankelijke beleggingsrisico gestandaardiseerd wordt afgebouwd, en de beleggingsfondsen waarmee de strategische assetallocatie in de life cycles worden ingevuld. Dit gaat nog grotendeels buiten het gezichtsveld van adviseurs, werkgevers en deelnemers om, maar zijn dé fundering om als uitgangssituatie van een goed pensioenproduct te kunnen spreken.

Zorgplicht op regeling niveau

Tijdens de uitvoering van een pensioenregeling liggen er meer zorgplichtvereisten bij de pensioenuitvoerder van de regeling.

Een direct gevolg van deze Wet is dat een automatische default niet zonder meer mogelijk is. Op dit moment biedt iedere uitvoerder nog een default life cycle aan waarin iedere deelnemer, standaard, wordt opgenomen. In veruit de meeste gevallen is dit het middelste profiel, door marketeers bij de productaanbieders veelal gemakshalve aangeduid als het 'neutrale profiel'. Maar wat is neutraal? Een vraag, die alle aanbieders van deze producten

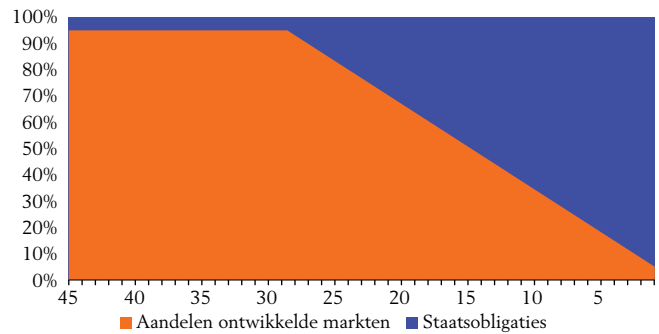
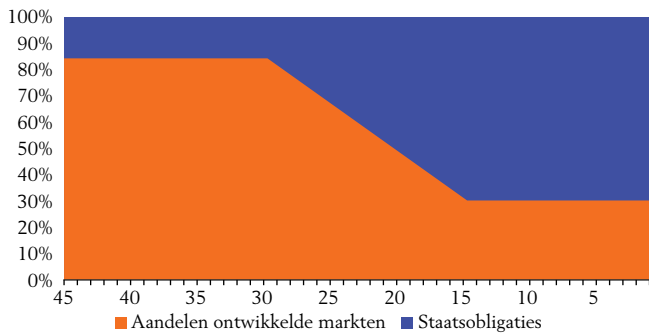
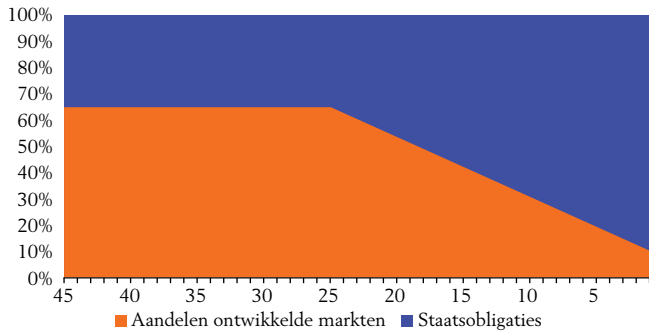
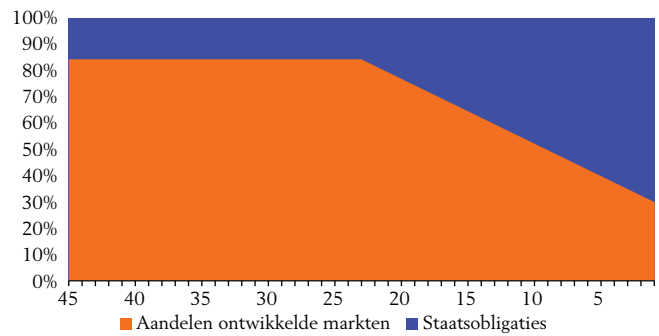
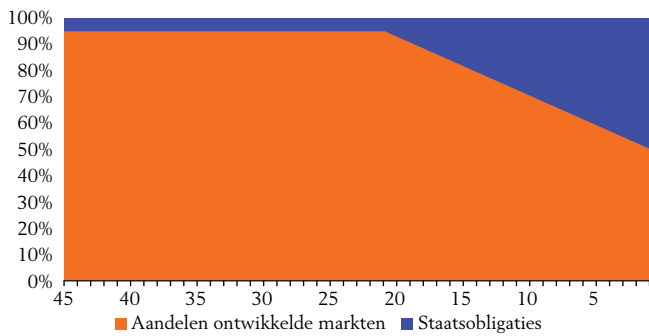
De lage rente is niet het probleem waarvoor 'doorbeleggen' de oplossing zou zijn

zich nu veel vaker en explicieter moeten gaan afvragen. Want dit 'neutrale profiel' moet wel aansluiten op de groep deelnemers waarvoor de uitvoerder pensioengelden gaat beleggen.⁶ Gedurende de levenscyclus van het product, en de looptijd van de uitvoeringsovereenkomst, zal de uitvoerder een periodieke monitoring doen van de strategische keuzes die ten grondslag liggen aan het gevoerde beleggingsbeleid, maar ook op de passendheid daarvan voor de groep deelnemers die pensioen opbouwen.⁷

Ter indicatie zijn vijf life cycles, vereenvoudigd, hieronder weergegeven, waarin de beleggingsmix wordt getoond, afgezet tegen de jaren tot aan de pensioendatum. De eerste drie profielen komen overeen met drie 'neutrale' profielen van producten die thans in de markt verkrijgbaar zijn, en sorteren voor op een vaste uitkering. Opgemerkt zij dat dit evengoed een offensief, neutraal en defensief profiel in één specifiek premieproductproduct zijn. De laatste twee profielen zijn verlengde profielen van twee van de drie profielen, waarmee wordt voorgesorteerd op twee, fictieve, (vast dalende) variabele uitkeringsproducten over de eerste twintig jaar na de pensioendatum.

Klantrelaties

Voor pensioenadviseurs ligt hierin een duidelijke kans om bij het opstellen van het klantprofiel van de werkgever, voorafgaand aan de totstandkoming van de pensioenregeling, de door de aanbieder ontwikkelde (default-) life cycles onderling te vergelijken.



Het klantprofiel rust op vier pijlers, waaronder 'risicobereidheid'.⁸ Risicobereidheid anno 2017 gaat over de mate van risico dat een werkgever zijn werknemers laat lopen bij het beleggen van een premie in een pensioenregeling. Evenals over de risicobereidheid die een deelnemer zelf hierbij wenst te lopen.

Ter illustratie deze (zie schema) analyse voor een 43-jarige deelnemer die 'bovenop' het glijpad van de vijf getoonde beleggingsprofielen staat en voor het eerst inzicht krijgt in de impact van de verschillende beleggingsprofielen, met en zonder variabele uitkering, op het verwachte pensioenresultaat op 67 jaar. Daarbij zij opgemerkt dat het variabele pensioen natuurlijk na ingang niet gegarandeerd is én dat de deelnemer, zolang het pensioen nog niet is ingegaan, kan 'hoppen' over de verschillende beleggingsprofielen.

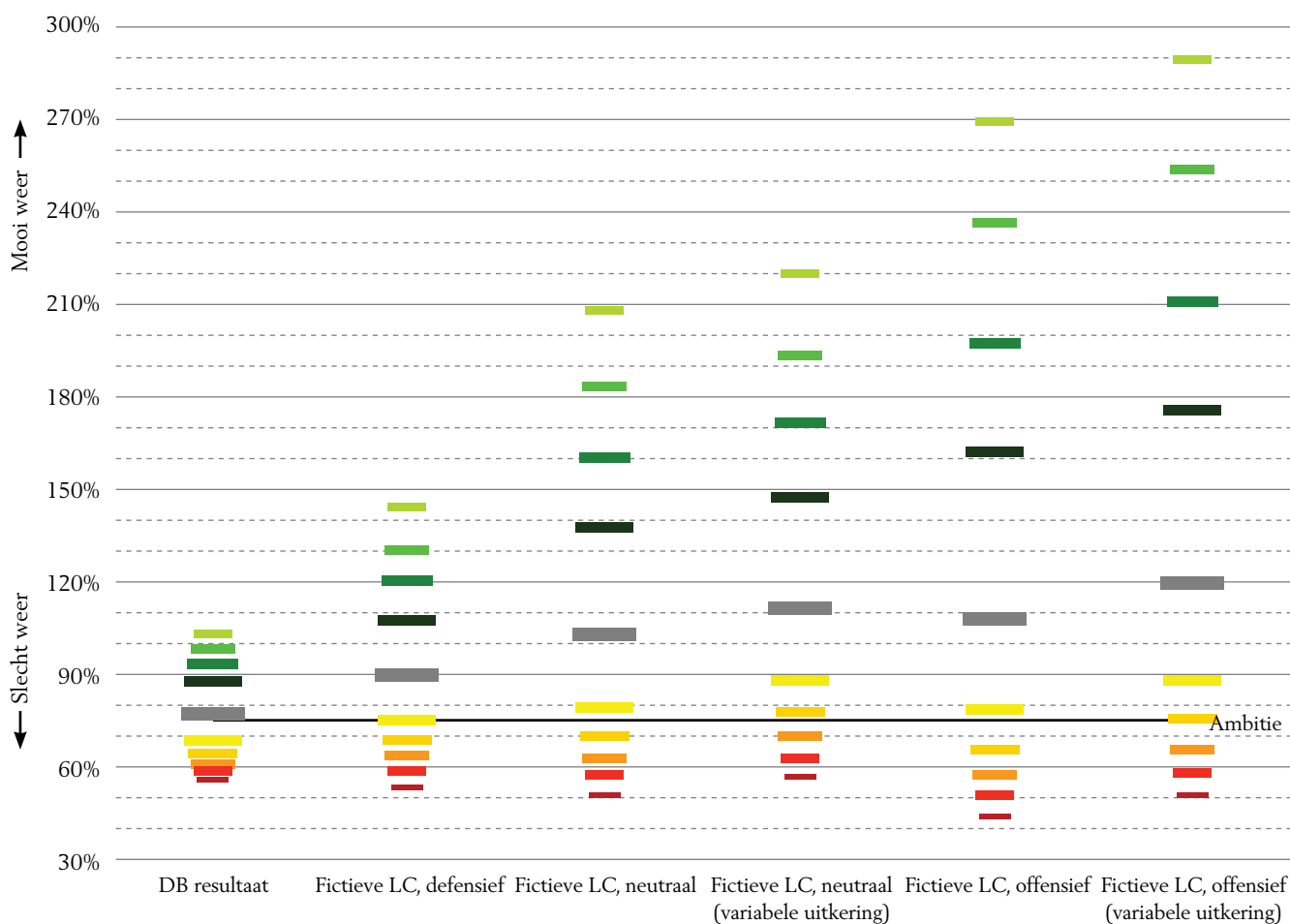
Uitgangspunt bij de berekening is een volledige 3%-staffel volgens het fiscale staffelbesluit,⁹ die gericht is op een middel-loonpensioen van 75% van het gemiddelde genoten salaris, te bereiken in 40 jaar premiebetaling. Deze theoretische ambitie is weergegeven met de doorgetrokken grijze streep. Met de verticale spreiding van de pensioenresultaten wordt het risico-profiel van de life cycle weergegeven.¹⁰ De middelste waarneming per life-cycle, ook wel mediaan genoemd, is het grijze blokje. Dat komt overeen met een kans van 50% dat het pen-

sioen lager of juist hoger uitpakt. Hoe hoger en kleiner de groene blokjes in 'de equalizer', hoe groter de kans dat het pensioen lager uitvalt; hoe lager en kleiner de rode blokjes hoe groter de kans dat het pensioen hoger uitvalt.

Deze pensioenresultaten worden vergeleken met kortweg een 'DB-resultaat', waarin inlegneutraal, dus met dezelfde premiestaffel, periodiek gegarandeerde pensioenen zijn aan te kopen. De getoonde onzekerheid in het DB-resultaat wordt uitsluitend veroorzaakt door de onzekerheid in de rente, in tegenstelling tot de life cycle-resultaten waarin alle marktrisico's zijn verwerkt.

Adviesrol

Ook na de totstandkoming van de regeling is de rol van adviseurs niet uitgespeeld. Op dit moment ervaren adviseurs, werkgevers en deelnemers incidentele en daarmee ogenschijnlijk overbodige wijzigingen van life cycles en onderliggende beleggingsfondsen als vervelend. De uitvoerder legt niet of nauwelijks een transparante verantwoording af over het eerder geduide productbeoordelingsproces. Tegelijkertijd legt deze Wet aan uitvoerders een gestructureerde aanpak op die kan gaan leiden tot nog meer aanpassingen. Dit is een spanningsveld waarbij het van belang is dat de adviseur in zijn kracht komt en deze verantwoordings- en aanpassingscyclus onderdeel maakt van zijn rol. En daar waar vaste



contractstermijnen verdwijnen, ontstaat er een extra druk op uitvoerders om het vermogen van de werkgever onder beheer te houden. De countervailing power rol van de pensioenadviseur zal dan onder meer gericht zijn op het beoordelen van de prestaties van de geselecteerde uitvoerder. Ook in het informeren c.q. adviseren van deelnemers over de aard van de regeling en de keuzes die er zijn binnen de regeling, zoals het uiteindelijk kiezen voor een product met variabele uitkeringen. Hier ontstaat het momentum voor de adviseur.

Samenhang in opbouw- en uitkeringsfase

Een deelnemer die, ondanks de zorgvuldigheid waarin de uitvoerder de default vaststelt met het beschreven proces voor de regeling met beleggingsvrijheid waarin deze deelneemt, toch besluit om de verantwoordelijkheid van de beleggingen over te nemen, wordt door de uitvoerder geadviseerd over het beleggingsprofiel. Dit is niet nieuw, want deze verplichting geldt al per 1 januari 2007. De uitvoerder moet een klantprofiel¹¹ opstellen met als doel om te bepalen of de deelnemer het risico en wil lopen. Nieuw is de complexe samenhang tussen de opbouw- en uitkeringsfase. Immers, het nemen van beleggingsvrijheid in de opbouwfase impliceert niet per definitie dat de deelnemer ook bereid is om risico te nemen in de uitkeringsfase. Ook het overnemen van beleggingsvrijheid in de opbouwfase impliceert niet per definitie dat de deelnemer geen risico wil of kan nemen in de uitkeringsfase. Wel heeft de deelnemer de kans op een mogelijk beter rendement laten gaan terwijl de kern juist is dat de beleggingshorizon wordt verlengd door zowel voor als na pensioendatum (deels) te beleggen in zakelijke waarden. Een interes-

sante vraag hierbij is of het aanbieden van een life cycle gericht op doorbeleggen nu wel of niet leidt tot beleggingsvrijheid? In de meeste beleggingsprofielen die op dit moment aangeboden worden, vindt afbouw plaats vanaf ongeveer 25-20 jaar voor het bereiken van het pensioenrichtleeftijd. Opteert de deelnemer voor een variabele uitkering dan zal, theoretisch, het glijpad van afbouw worden vertraagd vanwege het verlengen van de beleggingshorizon tot over de pensioeningangsdatum heen.

Ongemakkelijke spanning

Hier ontstaat dus een ongemakkelijke spanning tussen het 'shoprecht' op pensioendatum versus het 'hoprecht' – life cycle-hoppen – in de opbouwfase. De pensioenadviseur mag niet zonder meer aannemen dat een deelnemer die (ooit) heeft gekozen voor een risicovollere invulling van het risicoprofiel daarmee ook al heeft ingestemd met een variabele uitkering. De uitzondering hierop is als de deelnemer dit expliciet genoeg heeft aangegeven.¹² Pensioeningang is wel de gelegenheid voor de pensioenuitvoerder om ernaar te vragen. Maar hoe dan ook, het keuzerecht op pensioendatum staat centraal in deze wet. Dat keuzerecht is het uiterste moment waarop een deelnemer zijn risicowens en keuze definitief kan positioneren. Hierna is er geen weg terug, althans, is uitsluitend de uitvoerder verantwoordelijk voor het periodiek beoordelen van het risicoprofiel van de beleggingsmix in de uitkeringsfase. De deelnemer zit niet meer aan het roer. Hiermee wordt bewust voorsorteren op een vaste dan wel variabele uitkering in de opbouwfase minstens zo belangrijk als de daadwerkelijke uitkeringsfase; het doorbeleggen. Vandaar dat we in dit verband ook spreken over 'voorsorteer life cycles' en 'door-

beleg life cycles.¹³

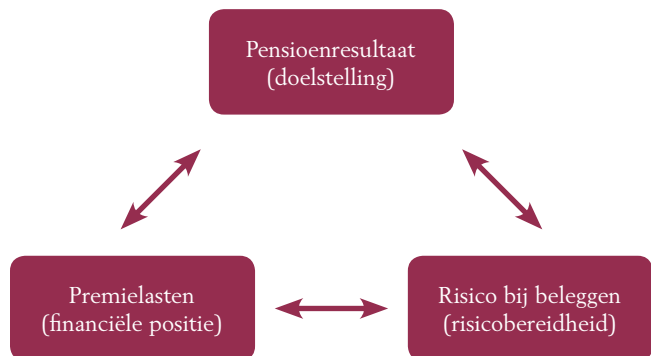
Aansprakelijkheidsrisico ligt op de loer

Het is de vraag of de pensioenadviseur in deze individuele begeleiding een rol kan, wil of zou moeten pakken. Doorbeleggen is niet zonder risico en het aansprakelijkheidsrisico ligt op de loer. Daarnaast liggen er wettelijke eisen voor aanbieders, die niet zonder meer kunnen worden afgewenteld op adviseurs. De aanbieders worden gedwongen tot grote investeringen in keuzearchitectuur om alle deelnemers, individueel, te begeleiden bij het periodiek vaststellen van het risicoprofiel om zodoende het beleggingsprofiel vast te stellen. Investerings die voor individuele pensioenadviseurs onbetaalbaar zijn. Het vraagt veel meer (beleggings-)kennis van adviseurs dan op dit moment wordt geëist in het Wft-vakbekwaamheidsbouwwerk. Los van het feit dat het nog maar de vraag is of een adviseur, die zichzelf profileert als werkgeversadviseur, over de competenties beschikt om ook deelnemers te adviseren. Doorbelegproducten zijn veelal varianten op direct ingaande pensioenen. Thans producten waarvan de AFM van oordeel is dat hiervoor niet eens Wft pensioendeskundigheid is vereist.¹⁴ Want het is een product dat zich kwalificeert als een 'vermogenopbouwproduct' volgens de definities van de Wft. Deze zienswijze delen wij niet ondanks dat je dit voor het DVD bij monde van de AFM wel op dat product moet doen. Maar dat vind je niet terug in de Wft zelf.

Een goede ondersteuning vraagt tijd. De vraag is of een individuele deelnemer in staat en bereid is om daarvoor te betalen. De toegankelijkheid van advies staat immers al jaren onder druk en is nu onderwerp van onderzoek bij de evaluatie van het provisieverbod. Het is onzes inziens dus mede afhankelijk van de positionering van 'doorbeleggen'. Is het een integraal onderdeel van de productselectie bij de advisering van werkgevers bij de totstandkoming van een premiepensioenregeling en de dienstverlening nadien aan werkgevers of wordt het uitsluitend gezien als een product voor bemiddeling op de pensioengerechtigde leeftijd?

Er zijn, conceptueel, de nodige vraagtekens te zetten bij het nemen van financieel risico met de reeds in het pensioenkapitaal gestolde verdien capaciteit van een werknemer in een periode waarin hij of zij tegenvallers niet meer kan opvangen met aanvullende premiebetalingen omdat deze met pensioen is. Tenzij deze besluit om weer te gaan werken, maar hoe dan ook, het pensioen moet uiterlijk ingaan vijf jaar na het bereiken van de AOW pensioengerechtigde leeftijd.¹⁵ De directe aanleiding voor de politiek om voor te sorteren op een variabele uitkering is de hoge prijs van het pensioen anno 2017 als gevolg van de lage rente. Dit argument doet echter afbreuk aan de kwaliteit van de hedendaagse premiepensioenproducten die allemaal, in meer of mindere mate, anticiperen op rentefluctuaties waarmee dit renteprobleem wordt geminimaliseerd. Veel deelnemers in dit type regelingen die met pensioen gaan, hebben in de laatste jaren voor pensioendatum rendementen van meer dan 15-20% op jaarbasis gemaakt op de pensioenbeleggingswaarde. Juist door de gedaalde rente. De lage rente is dus niet het probleem waarvoor 'doorbeleggen' de oplossing zou zijn, maar twee andere redenen. De 'tenenkrommende' wettelijke communicatie-eisen van het Uniform Pensioen Overzicht. Waarbij – naar ons oordeel – deelnemers onvolledig en onjuist geïnformeerd worden over de mogelijke tegenvallende pensioenopbrengst, en veelal de onwil bij werkgevers

en deelnemers om voldoende premie te reserveren voor later. Premiepensioenregelingen worden, net als APF-en overigens, gezien als een goedkoop alternatief voor 'gegarandeerde' pensioenregelingen. Maar het is uiteraard geen spel-zonder-nieten!



Een adequaat pensioen kan alleen maar worden gerealiseerd met voldoende premie-inleg. Of met iets minder premie-inleg en het lopen van meer risico met de kans op een hoger kapitaal voor aankoop van een adequaat pensioen. Ter illustratie verwijzen we graag naar de analyse waarin de equalizer de spreiding van de mogelijke pensioenuitkomsten weergeeft. Free lunches zijn afwezig. En dit raakt de zorgplicht van de werkgever in zijn goed werkgeverschap.¹⁶ Meer inkomen nu, of een adequaat inkomen voor later met als doel een stabiel welvaartsniveau zonder groot inkomensterugval na pensionering. Met doorbeleggen als ultimum remedium.

AFM-leidraad

In de leidraad richt de AFM zich tot alle verschillende pensioenuitvoerders en de beslissers – sociale partners – over een premieregeling in de tweede pijler. Voor al deze partijen ziet de AFM een rol weggelegd om een voorzienbare teleurstelling bij de deelnemers te voorkomen. Hoewel de Wet verbeterde premieregeling de zorgplicht aanzienlijk verbreedt en verdiept zoals al eerder beschreven, is het opvallend dat de leidraad zich hoofdzakelijk richt op de complexiteit van de keuze tussen een vastgestelde of variabele uitkering. Daarbij behandelt de AFM-leidraad vier hoofdonderwerpen. Dit zijn:

1. Pensioenuitvoerders en – waar relevant – sociale partners houden in de premieovereenkomst rekening met de belangen van de (gewezen) deelnemer.
2. Pensioenuitvoerders begeleiden de deelnemer door het faciliteren van een goede keuzearchitectuur en het verstrekken van effectieve en activerende informatie.
3. Pensioenuitvoerders informeren en begeleiden de deelnemer ook bij zijn voorlopige keuze tussen een vastgestelde of variabele uitkering.
4. Pensioenuitvoerders adviseren of beslissen, indien sprake is van meerdere beleggingsprofielen, over een passend beleggingsprofiel voor de deelnemer.

Belangen van de deelnemer

De komst van deze Wet maakt dat er andere c.q. nieuwe eisen gesteld worden aan premiepensioenregelingen. Dit kan zowel een impact hebben op bestaande producten maar kan ook de ontwikkeling van nieuwe producten tot gevolg hebben. Op grond van bepalingen in de Wft en het BGfo Wft¹⁷ zijn pensioenuitvoerders

verplicht om bij de ontwikkelingen van nieuwe producten bepaalde waarborgen in acht te nemen. Hierbij houden zij rekening met de belangen van de werkgever en de deelnemer en eventuele nabestaanden.

Wat hierbij een complicerende factor is, is dat de werkgever de contractant van de uitvoerder is. De belangen van een werkgever en een pensioendeelnemer zullen per definitie niet volledig op één lijn liggen. Terwijl het bij pensioenen per definitie om de deelnemer en zijn of haar nagelaten betrekking gaat. Zij zijn immers de economisch belanghebbende waar het pensioen voor bedoeld is.¹⁸

In het vervolg van de leidraad gaat de AFM in op de verschillende elementen van het zogenoemde KNVB-model. Deze afkorting staat voor de spelregels die partijen moeten afwegen bij de ontwikkeling van een product. K(ostenefficiënt), N(uttig), V(eilig), B(egrijpelijk). Het moet voor iedereen echter duidelijk zijn dat de argumentatie van de AFM niet alleen betrekking heeft op de ontwikkeling en in standhouden van het premiepensioenproduct, maar ook op de premieovereenkomst.

Veilig

Voor de AFM geldt dat er sprake is van een veilige premieregeling als de uitkomsten van een premieovereenkomst bij diverse (economische) scenario's uitlegbaar en acceptabel zijn voor de doelgroep. Dit ziet onze inziens op twee niveaus. Enerzijds op de productarchitectuur en in het bijzonder op de risicobeheersingsmaatregelen die de aanbieder heeft getroffen – bijvoorbeeld de mate waarin het renterisico wordt gemanaged – en anderzijds op de inhoudelijke afspraken van de pensioenovereenkomst tussen werkgever en werknemers. Denk aan de hoogte van de gehanteerde premiestaffel en het (default) risicoprofiel dat in de regeling wordt geboden. Maar dit zou, in uiterste geval, ook kunnen betekenen dat een premiepensioenregeling niet eens mogelijk is.

Begrijpelijk

De AFM streeft, lovenswaardig, naar begrijpelijke premiepensioenregelingen. Wij zijn het volledig met de AFM eens dat naarmate een pensioenregeling meer complexiteit in zich heeft, zoals de mogelijkheid om voor te sorteren op een variabele uitkering, de uitlegbaarheid en begrijpelijkheid qua informatieverstrekking aan deelnemers hiermee op gespannen voet komen te staan. Daarbij is de AFM van oordeel dat een premieovereenkomst niet begrijpelijk is indien de doelgroep de belangrijkste kenmerken en werking van het product bij aanvang niet zouden hebben gewild, ware zij – bij aanvang van de regeling – wel bekend geweest met deze werking en de belangrijkste kenmerken.

Dit kan naar ons oordeel op twee manieren worden vormgegeven. Ten eerste moet een werkgever beseffen hoe hij de arbeidsvoorwaarde pensioen inricht en opzet. De zorgplicht vanuit het arbeidsrecht speelt hier zeker een belangrijke rol. Wij pleiten dan ook een betere voorlichting en begeleiding van werkgevers en werknemers (aspirant-deelnemers) bij de totstandkoming van de pensioenregeling, zeker bij regelingen waarbij de risico's volledig bij de deelnemers worden gelegd. Het gaat hierbij – naast het verstrekken van informatie – ook om het bevorderen van het inzicht bij werknemers. Want zonder een voldoende inzicht kun-

nen zij zich geen goed beeld vormen van de daadwerkelijke inhoud en kwaliteit van de arbeidsvoorwaarde pensioen.

Ten tweede kan met de concept-premiereregeling bij deelnemers worden getoetst of de belangrijkste kenmerken en werking zodanig zijn (op)gemaakt dat sprake is van een passende premieregeling voor de beoogde doelgroep van deelnemers. Overigens, de wetgever heeft een premieregeling als een complex product gedefinieerd. En hoe mooi we het ook presenteren, complex blijft complex.

Kostenefficiënt

Bij dit onderdeel gaat het om de verhouding van de premie in de relatie tot wat een deelnemer hiervoor krijgt. Met andere woorden levert het product toegevoegde waarde voor de doelgroep? Zowel bij het aangaan van het pensioenovereenkomst als bij de keuze voor een product dienen afwegingen te worden gemaakt of het toevoegen van extra keuzemogelijkheden meerwaarde biedt voor de doelgroep. Een grotere mate van complexiteit in de pensioenregeling draagt niet bij aan het kostenefficiënter maken als dit niet aantoonbaar voorziet in de behoefte van de doelgroep.

Nuttig

Hiervan is sprake – al dus de AFM – als de premieovereenkomst aansluit bij de situatie en behoefte van de deelnemer. Aangegeven wordt dat het wenselijk is om te onderzoeken wat de pensioenbehoefte van de doel-

De countervailing power rol van de pensioenadviseur is meer nog dan voorheen gericht op het beoordelen van de (beleggings)prestaties van de geselecteerde uitvoerder

groep zijn. De uitkomsten hiervan dienen dan medebepalend te zijn voor de keuze van het pensioenproduct en eventueel aanvullende keuzemogelijkheden. Het gaat hierbij om de situatie en behoefte van de doelgroep op de lange termijn.

Een goede keuzearchitectuur

Pensioen is voor veel deelnemers echt 'een ver van hun bed show'. Dat maakt dat de keuzestructuur en de default op orde moeten zijn én blij-

ven. Daarbij is het ook belangrijk om op evenwichtige wijze de voor- en nadelen van de premiepensioenregeling, in het bijzonder die van een vaste en een variabele uitkering, duidelijk te benoemen. Voorgaande is volledig in lijn met de specifieke zorgplichten die voor de pensioenuitvoerders van toepassing zijn om in het belang van de (gewezen) deelnemer/ pensioengerechtigde te handelen.

Waar uitvoerders een kanttekening bij plaatsen zijn de intensiteit en mate van diepgang die in de AFM-leidraad bij de pensioenuitvoerder worden gelegd. Het ontbreken van een beschreven, complementaire rol voor de pensioenadviseur is al eerder opgemerkt.

Duidelijk wordt in de AFM-leidraad aangegeven dat er geen adviesplicht bestaat bij de keuze tussen een vastgestelde of variabele uitkering. In tegenstelling tot de adviesplicht waarbij de deelnemer de beleggingsvrijheid in de opbouwfase overneemt van de pensioenuitvoerder.

De voorlopige keuze

In de periode voorafgaand aan pensionering zal de deelnemer voorsorteren op een vaste of variabele uitkering (of een combinatie van beide). Iedere pensioenuitvoerder waar een deelnemer in een premiepensioenregeling kapitaal opbouwt moet de deelnemer voorafgaand aan het moment waarop het pensioen ingaat, informeren over het keuzerecht tussen een vaste of variabele uitkering.¹⁹ Ook al biedt de betreffende uitvoerder niet beide varianten, of zelfs geen van beide. In die gevallen informeert de uitvoerder over de mogelijkheden van het shoprecht.

Al eerder hebben we gewezen op het spanningsveld tussen het voorsorteren op een voorlopige keuze voor een variabele uitkering in de uitkeringsfase en het finale shoprecht op de pensioendatum. Vooropgesteld, er is geen wettelijke adviesverplichting op de pensioendatum, doch slechts in de opbouwfase als de deelnemer de beleggingsvrijheid overneemt. Maar je zou het standpunt kunnen innemen dat voor een goed advies in de voorsorteerfase ook de impact van een variabele uitkering in de uitkeringsfase wordt meegenomen. Het is dus niet zozeer een wettelijke verplichting, maar een gevolg van het feit dat je het hebt over een levenslange belegging waarbij het pensioneringsmoment een willekeurig moment in de tijd is. Zonder dat inzicht kan een deelnemer nooit, ook al is het maar voorlopig, kiezen voor een variabele uitkering. En creëer je daarmee dan niet, de facto, de noodzaak voor dubbele defaults in de opbouwfase? Immers, kan een beleggersprofiel dat voorsorteert op een variabele uitkering, vanuit de beleggingstheorie, identiek zijn aan een profiel dat uitgaat van een vaste uitkering vanaf de pensioenrichtdatum? Al is het maar omdat bij een variabele uitkering de horizon wordt verlengd en het inkooptarief gericht beleggen minder dominant is in de laatste opbouwjaren?

Meerdere beleggingsprofielen

Zoals aangegeven heeft de pensioenuitvoerder een adviesplicht op het moment dat een deelnemer zelf de verantwoordelijkheid over de beleggingen overneemt in de opbouwfase. Hoewel de leidraad anders suggereert is er wettelijk gezien al sprake van beleggingsvrijheid als de deelnemer de keuze heeft tussen meerdere beleggingsprofielen in de opbouwfase.²⁰

De deelnemer heeft een keuzerecht voor een vaste dan wel variabele uitkering (of combinatie) op pensioeningangsdatum. Als een pensioenuitvoerder meerdere beleggingsprofielen in de uitkeringsfase aanbiedt zet de pensioenuitvoerder zich in, in het belang van de pensioengerechtigde, om te komen tot een passend beleggingsprofiel voor die pensioengerechtigde dat aansluit bij diens risicoprofiel.

Het vaststellen van de risicohouding van de deelnemer is dus van belang. Het gaat daarbij om vast te stellen of de deelnemer het risico kan lopen, gelet op andere bronnen van inkomsten en lopende uitgaven, maar ook dat hij of zij het risico wil lopen. Het worstcasescenario van beide analyses is bepalend voor het maximale risico dat de deelnemer/pensioengerechtigde kan lopen.

In de AFM-leidraad wordt aangegeven hoe de pensioenuitvoerder voorgaande zou moeten toepassen. Zo wordt aangegeven dat indien een deelnemer bij meerdere pensioenuitvoerders pensioen heeft opgebouwd, wat impliceert dat die deelnemer (mogelijk)

bij meerdere pensioenuitvoerders te maken krijgt met de keuze voor een vast dan wel een variabel pensioen, de pensioenuitvoerders dit in samenhang bezien. Dit laatste zal voor veel uitvoerders een brug te ver zijn. Het is naar ons oordeel niet aan de pensioenuitvoerder om deze rol te vervullen. Wij zouden zelfs kunnen stellen dat er dan sprake is van 'rolverwarring'. Een uitvoerder die zich moet gaan bekwamen in een rol als financieel planner/pensioenadviseur.

Toch gaat de AFM nog verder in zijn leidraad, waarin zij de wettelijke bepalingen zo ruim mogelijk interpreteert.²¹ Daarin vindt de AFM dat pensioenuitvoerders voor het inwinnen van de financiële positie niet alleen aandacht moet hebben voor het tweede pijler pensioen van de deelnemer, maar ook die van de AOW en eventueel derde pijler ouderdagvoorzieningen. Ook de uitgavenkant moet worden beoordeeld, aldus de AFM, waarbij pensioenuitvoerders gegevens over woonlasten, schulden en mogelijke alimentatieplicht – voor zo ver relevant – na pensionering dienen te betrekken. Kortom pensioenuitvoerders dienen bij het hanteren van meerdere beleggingsprofielen een volledig integraal persoonlijk financieel plaatje op te stellen om te komen tot het risicoprofiel van die deelnemer.

Aan de hand van het opgestelde risicoprofiel beslist de pensioenuitvoerder welk beleggingsprofiel passend is voor die deelnemer. Daarnaast dienen pensioenuitvoerders periodiek het risicoprofiel van die deelnemer te toetsen en mocht daar aanleiding toe zijn, kan dit resulteren in een ander gewijzigd beleggersprofiel.

Gevolgen voor de uitvoeringspraktijk

Nog los van de situatie of de AFM-leidraad een juiste weergave is van hetgeen in wet- en regelgeving is opgeschreven evenals de uitleg en bedoeling hiervan, heeft dit voor de uitvoeringspraktijk zware gevolgen. Ten eerste is het de vraag of pensioenuitvoerders voldoende geëquipeerd zijn om een dergelijke diepgaande financiële inventarisatie en analyse op deelnemersniveau te kunnen maken, administreren en communiceren. Dit nog los van de hoge kosten die dit met zich mee zal brengen. Ten tweede merken wij op dat in de uitvoeringspraktijk pensioenuitvoerders er niet altijd voor kiezen om bij variabele pensioenuitkeringen meerdere beleggingsprofielen aan te bieden maar zich te beperken tot één uniform beleggingsprofiel waarbij het vaststellen van een risicoprofiel achterwege kan blijven. Aan het feit dat uitvoerders de keuze hebben gemaakt om geen meerdere beleggingsprofielen voor de uitkeringsfase op te stellen ligt naar onze mening de diepgaande complexe financiële inventarisatie en analyse ten grondslag.

Gecombineerde uitkeringsproducten

Een ander punt dat we willen benoemen is dat de AFM van mening is dat indien een deelnemer een keuze kan maken tussen een combinatie van een vaste en een variabele pensioenuitkering in een verschillende weging tussen vast en variabel er sprake is van het bieden van verschillende beleggingsprofielen. De AFM geeft hierbij als argument dat de deelnemer zelf de mate van vast versus variabel bepaalt en daarmee invloed heeft op de mix van beleggingen, en dus op het risico dat hij loopt. Dit betekent dat pensioenuitvoerders het risicoprofiel van die deelnemer moeten opstellen wat moet resulteren in een beleggersprofiel dat leidt tot een gekozen verhouding tussen vaste en variabele pensioenen die passend is bij die deelnemer. Dit staat overigens haaks op de par-

lementaire behandeling waarin is aangegeven dat iedere (aanstaande) pensioengerechtigde zelf mag kiezen voor iedere verhouding vast – variabel.²²

Het is frappant om nu al te constateren dat onder de weinige aanbieders van variabele uitkeringen in de uitkeringsfase er nu al verschillend wordt omgegaan met gecombineerde uitkeringsproducten. Vanuit beleggingsoptiek kun je stellen dat de vaste uitkering een aparte assetcategorie is binnen het totale beleggingsprofiel dat wordt opgelegd op het pensioenkapitaal.

Een risicoloze assetcategorie waarmee én het renterisico én het langlevens risico volledig is afgedekt. Dit vermindert de onzekerheid in de totale uitkering naarmate een groter deel van het kapitaal in de vaste uitkering wordt omgezet. Gegeven het deel dat als vaste uitkering wordt aangekocht, resteert er een kleiner deel van het pensioenkapitaal dat risicodragend wordt belegd in de uitkeringsfase. Op grond van het risicoprofiel, waarin de vaste uitkering wordt gezien als een bron van periodieke gegarandeerde inkomsten, wordt het beleggingsrisico gemeten dat de betreffende persoon kan lopen. Door de variabiliteit in de verhouding tussen vast en variabel ontstaat er een iteratie, die moet leiden tot een optimaal afgestemd beleggingsprofiel in de uitkeringsfase. Dit lijkt de mening van de AFM te zijn.

Sommige pensioenuitvoerders daarentegen beoordelen dit uitsluitend vanuit de twee deelproducten die gezamenlijk het gecombineerde product vormen. Voor het variabele deel hanteert men slechts één beleggingsmix, of hierin nu 50% of 100% wordt belegd. Het lijkt ons niettemin van belang dat ook op dit punt de producten langs de criteria van het KNVB-model worden toegepast, marktbreed. Het mag niet zo zijn dat er op oneigenlijke gronden concurrentie ontstaat tussen productaanbieders van gecombineerde uitkeringsproducten. Immers, als de deelnemer eenmaal gekozen heeft, dan kan hij niet meer terug en is diens pensioenlot levenslang bezegeld.

Ingrijpend

De Wet verbeterde premieregeling grijpt in op iedere fase in de levensduur van een premiepensioenproduct en raakt daarmee ook aan de levenscyclus van deelnemers aan zo'n premiepensioenregeling. Hoewel er veel aandacht is voor 'doorbeleggen' kent de wet juist veel meer zorgplichtvereisten die worden opgelegd op aanbieders van deze producten, maar ook op werkgevers en andere stakeholders. Premiepensioenregelingen worden uitgevoerd via premiepensioenproducten. Deze regelingen en producten moeten voldoen aan de KNVB-criteria. Voor pensioenadviseurs liggen er kansen maar ook bedreigingen.

In het tweede deel gaan we in op enkele (fiscale) knelpunten bij premiepensioenregelingen en gaan we in op moderne methoden hoe uitvoerders beleggingsprofielen matchen op de individuele risicohouding van deelnemers en hoe dit kan worden gebruikt bij het beoordelen van voorsorteer- en doorbeleg-life cycles. Ook geven wij een doorkijk naar het nieuwe pensioenstelsel in relatie tot de Wet verbeterde premieregeling. ■

1 'AFM-leidraad rammelt, nog maar een beperkt aantal productaanbieders', PensioenAdvies 2017.

2 AFM 22 december 2016 Leidraad Wet verbeterde premieregeling.

3 Zie R. Nass & J. Borremans, 'Gratis pensioen bestaat niet', PensioenAdvies juli 2016.

4 Zie art. 5 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft. Per 1 juli 2017 is de definitie van pensioen uitgebreid met die van het algemeen pensioenfonds.

5 Art. 52 PW (2007) ziet op de zorgplicht van aanbieders bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid in de opbouw-fase. Sinds 1 september 2016 is een artikel toegevoegd, te weten art. 52a PW, dat ziet op de zorgplicht van aanbieders bij premieovereenkomsten zonder beleggingsvrijheid en bij variabele uitkeringen.

6 Ter indicatie, er zijn op dit moment negentien aanbieders van dit type regelingen die 31 producten (met default life cycle) aanbieden. Er zijn ruim 200 verschillende beleggingsprofielen in de opbouwfase gericht op zowel vaste als variabele uitkeringen. Bron: www.performance.nl.

7 Art. 14b Besluit uitvoering Pensioenwet.

8 Art. 4:23 Wft. Naast 'risicobereidheid' bestaat het klantprofiel ook uit 'financiële positie', 'kennis', 'ervaring', 'wensen en doelstellingen'.

9 Besluit van 20 januari 2017 2017 – 7168, Stcrt. 2017, 4421.

10 Voor details rondom het gehanteerde scenario model, zie www.performance.nl/productaanbod-performance/modeluitgangspunten/.

11 Sinds 1 januari 2007 stond in art. 52 lid 5 PW een directe verwijzing naar de regels van zorgvuldige dienstverlening in de Wft, waaronder art. 4:23 ('ken uw klant beginsel'). Met de Wet verbeterde premieregeling is deze verwijzing vervallen maar is een identieke omschrijving opgenomen in art. 52 lid 6 PW.

12 MvT, *Kamerstukken II* 2015/16, 34344, 3, p. 32; *Kamerstukken I* 2015/16, 34255, D p. 10; *Kamerstukken I* 2015/16, 34255, G, p. 6.

13 De doorbelegproducten die op dit moment worden aangeboden zijn geen van alle zuivere beleggingsproducten, maar verzekeringproducten met een beleggingselement erin. Het zijn dus geen zuivere life cycles zoals in de voorsorteerfase.

14 Zie opinie van E.V.G. Bot hierover in een bijdrage in VVP 2013/15, p. 28, 'Direct ingaand pensioen: Leven of pensioenvergunning?'. Met de komst van de Wet verbeterde premieregeling is dit vraagstuk nog relevanter geworden.

15 Art. 18a lid 4 onderdeel 5 Wet LB 1964.

16 De bedoelde zorgplicht is die van goedwerkgeverschap in de zin van art. 7:611 BW.

17 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wet op het financieel toezicht.

18 Zie voor een nadere uiteenzetting van deze discrepantie/dilemma E.V.G. Bot in het boek *Klantbelang Centraal*, p. 81 e.v., onder redactie van E.M. Dieben & F.M.A. 't Hart, NIBE-SVV – Financieel Juridische Reeks 4.

19 Art. 63b PW.

20 Zie MvT PW, *Kamerstukken* 2005/06, 30413 3, p. 107 e.v.

21 In Besluit uitvoering Pensioenwet wordt in de toelichting op art. 14e aansluiting gezocht bij art. 80a BGfo Wft. Daarin wordt de informatie waarop het advies moet worden gebaseerd omschreven als gegevens over de bron en omvang van de periodieke inkomsten, het vermogen en de financiële verplichtingen van de cliënt.

22 *Kamerstukken II* 2015/16, 34344, 6, p. 10.