

# Naar volwaardige premiepensioenregelingen in opbouw- en uitkeringsfase!

TPV 2015/20

## Deel 1: de hoofdlijnennota

### Inleiding

Met het aanbieden van het SER-advies Toekomst Pensioenstelsel<sup>2</sup> aan de Tweede Kamer heeft staatssecretaris Klijnsma de eerste fase van het traject naar een nieuw, duurzaam, pensioenstelsel nagenoeg afgerond. In het SER-advies worden vier varianten besproken waarbij de SER de variant 'Persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling' als een interessante variant heeft bestempeld die nog verder moet worden onderzocht. De rode draad in de eerste fase, gestart met het Pensioenakkoord<sup>3</sup> in 2010, is het creëren van draagvlak voor de erkenning dat 'risico' een dominante variabele is in iedere (collectieve) pensioenregeling in Nederland. Het SER-advies volgt kort op de hoofdlijnennota 'Optimalisering wettelijk kader voor premieovereenkomsten'<sup>4</sup> waarmee de staatssecretaris tegemoet wil komen aan verschillende ontwikkelingen in de markt. Enerzijds knelpunten gericht op het optimaliseren van het pensioenresultaat bij individuele DC-regelingen<sup>5</sup> uitgevoerd door levensverzekeraars en premiepensioeninstellingen, anderzijds om aan de wens van grote ondernemingen en hun pensioenfondsen tegemoet te komen om DC-regelingen uit te voeren met een vorm van collectieve deling van beleggings- en langlevensrisico. De staatssecretaris heeft haast. Bij het aanbieden van deze hoofdlijnennota kondigde zij immers aan om per 1 juli 2015 met een wetsvoorstel te komen om de in de hoofdlijnennota aangekondigde varianten middels wetgeving per 1 januari 2016 mogelijk te maken. Inmiddels is deze deadline verschoven naar 1 juli 2016.

Dit artikel is opgesplitst in twee delen. Het eerste deel bespreekt de hoofdlijnennota en geeft een evaluerend overzicht van de eerste fase van het traject met een terugblik naar pogingen die al zijn ondernomen om het ongelijke speelveld tussen traditionele DB-regelingen en individuele DC-regelingen te verkleinen, zoals de pensioenknp. In het tweede deel houden we een pleidooi voor een vereenvoudiging van het Witteveen-kader<sup>6</sup> voor DC-regelingen, aan de hand van een uitgewerkt voorbeeld, bedoeld om het ongelijk speelveld tussen DB- en DC-regelingen op te heffen.

De staatssecretaris adresseert in de hoofdlijnennota twee ogenschijnlijk niet met elkaar samenhangende knelpunten in de huidige wettelijke kaders voor DC-regelingen. Het eerste knelpunt raakt de individuele DC-regelingen en betreft de voorschriften in de Pensioenwet ten aanzien van de conversie van pensioenkapitaal in een pensioenuitkering.<sup>7</sup> Het tweede knelpunt is de collectieve buffereis die als beperkend wordt ervaren bij de door enkele ondernemingen geuite wens tot collectieve risicodeling bij DC-regelingen in de uitkeringsfase, uitgevoerd door het eigen pensioenfonds.

De verplichte, volledige conversie van pensioenkapitaal in een (nagenoeg) vaste, levenslange pensioenuitkering op pensioendatum creëert een situatie die vanuit beleggingsperspectief verre van wenselijk is: een onwrikbaar vastgelegde eindstreep, de pensioendatum, met een bewegend doelwit, het conversietarief. In combinatie met de prudent person regel leidt dit tot life cycle beleggingen die in een aanzienlijk deel van de opbouwfase moeten beleggen in zekerheidzoekende beleggingscategorieën, niet in rendementzoekende beleggingscategorieën. Bovendien is juist dat deel van de opbouwfase, de periode voorafgaand aan pensionering, cruciaal als het gaat om het genereren van rendement. Het opgebouwde kapitaal is dan immers het grootst. Een rendement van 10% is mooi als je 25 bent, maar levert veel meer euro's op als je 55 bent.

Het gaat om twee knelpunten die ogenschijnlijk niet vergelijkbaar zijn of samenhang vertonen en bovendien niet voor alle pensioenuitvoeringsvormen relevant zijn. De aandacht voor deze knelpunten toont wel aan dat juist in twee verschillende (deel)markten, die van door verzekeraars en premiepensioeninstellingen uitgevoerde (individuele DC-)regelingen en van door ondernemingspensioenfondsen uitgevoerde (collectieve DC-)regelingen, door partijen actief wordt nagedacht om innovatieve pensioenconcepten te introduceren, partijen die 'risico(deling)' willen inzetten voor optimalisering van het pensioenresultaat van deelnemers in de uitkeringsfase. En daarbij aanlopen tegen genoemde knelpunten.

### De problematiek van individuele DC-regelingen

Individuele DC-regelingen zijn premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid waarbij de door en voor de deelnemer betaalde pensioenpremie wordt belegd door de pensioenuitvoerder.<sup>8</sup> De wijze waarop de pensioenuit-

1 Drs. J. Borremans en drs. R. Nass AAG zijn beiden als vennoot verbonden aan LNBB actuarissen + pensioenconsultants en mede-initiatiefnemer van Performance, een platform voor inzicht in risico in premiepensioenregelingen.

2 Brief staatssecretaris Klijnsma dd 4 maart 2015 2015-0000040367.

3 Pensioenakkoord Stichting van de Arbeid, 4 juni 2010.

4 Brief staatssecretaris Klijnsma dd 19 december 2014, 2014-0000192426.

5 DC-regeling staat voor Defined Contribution. Hiermee worden in dit kader de in de Pensioenwet beschreven zuivere premieovereenkomsten bedoeld, ook wel bekend met de fiscale benaming beschikbare premieregeling.

6 Het Witteveenkader is de fiscale component van ons pensioenstelsel en geeft de grenzen waarlangs pensioensparen middels de omkeerregel wordt gefaciliteerd. Dit stelsel is beschreven in deel IIB van de Wet op de Loonbelasting 1964.

7 Zie ook de 'lifecycle met opnamemogelijkheid' uitgewerkt in 'De mythe van evenredigheid van premiepensioenen' door drs. Jack Borremans en drs. Roel Nass AAG in AMPlus, nummer 8 van 31 augustus 2012.

8 Art. 52 Pensioenwet.

voerder<sup>9</sup> deze premies belegt is gedefinieerd langs de norm van de prudente beleggingseis, de prudent person regel. De verantwoordelijkheid van de pensioenuitvoerder voor de beleggingen is ingevuld door in deze producten voor zuivere premieovereenkomsten een beperkte en door de pensioenuitvoerder – of de daaraan gelieerde vermogensbeheerder – samengestelde keuze van beleggingsfondsen aan te bieden. Bij het vermogensbeheer moet de pensioenuitvoerder zoals gezegd de prudent person regel in acht nemen. Deze regel kent niet een wettelijk vastgelegde definitie, maar is een open norm die gericht is op kwalitatief toezicht en niet op kwantitatieve restricties. In het algemeen kan worden gesteld dat de prudent person regel de vermogensbeheerder beperkt tot beleggingen die een prudente deelnemer die een redelijk inkomen en bescherming van zijn vermogen nastreeft, voor zijn portefeuille zou kunnen kiezen. Door een dynamisch beleggingsbeleid te voeren, geven pensioenuitvoerders invulling aan de prudent person regel. De beleggingsmix wordt ingericht als life cycle beleggingen en ziet op een verantwoorde mix van risicovolle en risicomijdende beleggingen. De beleggingsmix wijzigt steeds, met het oog op de beleggingshorizon. Dit is de tijd tot aan de pensioendatum, het moment waarop de beleggingen per definitie liquide moeten worden gemaakt. Naarmate de beleggingshorizon korter wordt, worden risicovolle beleggingen ingewisseld voor risicomijdende beleggingen.<sup>10</sup>

De prudent person regel is als open norm overigens deels ingevuld door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). De AFM heeft min of meer voorgeschreven dat de risico-afbouw gevolgd wordt door een methode van inkoopstariefgericht beleggen, ook wel duration-matching genoemd, waarmee voorkomen wordt dat schommelingen in de langetermijnmarktrente vlak voor het conversiemoment van het kapitaal in een pensioenuitkering, leiden tot forse schommelingen in het pensioen.<sup>11</sup> Maar een sterke correlatie tussen de waarde van de beleggingen en de marktrente mag geen doel op zich zijn. Er moet ook voldoende rendement worden behaald. Effectief inkoopstariefgericht beleggen biedt enerzijds bescherming tegen fluctuaties in de marktrente en anderzijds voldoende rendement om de ambitie te kunnen realiseren.<sup>12</sup>

De komst van de PPI als alternatieve pensioenuitvoerder heeft de marktwerking in de uitvoering van individuele DC-regelingen gestimuleerd. De kwaliteit van de life cycle beleggingen en het daarop uitgevoerde vermogensbeheer is fors verbeterd, zo blijkt uit onderzoek.<sup>13</sup> Hoewel er dus nog steeds sprake is van een persoonlijke beleggingsreke-

ning met een pensioendoelstelling is de collectieve inkoopkracht verbeterd door het kwantitatief en kwalitatief toegenomen aanbod. De toegenomen kwaliteit van het productaanbod bij individuele DC-regelingen leidt naar verwachting tot een hoger pensioenresultaat met minder risico. Gegeven het pensioenbudget van de werkgever blijkt dit naar verwachting 13% hoger te zijn. Deels wordt deze toename gefinancierd door het substitutie-effect in het pensioenbudget. De ingezette daling van de verzekeringskosten voor overlijdens- en arbeidsongeschiktheidsrisico's wordt hiermee gerealloceerd in de vorm van hogere beleggingspremies voor het pensioen. Zonder dit substitutie-effect leidt dit tot een toename van 6% waarbij de besparing op de gedaalde verzekeringskosten terugvloeien naar de werkgever. Deze kwaliteitsverbeteringen hebben zich primair gericht op de opbouwfase van het pensioenkapitaal, en raken slechts indirect, via het inkoopstarief gericht beleggen, de uitkeringsfase.

### Pensioenknp

De Pensioenwet stelt enkele eisen aan een ingegane pensioenuitkering. Het pensioen moet levenslang worden uitgekend, moet worden uitgedrukt in euro's, mag niet al te veel variëren in hoogte én de mate van variatie moet vaststaan op het pensioeningangsmoment. Met de tijdelijke regeling pensioenknp<sup>14</sup> beoogde de staatssecretaris in 2009 een tegemoetkoming te bieden aan deelnemers die op het conversiemoment geconfronteerd werden met een lage marktrente, leidend tot een lage, levenslang gegarandeerde, pensioenuitkering. De regeling hield, kort gezegd, in dat op het pensioeningangsmoment niet het volledige gerealiseerde pensioenkapitaal werd geconverteerd in een levenslange uitkering, doch geknipt werd in twee kapitalen. Met het eerste deel werd een tijdelijke uitkering gefinancierd voor de eerste vijf jaar van pensionering. Met het restant kapitaal wordt na 5 jaar het resterende, levenslange deel van het pensioen gefinancierd. Er werd beoogd om de mogelijkheid te bieden te profiteren van verwachte rentestijgingen in de eerste 5 jaar, zodat er een verhoudingsgewijs groter pensioen zou kunnen worden verworven voor het resterende kapitaal na deze 5-jaarsperiode. De pensioenknp in deze vorm bleek geen succes.<sup>15</sup> Een grote rem op het succes van de pensioenknp zat in de voorwaarden ingesloten. Het feit dat voorgeschreven werd om het risicoprofiel van de resterende beleggingen over de eerste 5-jaarsperiode gelijk of lager te houden dan in de periode voor de pensioendatum pakt, in combinatie met het duration-matching principe, dramatisch uit.<sup>16</sup> In de periode voor het moment waarop een pensioenknp wordt ingezet,

9 Individuele DC-regelingen worden van oudsher uitgevoerd door levensverzekeraars. Sinds 2010 is de Premie Pensioen Instelling (PPI) een alternatieve uitvoerder voor pensioenregelingen in de opbouwfase.

10 'Life cycles in premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid', *PensioenMagazine* 2012, nr. 6, drs. Roel Nass AAG en drs. Jack Borremans.

11 Visie op open norm zorgplicht bij premieovereenkomsten van de Autoriteit Financiële Markten, 21 december 2007, kenmerk 0712-790m.

12 'Nieuwe visie over de advisering van DC: de prudentietoets', *PensioenMagazine* 2012, nr. 6, drs. Roel Nass AAG en drs. Jack Borremans.

13 *Evaluatierapport Premie Pensioen Instellingen*, LNBB actuariësen + pensioenconsultants & AF Advisors, februari 2014.

14 Tijdelijke regeling Pensioenknp, *Stcrt.* 2009, 10855. De tijdelijke regeling Pensioenknp is ingetrokken per 1 januari 2014.

15 Evaluatie pensioenknp, 4 november 2013, *Kamerstukken II* 2013/14, 32043, 178. Het bleek dat minder dan 1% van de deelnemers over de evaluatieperiode gekozen had voor deze oplossing. Het was een administratief complexe, adviesgevoelige, dus dure oplossing, en de verwachting werd uitgesproken dat, omdat de marktrente in die periode verder was gedaald, het vervolgpensioen zelfs lager zou uitpakken.

16 Op grond van de Regeling Pensioenknp was het overigens mogelijk om te kiezen voor opting-out en daarmee het risicoprofiel van de beleggingen over de uitstelperiode van 5 jaar te verhogen. Echter, in de fiscale handreiking pensioenknp werd deze mogelijkheid niet geboden.

wordt er al grotendeels belegd in als risicoloos bestempelde vastrentende waarden (staatsobligaties) met een sterke correlatie tussen de beleggingen en de marktrente. Als dit beleid, tenminste, wordt voortgezet, is er nauwelijks een opwaarts effect op het te verwerven pensioen na de 5-jaarsperiode te verwachten. Anticiperen op een marktrentestijging is een wankele basis voor herstel als daarbij niet gekozen kan worden voor een belegging die minder gecorreleerd is met de marktrente.

### Knelpuntenonderzoeken in 2014

Op verzoek van de Tweede Kamer<sup>17</sup> heeft de staatssecretaris onderzoek laten doen naar een alternatief voor de pensioenknp, gericht op het optimaliseren van de overgang van de opbouw- naar de uitkeringsfase in individuele DC-regelingen.<sup>18</sup> Daarnaast heeft de staatssecretaris een onderzoek laten doen naar de mogelijkheden om collectieve risicodeling bij DC-regelingen te introduceren.<sup>19</sup> Interessant zijn de vijf uitgangspunten die bij deze verkenning van collectieve risicodeling in de uitkeringsfase volgens de staatssecretaris moeten worden gehanteerd:

1. Er moet sprake zijn van heldere individuele eigendomsrechten.
2. De beoogde collectieve risicodeling<sup>20</sup> mag niet leiden tot systematische ex-ante herverdeling tussen (groepen van) deelnemers.
3. Het reële contract mag niet 'via de achterdeur' opnieuw ter bespreking worden voorgelegd.
4. De marktwaarde van het eigendomsrecht kan niet worden beïnvloed door discretionaire beslissingen van het fondsbestuur zoals een aanpassing van het beleggingsbeleid dan wel een aanpassing van de parameters. Ex post resultaten op beleggingen en sterfte kunnen wel het pensioenresultaat beïnvloeden.
5. Het fiscale kader van DC-regelingen blijft ongewijzigd.

De doorgerekende alternatieven in beide rapporten voldoen aan de voorgeschreven uitgangspunten, met dien verstande dat beide onderzoeken geen rekening hebben gehouden met de uitkeringsbegrenzing die wordt voorgeschreven bij toepassing van de zogenoemde 3%-staffel op grond van het fiscale staffelbesluit.<sup>21</sup>

Hoewel beide rapporten zijn opgesteld om specifieke knelpunten en mogelijke oplossingen van deze knel-

punten te onderzoeken, is er een kleine overlap in de geopperde alternatieven. In onderstaande tabellen geven wij, samengevat, weer welke alternatieven in het onderzoek zijn betrokken en wat de relatieve impact is op de pensioenverwachting van de deelnemer, afgezet tegen de huidige praktijk. Vooropgesteld, alle resultaten zijn uitgedrukt in relatieve uitkomsten, afgezet tegen het basis-scenario waarin op reguliere wijze het pensioenkapitaal op pensioendatum wordt geconverteerd in een direct ingaande, gegarandeerde levenslange uitkering. De resultaten in de rapporten zijn deels model- en aannamesafhankelijk. Wel wordt een duidelijke trend zichtbaar.

**Tabel 1 Relatieve pensioenresultaat bij 6 varianten voor pensioenknp**

	6 alternatieven voor pensioenknp					
	Vertraagd aanvangsmoment 'glijpad' <sup>22</sup>		Life cycle met opname-mogelijkheid <sup>23,24</sup>		Variabele pensioen annuïteit <sup>25</sup>	
	5 jaar	10 jaar	zonder bonus	met bonus	100% variabel	50% vast/50% variabel
Relatief resultaat	108%	113%	113% →60% <sup>26</sup>	113% →125%	113% →130%	113% →125%

Hoewel het verwachte pensioenresultaat<sup>27</sup> stijgt in alle onderzochte varianten in het eerste onderzoek, neemt ook het risico toe. Dat werkt overigens twee kanten op. In het algemeen blijkt dat het neerwaarts risico in de meeste varianten, met uitzondering van de bonusvrije variant, ongeveer 20% is ten opzichte van het verwachte pensioen in de huidige praktijk, gemeten over het 5% slechtste re-

17 Motie van het Lid Ladders, 3 december 2013, *Kamerstukken II* 2013/14, 32043, 185.

18 'Onderzoek optimalisering overgang van opbouw- naar uitkeringsfase en de inrichting daarvan in premie- en kapitaalovereenkomsten', Lane, Clark & Peacock Netherlands BV, aangeboden aan de Tweede Kamer op 15 juli 2014.

19 'Onderzoek naar mogelijkheden van collectieve risicodeling binnen beschikbare premiereregelingen', Katoco-werkgroep, 25 november 2014.

20 Voor een heldere definitie van het begrip risicodeling en -herverdeling zie 'Evenwichtige risicodeling in een toekomstbestendig pensioenstelsel', dr. D.W.G.A. Broeders RBA en P.A. Minderhoud, *TPV* 2014/44.

21 Dit betreft de eventtoets. De uitvoerder is verplicht om bij de in het fiscale staffelbesluit genoemde events te toetsen in hoeverre het evenredige pensioenkapitaal leidt tot een uitgesteld pensioen dat de grenzen van de middelloonnorm uit deel IIb van de Wet Loonbelasting overschrijft. Als dat het geval is, wordt op dat moment een deel van het pensioenkapitaal afgeroomd ten gunste van de pensioenuitvoerder. Zie ook 'Beschikbare premiereregeling wordt steeds volwassener', drs. Roel Nass AAG en drs. Jack Borremans, *Pensioenadvies* 2015/3.

22 Het aanvangsmoment van het glijpad is het moment waarop de relatief statische verdeling tussen zakelijke en vastrentende waarden stelselmatig wordt afgebouwd ten faveure van vastrentende waarden tot het pensioeningangsmoment. Door dit aanvangsmoment uit te stellen is het glijpad, bij het bereiken van het pensioeningangsmoment, nog niet voltooid maar wordt het gerealiseerde pensioenkapitaal volledig omgezet in een levenslange uitkering.

23 In de life cycle met opnamemogelijkheid, ook wel potverteer life cycle genoemd, wordt het glijpad ook na pensioeningangsmoment doorlopen, en gedurende deze overlooperperiode wordt er een pensioenuitkering onttrokken. Nadat het glijpad is doorlopen wordt het volledige pensioenkapitaal omgezet in een levenslange uitkering. De eerste uitkering op pensioeningangsmoment is gelijkgesteld aan de verwachte uitkering uit de variant met vertraagde afbouw, namelijk 113%.

24 Bij een uitkering met bonus wordt de hoogte van de periodieke onttrekking mede gefinancierd uit de langlevensbonus die de verzekeraar bij-schrijft op het beleggingssaldo. De bonus zorgt ervoor dat bij levenslange onttrekking de pensioenuitkering niet gaat dalen doordat de rendementsgrondslag afneemt door het steeds kleiner wordende beleggingssaldo na een reeks van onttrekkingen.

25 Dit betreft een uitkering in beleggingseenheden waarvan de eenheids-waarde variabel is en afhankelijk is van het gerealiseerde rendement op het restant beleggingssaldo na onttrekking van de pensioenuitkering(en). Het aantal units wordt vastgesteld aan de hand van een van de rentetermijnstructuur afgeleide rekenrente. De eerste uitkering op pensioeningangsmoment is gelijkgesteld aan de verwachte uitkering uit de variant met vertraagde afbouw, namelijk 113%.

26 Door het ontbreken van een langlevensbonus als rendementsgenerator neemt het verwachte pensioen fors af naarmate de leeftijd toeneemt.

27 Het verwachte pensioenresultaat in beide onderzoeken is het mediane resultaat. Het mediane resultaat stijgt in een aantal gevallen naarmate de deelnemer ouder wordt, in die gevallen geven we de richting aan.

sultaat. De impact van risico werkt ook door in het opwaarts potentieel. In het eerste alternatief is er een vergelijkbare kans dat de pensioenuitkering 125% hoger is dan verwacht, bij de volledige variabele annuïteit is dat zelfs 240%. De variabele annuïteit geeft het hoogste opwaartse risicopotentieel.

**Tabel 2 Relatieve pensioenresultaten bij 5 alternatieven voor collectieve risicodeling**

5 alternatieven voor collectieve risicodeling in de uitkeringsfase					
	Individueel doorbeleggen <sup>28</sup>		Hybride contract		Volledig collectief contract
	Zonder AFS	Met AFS	Volledige inkoop individueel pensioenkapitaal in collectief fonds op pensioeningangsdatum	Gespreide inkoop individueel pensioenkapitaal in collectief fonds.	Directe inkoop in opbouw-fase ("premie voor rente")
Relatief resultaat	106%	106%	109%	109%	109%
Kans op korting	31%	11%	9%	8%	13%
Gemiddelde korting	2,7%	0,8%	0,8%	0,7%	1%

Een belangrijke voorwaarde van de staatssecretaris bij dit tweede onderzoek is het voorkomen van een systematisch ex-ante herverdeling. Dit wordt gerealiseerd door het conversierisico op pensioendatum te vervangen door een jaarlijkse herrekening van de waarde van de pensioenuitkering op basis van het resterende kapitaal tegen de resterende levensverwachting én risicovrije rente te combineren met een Aanpassingsmechanisme Financiële Schokken (AFS-methodiek). Dit spreidingsmechanisme vangt de jaar-op-jaar-schokken op die ontstaan door waardeschommelingen van de beleggingen. Door de AFS-methodiek, waarbij de in een jaar gerealiseerde positieve en negatieve rendementen in een periode van 5 jaar geleidelijk worden verwerkt in de jaarlijkse pensioenuitkering, neemt de kans op een korting af en zal het kortingspercentage ook lager zijn. Enerzijds is er sprake van een verschuiving van beleggingsresultaten tussen generaties via het spreidingsmechanisme, anderzijds zijn de onderzoekers van mening dat de in de varianten gehanteerde jaarlijkse toeslagverlening (van 1%) een marktconforme compensatie voor dit herverdelingsrisico is. Van een ex ante herverdeling is dan in hun ogen geen sprake. Een belangrijke aanname in het onderzoek is dat het langlevensrisico in alle varianten op gelijke wijze verzekerd kan worden. Bij een gerichte keuze voor een variant moet dit relevante risico nog meegewogen worden. De collectieve

28 In het Katoco-rapport wordt een individuele doorbeleggingsvariant besproken die het meeste lijkt op de 100% variabele pensioenuitkering uit het LCP-rapport.

risicodelingsaspecten hebben in dit onderzoek uitsluitend betrekking op het verkleinen van het koers- en renterisico op inkoopmoment en het verminderen van het negatieve effect van (fors) schommelende uitkeringen door de AFS-methodiek.

De staatssecretaris stelt in haar hoofdlijnennota voor om drie varianten nader uit te werken:

1. Contractvormen zonder collectieve risicodeling van beleggingsrisico's. De staatssecretaris spreekt nog geen duidelijke voorkeur uit voor één van de zes onderzochte alternatieven voor de pensioenknp.<sup>29</sup> Wel geeft zij aan dat de variant zonder langlevensbonus niet wordt meegenomen. Ze gaat niet in op de wens om tot een meer bancaire variant van pensioensparen te komen, omdat in deze variant niet per definitie sprake is van een levenslange pensioenuitkering.
2. De hybride contractvormen uit het tweede onderzoeksrapport, met dien verstande dat de variant van geleidelijke inkoop wordt onderzocht over een periode van 10 jaar in plaats van 20 jaar.

Aan de uitwerking stelt de staatssecretaris acht voorwaarden. Drie voorwaarden hebben betrekking op het mogelijk maken van risicodragende uitkeringen met als doel de kans op een hogere pensioenverwachting. Met vier voorwaarden beoogt de staatssecretaris de gevolgen van het neerwaarts risico op de pensioenuitkering bij economische tegenvallers te beperken waaronder een eenvoudige en uitlegbare communicatie richting deelnemers. Het lijkt ons bijvoorbeeld niet eenvoudig om enerzijds deelnemers te informeren over het feit dat jaar op jaar er rendementen zijn bij- of afgeschreven op het eigen pensioenkapitaal, maar dat deze rendementen door een AFS pas binnen 5 jaar worden verrekend in de pensioenuitkering.

De laatste voorwaarde betreft het inpassen van de nieuwe varianten binnen de bestaande fiscale kaders. Hiermee doelt zij onder meer op de in beide onderzoeken niet meegenomen uitkeringsbegrenzing.<sup>30</sup>

De voorwaarden zijn zodanig geformuleerd dat we de conclusie kunnen trekken dat de staatssecretaris beducht is voor ex ante herverdeling en het verliezen van het individuele eigendomsrecht op het kapitaal. In de nadere uitwerking zal, zo verwachten wij, veel aandacht worden besteed aan de effectiviteit van de geopperde mechanismen – indexatie + AFS + jaarlijkse herrekening – om

29 In dit kader oppert zij nog een alternatief, de Persoonlijke Pensioenrekening met risicodeling. Zie Netspar NEA Paper 56, Lans Bovenberg en Theo Nijman. In dit paper worden drie varianten besproken waaronder de Persoonlijke Pensioenrekening met volledige risicodeling. Deze lijkt ons verder te gaan dan de in beide rapporten besproken varianten.

30 De uitkeringsbegrenzing is in de opvolgende staffelbesluiten steeds meer genuanceerd, doch blijft ons inziens een opgelegde asymmetrische risicohouding van de deelnemer doordat het neerwaarts risico volledig voor rekening van de deelnemer is maar het opwaarts potentieel moet delen met de pensioenuitvoerder. Deze scheefheid is een rationele beperking voor de acceptatie van het systeem want lijkt ons niet eenvoudig uitlegbaar en verdedigbaar.

deze ex ante herverdeling het hoofd te bieden. Hiermee wil zij voorkomen dat, via een omweg, de DC-regeling de facto identiek wordt aan de huidige dominante contractsvorm bij verplicht gestelde pensioenregelingen. Terecht merkt zij tenslotte nog op dat in de voorbereidende wetgeving ook moet worden gekeken naar onder meer de positie van deelnemers die inmiddels al langs het glijpad van de life cycle hun risico hebben afgebouwd. Ook de deelnemers die pensioenaanspraken verwerven door middel van een kapitaalovereenkomst, de streefregeling, worden getroffen door soortgelijke risico's. Er moet worden overwogen of soortgelijke optimalisatie kan worden aangeboden aan deze groep.

### SER-rapport Toekomst pensioenstelsel

Van oudsher focust ons pensioenstelsel op gegarandeerde, nominale, pensioenuitkeringen met een streven om de opgebouwde en ingegane pensioenen periodiek te compenseren voor inflatie. Aangezien pensioenfondsen de meest dominante pensioenuitvoerders van deze regelingen zijn in ons land, heeft de grote meerderheid van deelnemers en gepensioneerden aan dit type regelingen nooit beseft dat garanties zelden of nooit onvoorwaardelijk zijn. In pensioenfondsen worden pensioenrisico's immers gedragen door zowel werkgevers, deelnemers als gepensioneerden. De SER erkent in haar advies dat *'in principe (...)* de formele DB-regeling (waarin *in principe* uitkeringen vastliggen en premies variabel zijn) hiermee in de praktijk is veranderd in een collectieve regeling met variabele uitkeringen (een collectieve DC-regeling, ook wel CDC-regeling genoemd).<sup>31</sup> Klassieke DB-systemen lijken in Nederland nog uitsluitend voorbehouden te zijn aan uitvoering door solvabele levensverzekeringsmaatschappijen waarbij werkgevers en deelnemers, door het betalen van de contractueel overeengekomen pensioen- en risicopremie, gekweten worden voor dit risico. Voor overige uitvoeringsvormen, zoals pensioenfondsen en pensioenvennootschappen van directeuren-grootaandeelhouders, is de (nominale) pensioenuitkering een rekgrootheid met een vergaande inspanningsverplichting om deze rekgrootheid ook daadwerkelijk te realiseren.

### Verandering van tijdperk of slechts tijdperk van verandering?

De expliciete erkenning van de SER dat pensioenen niet risicovrij zijn, toont eens te meer aan dat er sprake is van een verandering van tijdperk in het pensioendenken. De Nederlandse pensioenconsument wordt klaargestoomd om risico's te accepteren. Het vermeende onderscheid tussen superieur geachte DB-regelingen versus, meer individuele, DC-regelingen is blijkbaar kleiner dan altijd gedacht. Dit besef maakt ruimte om pensioenregelingen langs andere lijnen in te richten en in te delen. Onderscheid wordt daarbij niet per se gemaakt langs de definitie van de rekgrootheid (nominale) pensioenuitkering, die dominant is in de fiscale wetgeving, maar langs de mate waarin de individuele deelnemer, de generatie of het totale collectief, 'risico' deelt en/of herverdeelt.

### Individueel DC versus 'vrijwillige' risicodeling

Wat wij tussen de regels door moeten lezen is dat de SER de individuele DC-regeling beschouwt als een verschijningsvorm die zij het best vindt passen onder de noemer 'vrijwillige' risicodeling, als tegenovergesteld voor 'collectieve risicodeling'.<sup>31</sup> De vrijwilligheid slaat daarbij echter op de keuze om wel, niet of deels te sparen voor de oudedag en zo ja, om dit dan, buiten een bedrijfstakbrede verplichtstelling, te regelen. Individuele DC-regelingen zijn zelden vrijwillig. Het hanteren van het begrip 'individueel' impliceert ten onrechte dat er sprake is van individueel ingerichte en/of uitgevoerde pensioenregelingen. Individueel heeft betrekking op het feit dat het pensioenvermogen individueel wordt gealloceerd en staat los van het feit dat deze vorm van uitvoering wordt toegepast voor een verplichtgestelde, collectieve pensioenregeling. De risicodeling in dit type pensioenregelingen heeft wel degelijk kenmerken van collectieve deling van risico's. Zowel in de opbouw als in de uitkeringsfase, hoewel niet in de vorm van het delen van beleggings- en sterfteresultaten binnen en tussen generaties. Het collectieve karakter in de opbouwfase is gelegen in enerzijds de toegankelijkheid tot professioneel vermogensbeheer leidend tot het beheren van een optimale dynamische beleggingsmix, ingevuld met breed gespreide beleggingsoplossingen, aangeboden door professionele, internationaal opererende institutionele beleggers tegen zo laag mogelijke doorlopende kosten. Rendementen komen in dit type regelingen ten gunste of ten laste van het individueel afgescheiden pensioenvermogen van de betreffende deelnemer. Anderzijds in de collectieve verzekering van overlijdens- en arbeidsongeschiktheidsrisico's. In de uitkeringsfase wordt het langlevensrisico collectief gedeeld via de door de verzekeraar gehanteerde aannames ten aanzien van de ontwikkeling van dit risico in haar portefeuille. Dat wordt uitgewerkt in het conversietarief van de levensverzekeraar. Het conversietarief is de prijs van pensioen dat gedeeld wordt op het verworven pensioenkapitaal op conversiedatum, het pensioeningangsmoment. Het risico komt uitsluitend (de aandeelhouders van) de levensverzekeraar toe.

### Verhouding hoofdlijnennota en SER-advies

De staatssecretaris combineert in haar hoofdlijnennota de knelpunten in de prudente uitvoering van individuele DC-regelingen met de wens tot collectieve risicodeling bij grote ondernemingen en hun pensioenfondsen. De SER daarentegen geeft slechts in de marge blijk van kennis van het bestaan van meer individueel uitgevoerde DC-regelingen en focust zich uitsluitend op de door pensioenfondsen uitgevoerde pensioenregelingen.<sup>32</sup>

31 Bovenberg en Nijman scharen deze vorm van individueel DC onder de Persoonlijke Pensioenrekening zonder risicodeling.

32 Van de ruim 6.800.000 actieve deelnemers bouwen er 1.278.000 deelnemers pensioenaanspraken op in collectieve pensioenregelingen, uitgevoerd door levensverzekeraars en premiepensioeninstellingen (bron: voetnoot 11 SER-advies p. 15).

**Deel 2: optimalisatie van het premie-instrument in DC-regelingen**

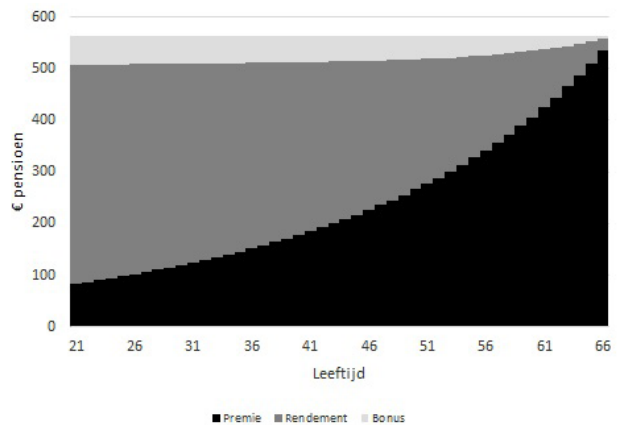
De in de hoofdlijnennota nader uit te diepen varianten leiden tot een verwatering van het onderscheid tussen de opbouw- en de uitkeringsfase van het pensioen. Het gaat immers om optimalisatie van het pensioenresultaat door vormen van doorbeleggen na de ingangsdatum van het pensioen. Deze ontwikkelingen volgen op een fase waarin door de aanbieders van individuele DC-regelingen de productoplossingen in de opbouwfase aanmerkelijk zijn verbeterd. De varianten die nu worden onderzocht moeten in het huidige fiscale kader voor DC-regelingen passen. In het vervolg van dit artikel laten we zien dat de ambitie van de staatssecretaris – het optimaliseren van het pensioenresultaat in DC-regelingen met inachtneming van acceptabele risico's – ook kan worden bereikt door vernieuwend denken over het fiscaal regime voor DC-regelingen

Staatssecretaris Klijnsma constateert, terecht, dat het huidige wettelijke kader voor premieovereenkomsten een hindernis vormt om tot een optimaal pensioenresultaat voor de deelnemer te komen. Door de onnodige verkorting van de beleggingshorizon en de vroegtijdige afbouw van het beleggingsrisico gaat rendementspotentieel verloren. Maar is de hindernis die het wettelijk kader vormt de steilsprong die de staatssecretaris beschrijft of een driesprong waar na de steilsprong nog een oxeer en sloot volgen? Het wettelijk kader kent meer beperkingen dan alleen de volledige conversie op de pensioeningangsdatum. Er gaat ook rendementspotentieel verloren door de in te leggen premie te beperken.<sup>33</sup>

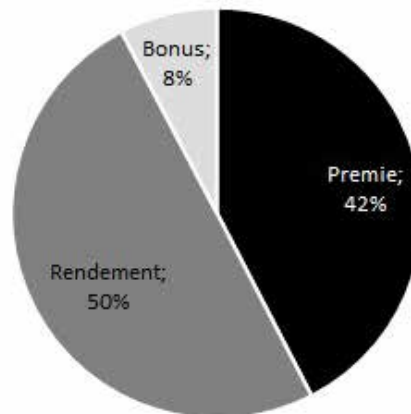
In absolute zin wordt de inleg beperkt en kunnen premiestaffels niet zodanig worden ingevuld dat naar verwachting een pensioenresultaat kan worden gerealiseerd dat een afspiegeling is van het voor (loon)inflatie gecorrigeerde salaris over de gehele loopbaan. Nog meer rendementspotentieel gaat verloren door het verplicht inprijzen van 4% rendement op de premie-inleg.<sup>34</sup> Een verondersteld rendement van 4% dwingt de facto tot een met de leeftijd oplopende premiestaffel. Dat wordt nog verder in de hand gewerkt door het verplicht toepassen van overlevingskansen die aanmerkelijk lager zijn dan wat het CBS en Actuarieel Genootschap als de beste schatting beschouwen (en door de wet wordt voorgeschreven bij de waardering van pensioen- en verzekeringsverplichtingen). Al met al is de maximale inleg voor een 21-jarige deelnemer aan een premiepensioenregeling bijna zes keer lager dan voor een 65-jarige deelnemer.

Pensioen kent in essentie drie financieringsbronnen: de premie, het rendement en de bonus. Met de bonus bedoelen wij in dit verband de sterftewinstbijschrijving die een levensverzekeraar verplicht is toe te voegen aan een

verzekering van een kapitaal bij leven, die veelal de basis vormt van een premiepensioenproduct.<sup>35</sup> In onderstaande afbeelding tonen wij voor de eerdergenoemde deelnemer van 21 jaar de bijdrage van de verschillende financieringsbronnen aan het pensioenresultaat in de jaren tot aan de pensioendatum. Het uitgangspunt hierbij is het thans bestaande fiscale kader en de veronderstelling dat ook daadwerkelijk 4% netto rendement wordt behaald op de ingelegde premies.<sup>36</sup>



Duidelijk is dat rendement een wezenlijke bijdrage levert aan het pensioenresultaat op pensioendatum, in totaal gaat het om 50%. Van het resterende deel wordt 8% opgebracht door de bonus en uiteindelijk is 42% van het pensioen direct gefinancierd uit de premies.

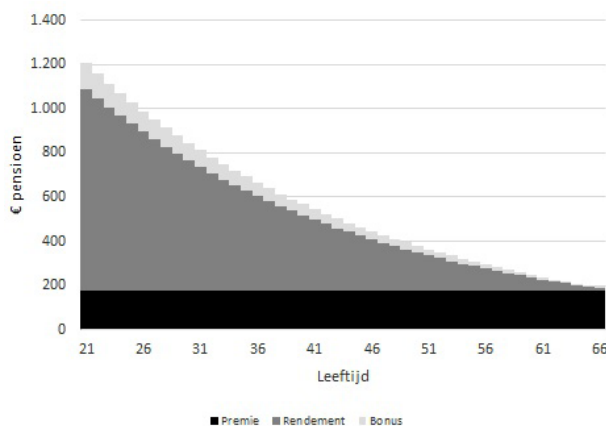


Het is interessant om te na te gaan hoe de verschillende financieringsbronnen bijdragen aan het pensioenresultaat als wij uitgaan van de wijze waarop bedrijfstakpensioenfondsen de pensioenopbouw financieren: een gelijkblijvende premie. In onderstaande afbeelding tonen wij voor een 21-jarige de opbouw van een even hoog pensioen als in het voorgaande voorbeeld, nu op basis van een gelijkblijvende premie.

33 In 'Een DB-waardige DC-regeling', drs. Y.H. van Dorssen CPC en K. Nauta MPLA, TPV 2014/23, pleiten de auteurs voor een doorsneepremie in DC-regelingen.  
 34 Op grond van art. 18a lid 3 Wet op de loonbelasting.

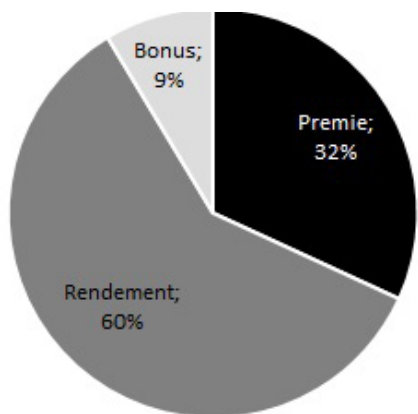
35 Voor een premiepensioeninstelling geldt deze verplichting niet, maar komt sterftewinst vaak ten gunste van andere deelnemers in het collectief of de nabestaanden.  
 36 Deze en volgende berekeningen zijn uitgevoerd met behulp van de Prudentietoets. Voor meer informatie over deze en andere toepassingen zie [www.penformance.nl](http://www.penformance.nl).

**Figuur 3, Degressieve opbouw van het theoretisch pensioen bij gelijkblijvende premie**



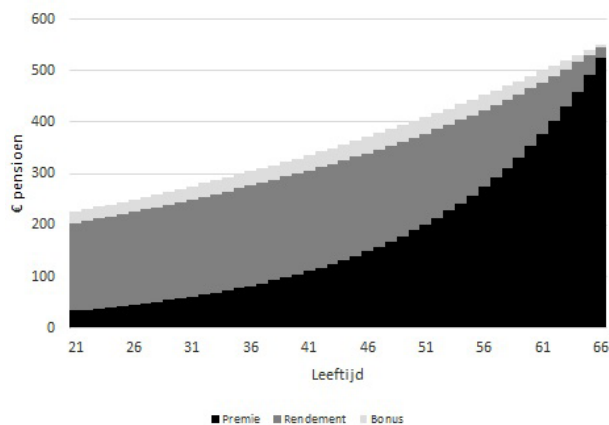
Het rendement levert bij een gelijkblijvende premie een veel grotere bijdrage aan de financiering van het pensioen dan bij een met de leeftijd oplopende premie. De contante waarde van de totale premie-inleg over de jaren tot aan 67 jaar is overigens identiek, de doorsneepremie-systematiek verdeelt de premies anders over de jaren heen.

**Figuur 4, Cumulatieve bijdrage aan het pensioenresultaat bij gelijkblijvende premie**

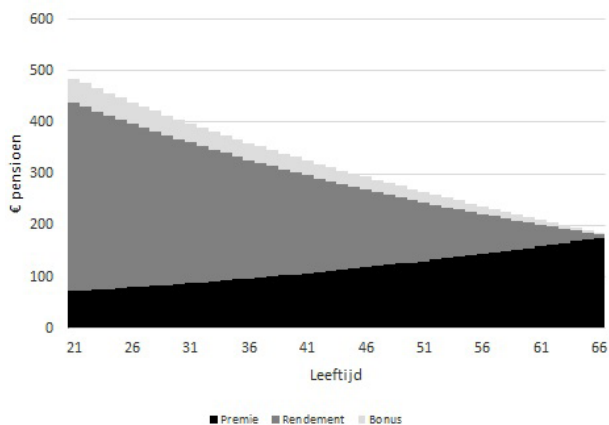


De opbouw van het pensioen verloopt bij een gelijkblijvende premie ogenschijnlijk wezenlijk anders dan bij een met de leeftijd oplopende premie. Corrigeren we de opbouw echter voor het effect van inflatie (2%), dan verandert dat beeld.

**Figuur 5, figuur 1 maar dan gecorrigeerd voor inflatie**



**Figuur 6, figuur 3 maar dan gecorrigeerd voor inflatie**



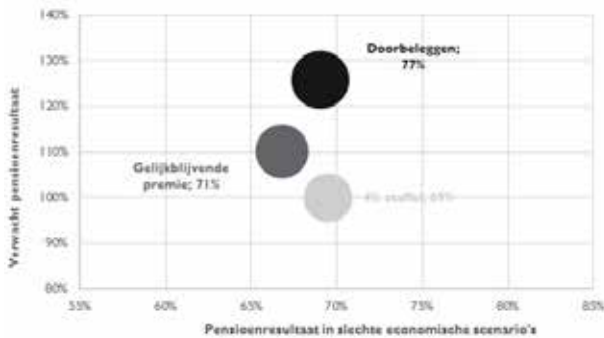
Van de door de fiscale, gelijke behandelings- en pensioenregelgeving voorgeschreven tijdsevenredige opbouw is geen sprake. Men zou kunnen betogen dat gerealiseerde overrendementen (hier is gerekend met 4%) in combinatie met een met de leeftijd oplopende premie zorgt voor tijdsevenredige, voor inflatie gecorrigeerde opbouw. Evengoed kan echter worden aangetoond dat het door de prudent person regel afgedwongen life cycle beleggen de verhoudingen weer verder scheeftrekt.

De conclusie moet zijn dat het fiscaal afgedwongen keurslijf van salaris-diensttijdregelingen in de opbouwfase volstrekt niet past bij DC-regelingen.

Bovenstaande analyses zijn gebaseerd op de 4%-rendementsaansname op grond van de fiscale wetgeving. In onderstaande grafiek laten wij zien wat de relatieve impact van de optimalisatie van de opbouwfase via de doorsneepremie is op het pensioenresultaat en de mate van risico die door de deelnemer wordt gelopen als daarin het effect van het afnemende risicoprofiel als gevolg van een marktgemiddelde life cycle belegging wordt meegenomen.

men.<sup>37</sup> Afgezet tegen het fiscale basisscenario. Ook tonen wij het gecombineerde effect als met de doorsneepremie ook in de uitkeringsfase wordt doorbelegd.

**Figuur 7**



Het optimaliseren van de inleg in de opbouwfase door het introduceren van een vereenvoudigd fiscaal regime voor premieovereenkomsten verhoogt het verwachte pensioenresultaat<sup>38</sup> voor deze deelnemer met 10% ten opzichte van toepassing van het wettelijke regime dat is gebaseerd op een leeftijdsonafhankelijke staffel op basis van een risicovrije rente van 4%. Over de gehele duur van de ongewijzigde life cycle bezien wordt een relatief groter deel van de premie offensiever belegd en dat leidt ook tot een toename van het risico, wat valt op te maken uit het wat lagere pensioen in slechte economische scenario's.<sup>39</sup>

Een geoptimaliseerd fiscaal stelsel in de opbouwfase gecombineerd met een geoptimaliseerd stelsel in de uitkeringsfase maximaliseert de kans op een hoog pensioenresultaat, binnen acceptabele risico's. Dat laten we zien met de derde stip. Dit is een doorbeleggingsvariant zonder collectieve risicodeling die gecombineerd met gelijkblijvende premie leidt tot een naar verwachting 25% hoger pensioenresultaat. Het voordeel is zodanig dat ook in slechte economische scenario's het pensioenresultaat naar verwachting vergelijkbaar is met het uitgangspunt op basis van de 4% staffel en volledige conversie op pensioendatum.

De optimalisatie in de opbouwfase al dan niet gecombineerd met een optimalisatie in de uitkeringsfase geeft ook een hogere kans dat de maatschappelijke pensioennorm van 75% van het gemiddeld verdiende salaris wordt

gehaald. Die kans neemt in deze casus van 65% toe naar 77%.

Loslaten van het arbitrair gekozen fiscale keurslijf opent de mogelijkheid om, veel meer dan nu het geval is, beleggingen te laten werken voor het pensioen. Dat is geen innovatie, we verwijzen opnieuw naar de financiering van de opbouw van pensioen in bedrijfstakpensioenfondsen, wel vernieuwend.

Overigens kan ook binnen de huidige fiscale kaders langs dezelfde lijn voordeel worden behaald door een staffel te hanteren op basis van een risicovrije marktrentecurve.<sup>40</sup> Het premieverloop in een dergelijke staffel bevindt zich tussen een gelijkblijvende en op 4% rekenrente gebaseerde staffel. Toepassing van een risicovrije marktrentecurve kan wel tot continue aanpassingen van de staffel leiden, ook zodanig dat niet langer sprake is van een enigermate vlakke staffel.

### Nabeschuiving en conclusie

De staatssecretaris komt, hopelijk snel, met een aanpassing van de pensioenwetgeving waar de markt al tijdens reikhalzend naar uit kijkt. Het verruimende monetaire beleid van de Europese Centrale Bank zal naar verwachting de risicovrije rente verder drukken, de rentemigraine zal bij steeds meer werkgevers en uitvoerders de kop opsteken en de roep om verlenging van de beleggingshorizon gaat alleen maar luider klinken. De onderzoeken tonen aan dat er winst wordt behaald als de knelpunten worden weggenomen. Maar er blijft naar onze mening een belangrijk knelpunt bestaan, mede door de staatssecretaris gestelde, maar niet gemotiveerde, randvoorwaarden waaraan oplossingen moeten voldoen: de beperkte premieruimte voor jonge werknemers.

De staatssecretaris heeft zichzelf een ambitieuze tijdslijn opgelegd. Tegelijkertijd is het opvallend dat er blijkbaar behoefte is aan een derde onderzoek, dat nogmaals de meest voor de hand liggende varianten uit de eerste twee knelpuntonderzoeken moet bevestigen. Of komt er nog een andere variant uit de hoge hoed?

Toestaan van gelijkblijvende premies in DC-regelingen betekent effectief een verruiming van de beleggingshorizon. Het vlakke verloop leidt niet tot een verhoging van de premie-inleg in de tijd, maar een verhoudingsgewijs groter deel van de premie kan profiteren van de risicopremie op zakelijke waarden voordat het glijpad naar meer risicomijdende beleggingen wordt ingezet. Dit vlakkere verloop verhoogt de arbeidsmobiliteit en -inzet van oudere werknemers. Dit leidt tevens tot een stijging van het pensioenresultaat. Het is een gemiste kans om het onderzoek naar optimalisatie van DC-regelingen niet te verbreden naar de opbouwfase van het pensioen. Dit vraagt

37 De in aanmerking genomen life cycle is identiek aan de life cycle die model stond voor het Evaluatierapport Premie Pensioen Instellingen uit februari 2014. Deze life cycle kent meerdere asset-categorieën variërend van zakelijke waarden, (hoogwaardige) bedrijfsobligaties, indirect vastgoed, staatsleningen en liquiditeiten en is afgeleid van het huidige aanbod aan moderne life cycle strategieën van aanbieders van individuele DC-regelingen.

38 Het verwachte pensioenresultaat is in dit geval het gemiddelde resultaat van alle scenario-uitkomsten.

39 De resultaten in slechte economische omstandigheden zijn gebaseerd op het gemiddelde van de 20% slechtste resultaten uit de analyse, 20%CVaR.

40 Bijlage V van het staffelbesluit biedt deze mogelijkheid al. BLKB2014/2132M dd 17 december 2014.



echter om een departement overschrijdende visie op de toekomst van DC-regelingen bij de wetgever.

Het zou de staatssecretaris sieren als zij daarbij oog heeft voor de schoonheid van eenvoud: doorbeleggen op basis van een pensioen uitgedrukt in beleggingseenheden vergt slechts enkele penne streken in de Pensioenwet.