

Nut als maatstaf voor risicobereidheid

Premiepensioenregelingen schuren langs fiscale ficties

In dit artikel gaan de auteurs in op twee aspecten van de Wet verbeterende premieregeling (Wet VPR). Ten eerste, wat voegt 'risico' nemen in de uitkeringsfase toe, gegeven de individuele risicobereidheid van een deelnemer en hoe kun je met dat gegeven een vergelijking tussen de verschillende aanbieders van doorbelegproducten maken. Ten tweede doen de auteurs een pleidooi voor het afschaffen van de onbegrijpelijke en in hun visie civielrechtelijk verboden eventtoets bij de toepassing van een andere – lees: lagere – dan de wettelijke 4%-rentestafel in de opbouwfase van een zuivere premiepensioenregeling.

DOOR ERIC BOT EN JACK BORREMANS



Jack Borremans is vennoot bij LNBB actuarissen + pensioenconsultants en partner bij Penformance. 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.

In een eerdere bijdrage aan dit blad¹ (PA 2017-7/8) hebben de auteurs een uitgebreide inzicht gegeven in de vergaande implicaties van de Wet verbeterde regeling (hierna: Wet VPR) op de zorgplicht van aanbieders alsmede in de interpretatie van die wetgeving door de AFM in de leidraad over dit onderwerp (AFM Leidraad 22 december 2016). Wat opvalt is het ontbreken van de rol van de pensioenadviseur, behoudens de bemiddeling in een variabele pensioenuitkering. De auteurs hebben ook hun visie gegeven over de ruimte die er buiten de aanbiedersverplichtingen in de opbouw- en uitkeringsfase is alsmede over de mogelijkheden voor complementaire dienstverlening. Wat blijft is een onomkeerbare ontwikkeling dat het traditionele pensioenadvies uitgebreid wordt met een (proces) begeleidende rol bij de selectie van een passend pensioenproduct door het geven van inzicht in de impact van marktrisico op het pensioen en de daarbij gemaakte beleggingskeuzes van aanbieders. Een begeleiding die met de mogelijkheid tot 'doorbeleggen' een nieuwe dimensie toevoegt en regimeshift krijgt. In de opbouwfase van het pensioen is de werkgever volgens de adviesregels van de Wft de adviesontvangende partij. Terwijl de facto deze werkgever niet het risico op een tegenvallend pensioenresultaat loopt. Bij de keuze tussen een vaste en variabele uitkering is het per definitie het individu dat de risico's draagt. In de advisering van premiepensioenregelingen lag tot voor kort ten onrechte de kern van de advisering op het

'staffelkwartetten', de selectie van een ogenschijnlijk willekeurige staffel uit de reeks van staffels uit een opeenvolgende serie van fiscale staffelbesluiten, zonder aandacht voor de opbrengstenkant en de risico's die daarmee samenhangen. Staffelselectie krijgt met de Wet VPR dan ook een nieuwe dimensie. De gekozen staffel werpt, in combinatie met het daarbij geselecteerde pensioenproduct en de risicoprofielen in de opbouwfase – al dan niet voor-

Bij de keuze tussen een vaste en variabele uitkering is het per definitie het individu dat de risico's draagt.

sorterend op een variabele uitkering – een lange schaduw vooruit op de verwachtingen van veel deelnemers op een adequate pensioenuitkomst.

In dit artikel gaan de auteurs in op twee onderdelen. Ten eerste, wat voegt 'risico' nemen in de uitkeringsfase toe, gegeven de individuele risicobereidheid van een deelnemer en hoe kun je met dat gegeven een vergelijking tussen de verschillende aanbieders van doorbelegproducten maken. Ten tweede doen de auteurs een pleidooi voor het afschaffen van de onbegrijpelijke en in hun visie civielrechtelijk verboden eventtoets bij de toepassing van een andere – lees: lagere – dan de wettelijke

4%-rentestafel in de opbouwfase van een zuivere premiepensioenregeling.

De fiscale pensioenambitie

Premiestaffels zijn de basis van de premieovereenkomst, een pensioensysteem dat al decennialang onderdeel uitmaakt van ons pensioenstelsel. Het in aanvang lelijke eendje onder de pensioenopbouwregelingen is onder de toegenomen marktwerking en innovatiekracht door de komst van premiepensioeninstellingen en transparantie-eisen uitgegroeid tot een meer volwassen opbouwstelsel binnen ons huidige pensioenstelsel. Een systeem dat weliswaar volwassen is, maar nog niet volledig rijp is. Veel oudere deelnemers hebben naast hun laatste premiepensioenregeling ook vaak nog (nominaal) gegarandeerde aanspraken uit DB-regelingen opgebouwd. Hoewel 'de polder' enorm traag is met het leggen van het pensioen-ei ziet de toekomst van het premiepensioenstelsel er gunstig uit. De varianten die op tafel liggen kennen in meer of mindere mate raakvlakken met het huidige DC-systeem, maar er is nog lang geen witte rook. Als een degressieve opbouw de nieuwe norm wordt, dan zal het een enorme impact hebben op het fiscale kader en de bestaande premiepensioenregelingen.

Staffels zijn geen ENKA-zeem

De fiscale wetgever heeft in 1999² haar kaarten op tafel gelegd. Beschikbare premieregelingen komen uitsluitend in aanmerking voor premieaftrek als het stelsel toetsbaar is aan, anno 2017, een zuiver fiscaal maximaal geïndexeerde middelloonequivalent van 75% van het gemiddelde loon. De wettelijke eisen houden onder meer in dat bij het vaststellen van (willekeurige) premiestaffels ten minste een rekenrente van 4% moet worden gehanteerd. Daarnaast wordt de te verwachten inflatie op nihil gesteld.³ In latere jaren is tevens – vanuit de fiscaliteit – goedgekeurd dat ook beschikbare premiestaffels met een rekenrente lager dan 4% zijn toegestaan. Meer recentelijk nog, is het mogelijk om, op basis van de actuariële kostprijs van een middelloonregeling een zogenoemde marktrentestafel op te stellen. In het meest actuele geldende staffelbesluit van 20 januari 2017 is dit opgenomen.⁴ Het staffelbesluit bevat tevens een uitbreiding van de toegelaten pensioenuitvoerders en een gewijzigde 'eventtoets'. De laatste uitbreiding van toegestane pensioenuitvoerders ziet op premiepensioeninstellingen (hierna: PPI) die initieel geen marktrentestafel mochten opstellen. Reden daarvoor was dat zij geen fiscaal middelloonpensioen uitvoeren en, daarvan afgeleid, geen marktrentestafel konden opstellen. Verzekeraars hadden deze mogelijkheid in 2016 al wel, en de PPI heeft deze mogelijkheid – onder voorwaarden – in 2017 nu eveneens verkregen.

De opeenvolgende staffelbesluiten zijn, in retrospectief, antwoorden van het Ministerie van Financiën op ontwikkelingen op de kapitaalmarkt, druk vanuit de markt en continue aanpassingen van de fiscale pensioenambitie. Was in 1999 de rekenrente voor pensioenverzekeringen nog 4%, en daarmee de bodem gelegd in de maximale premie in premiepensioenregelingen, sindsdien is die rekenrente, als gevolg van dalende marktrentes verder naar beneden gegaan. En kennen we inmiddels een zeer grote verscheidenheid aan staffels, met een verschillende rekenrente in de grondslagen. Maar de staffelbesluiten worden ook periodiek aangepast aan de gestegen levensverwachting. Premiestaffels zijn daarmee geen statische budgetformule maar vragen periodiek onderhoud in de premiepensioenregeling van de klant.

Fiscale inlegtoets

De Wet op de loonbelasting (Wet LB 1964) schetst de condities waarbinnen de pensioenopbouw in een premiepensioenregeling fiscaal niet onzuiver is. De primaire toets is op de periodieke inleg, de 4%-staffel. Tot voor kort gold er een ultiem fiscaal afroombestand op pensioeningangsdatum, als uit het verworven kapitaal een pensioen kon worden aangekocht dat hoger was dan 100% van het laatst verdiende loon. Dat meerdere werd dan overigens gewoon uitgekeerd aan de deelnemer, tegen het progressieve tarief dat gold voordat de AOW-gerechtigde leeftijd in zou gaan. Deze bovengrens is overigens, met de Wet Uitfasering pensioen in eigen beheer en overige fiscale pensioenmaatregelen, vervallen.⁵ Deze afroming was op grond van de Pensioenwet overigens toegestaan.⁶

Fictieve opbrengsttoets: de eventtoets

Bij staffels waarbij rekening is gehouden met een lagere rekenrente dan 4% schiet ons inziens het Ministerie van Financiën, als fiscale wetgever, de deelnemer in de voet om voor ons onbegrijpelijke redenen. Enerzijds wordt er verruimend beleid gecreëerd waarbij een ruimere fiscale inlegtoets wordt geïntroduceerd die bovendien, als het gaat om de staffels met een rekenrente lager dan 3%, zelfs voorwaardelijk is.⁷ Tegelijkertijd worden pensioenuitvoerder, werkgevers en adviseurs opgezadeld met een administratief bewerkelijke periodieke opbrengsttoets die op gespannen voet staat met de civiele pensioenregels. En die bovendien contra-intuïtief uitwerkt voor alle stakeholders. Je zou zelfs het standpunt kunnen innemen dat zo'n toets, op grond van de KNVB-normen van de AFM bij de beoordeling van premiepensioenproducten, discutabel is. In eerdere staffelbesluiten werden er verplichte toetsmomenten genoemd. In het laatste staffelbesluit is de eventtoets anders opgezet. Ter bewaking van de toetsing, om te blijven binnen het toegestane fiscale kader kan de toets tot twee momenten beperkt worden. In de pensioenregeling moeten deze maximale begrenzingen zijn opgenomen, waarbij de deelnemer het recht heeft op de laagste van de twee. De twee begrenzingen zijn:

1. ten hoogste een pensioen passend binnen de kaders van hoofdstuk IIB Wet LB 1964;
2. of, indien dit lager is, de pensioenuitkering die men kan aankopen uit de waarde van de beleggingen.

De toetsing vindt pas plaats op het moment dat de opgebouwde, maar nog steeds aan marktrisico onderhevige beleggingswaarde, het regime van de 3% staffel respectievelijk het regime van de marktrentestafel geheel of gedeeltelijk verlaat,⁸ maar uiterlijk op de pensioeningangsdatum. Op het toetsmoment wordt de opgebouwde beleggingswaarde vergeleken met de maximale waarde van een fiscaal zuivere maximaal geïndexeerde middelloonregeling.⁹ In de administratie van de pensioenuitvoerder moet de kostprijs van het pensioen steeds worden bewaakt en getoetst worden op basis van de tarieven van de betreffende pensioenuitvoerder. Een eventueel overschot (surplus) vervalt dan aan de pensioenuitvoerder¹⁰ of aan de (ex-)werkgever.

Pleidooi voor afschaffing eventtoets

Ten eerste, de administratieve lasten en de kosten die dit met zich meebrengt staan niet in verhouding tot het beoogde doel.¹¹ En het is ons inziens totaal overbodig vanwege het bestaan van de inlegtoets. Daarmee is een zeer strikt fiscaal regime gecreëerd met voldoende waarborgen. Door het recentelijk vervallen van de

100%-toets zijn voor uitkeringsovereenkomsten de fiscale grenzen behoorlijk verruimd. De 'eventtoets' voor eindloon/middel-loonregelingen is de facto verdwenen.

Ten tweede is het onrealistisch om op een specifiek moment in de tijd de pensioenbeleggingswaarde te beoordelen en rendementen hiervan af te romen die dan ten goede komt aan de pensioenuitvoerder of de (ex-)werkgever. Dit wringt temeer omdat de deelnemer wel de downside zelf moet dragen maar niet van de upside zou mogen profiteren. Dit is contra-intuïtief en creëert een ongelijk speelveld. Het argument van de Belastingdienst dat juist het vervallen van de eventtoets een ongelijk speelveld creëert ten voordele van premiepensioenregelingen delen wij in het geheel niet. Immers, de kans op meer pensioen is de uitruilvergoeding (lees: risicopremie) voor het lopen van het risico op (veel) minder pensioen dan in uitkeringsovereenkomsten zoals middelloon. Bovendien, de inlegtoets biedt voldoende garanties voor de schatkist dat er niet meer premie in aftrek wordt gebracht. Dat die premie vervolgens tot een hoog of laag pensioen leidt als gevolg van mee- of tegenvallende beleggingsrendementen is hiervoor niet relevant. Sterker nog, de schatkist profiteert mee door het progressieve tarief. Immers, een hoog pensioen levert meer belastinginkomsten op terwijl het tot niet meer aftrek heeft geleid.

Ten derde. Ons inziens is de eventtoets al jaren in strijd met de Pensioenwet. De Pensioenwet kent een generiek afkoopverbod om de pensioenbestemming van de ingelegde premies te beschermen. De enige bepaling waarin mogelijk een grondslag is te vinden betreft het gewijzigde art. 69 Pensioenwet (PW). Dit gaat – aldus de kop boven het artikel – om afkoop van fiscaal bovenmatig pensioen. De bevoegdheid van de pensioenuitvoerder tot afkoop van het fiscaal bovenmatige pensioen is gewijzigd naar de verplichting voor de pensioenuitvoerder om op verzoek van de gerechtigde tot pensioen het deel van pensioen dat uitgaat boven de fiscale begrenzing af te kopen. Lid 3 van art. 69 PW schrijft voor dat de pensioenuitvoerder afkoopwaarde aan de (gewezen) deelnemer ter beschikking moet stellen. De eventtoets faalt als dit wordt getoetst naar de tekst en strekking van dit artikel. Het gaat immers om een verzoek van de gerechtigde en het moet bovendien aan hem verstrekt worden. Bovendien gaat het om een bovenmatig gedeelte direct voor ingang van het pensioen en niet in de gevallen (ver) voor pensioen ingangsdatum.¹² Uitzondering hierop betreft het geval waarin sprake is van een bijzonder partnerpensioen die ter beschikking van de gewezen partner wordt gesteld. Op grond hiervan stellen wij vast dat de fiscale afroombepaling van het behaalde rendement als gevolg van een eventtoetsing strijdig is met de bepalingen van de Pensioenwet omdat daarin geen expliciete grondslagverwijzing is opgenomen waarbij bedragen kunnen vrijvallen ten gunste van de pensioenuitvoerder dan wel de (ex-)werkgever.

Ten vierde, met de komst van het wettelijke keuzerecht op pensioendatum tussen een vaste en variabele uitkering is de vraag legitiem wat het toetsmoment moet zijn voor de eventtoets. Immers, het risico op mee- en tegenvallers na pensioendatum, dus na het toetsen en eventueel afromen, blijft aanwezig en juist door het verlengen van de beleggingshorizon over de pensioeningangsdatum heen, kunnen die beleggingsresultaten worden gebufferd voor slechte jaren. Eenvoudig en voorzichtig. De initiële uitkering op het pensioeningang moment is slechts een momentopna-

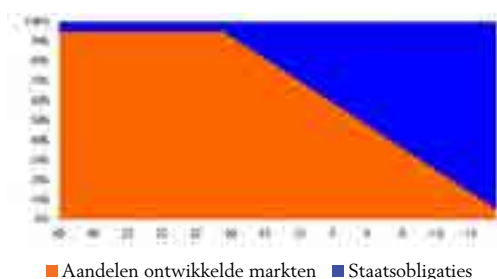
me en niet gegarandeerd en kan daarom nooit dienen als een fatale toets grootheid.

Wat de impact van risico op een variabele uitkering is, wordt hierna toegelicht.

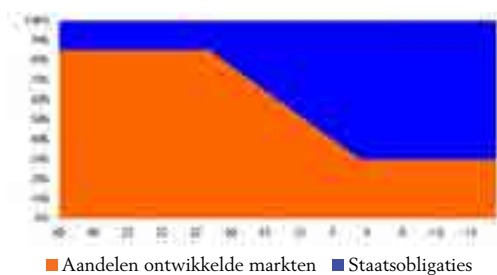
Impact van risico op het pensioen

In het eerste artikel hebben we drie eenvoudige fictieve life cycles getoond. Deze life cycles tonen de dynamiek van een leeftijdsafhankelijke beleggingsmix tot aan pensioendatum ($t=0$). Een mix die tot voor kort per definitie voorsorteerde op een vaste uitkering vanaf de pensioengerechtigde leeftijd. Vanaf 1 september 2016 is er een wettelijk keuzerecht. Vandaar de introductie in ons voorbeeld van twee losstaande variabele uitkerings producten gekoppeld aan het neutrale en offensieve life cycle profiel.

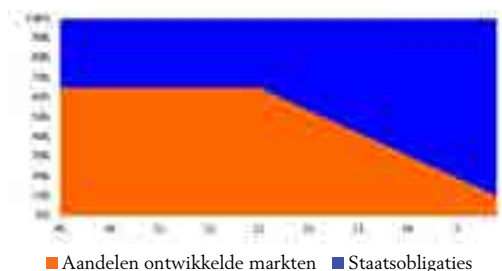
Hieronder vindt u de *offensieve* life cycle tot aan pensioendatum ($t=0$) met een na pensioendatum variabele asset mix met afnemend risicoprofiel. Na twintig jaar uitkeren ($t=-20$) wordt het resterende kapitaal omgezet in een vaste uitkering. Op $t=0$ heeft een deelnemer altijd het keuzerecht en kan hij besluiten om een vaste uitkering te kopen, ook al sorteert het profiel voor op een variabele uitkering



Hieronder vindt u de *neutrale* life cycle tot aan pensioendatum ($t=0$) met een constante asset mix in de variabele uitkeringsperiode. Na twintig jaar uitkeren ($t=-20$) wordt het resterende kapitaal omgezet in een vaste uitkering. Ook hiervoor geldt dat op $t=-20$ alsnog een vaste uitkering wordt aangekocht. Ook in dit geval is er op $t=0$ een keuzerecht, en kan de deelnemer altijd kiezen voor een vaste uitkering.



Hieronder vindt u de *defensieve* life cycle tot aan pensioendatum. Deze life cycle sorteert voor op een vaste uitkering vanaf $t=0$. Maar een deelnemer heeft op $t=0$ alsnog het recht om te kiezen voor een variabele uitkering. Hoewel dat vanuit beleggingstechnisch oogpunt, gelet op het gelopen glijpad, niet logisch lijkt.



■ Aandelen ontwikkelde markten ■ Staatsobligaties

Onderstaande grafiek¹³ is een weergave van de impact van risico op het te bereiken pensioen van de verschillende profielen en keuzes op pensioendatum voor een deelnemer die 25 jaar voor pensioendatum, dus op $t=25$, gaat deelnemen aan een premieovereenkomst met beleggingsvrijheid.

Een hogere pensioenverwachting (mediaan=grijze blokje) gaat gepaard met een hogere onzekerheid (bandbreedte) in de uitkomst (van lichtgroen naar donkerrood). Het resultaat is een spreiding van pensioenverwachtingen. Met de mediane waarde in het midden waarbij er een kans van 50% is dat het pensioen hoger dan wel lager uitvalt. Ligt de mediaan boven de ambitiestreep dan is de kans groter dan 50% dat die pensioenambitie (75% middelloon)¹⁴ wordt bereikt.

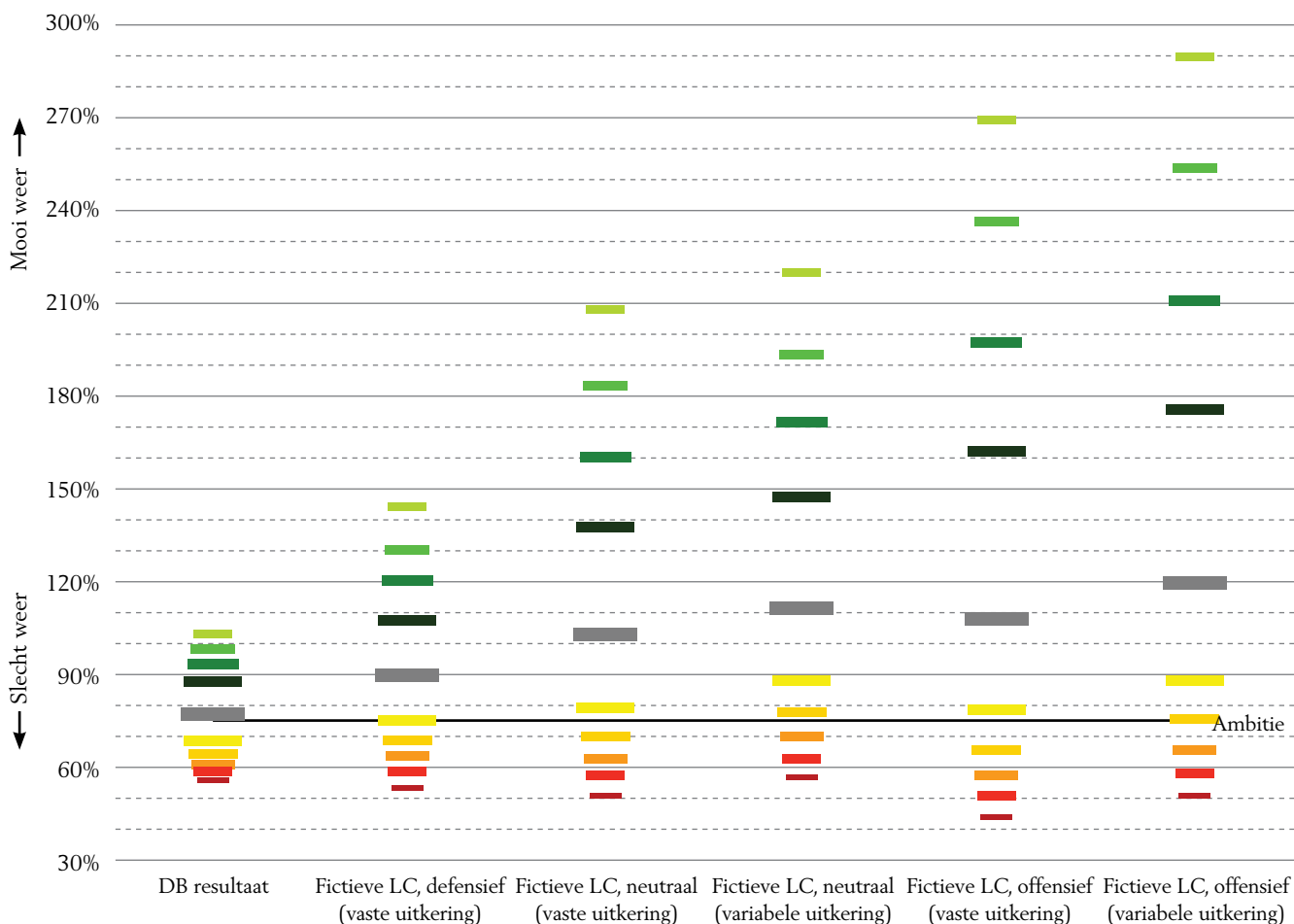
Het verschil tussen de geprognostiseerde vaste dan wel variabele uitkering voor zowel de neutrale als de offensieve life cycle wordt uitsluitend verklaard door het feit dat op $t=0$, ingeval van

een variabele uitkering, de *initiële* variabele uitkering wordt berekend op basis van de risicovrije rente plus een risico-opslag, afgeleid van de beleggingsmix op dat aankoopmoment.¹⁵ Waarmee de deelnemer een vast dalende uitkering aankoopt.¹⁶ Het uiteindelijk te bereiken kapitaal dat de koopsom voor de vaste dan wel variabele uitkering bepaalt op $t=0$ is identiek. Immers de deelnemer volgt hetzelfde offensieve glijpad. De spreiding rondom de verwachte initiële uitkering is ook identiek aan de vaste uitkering.

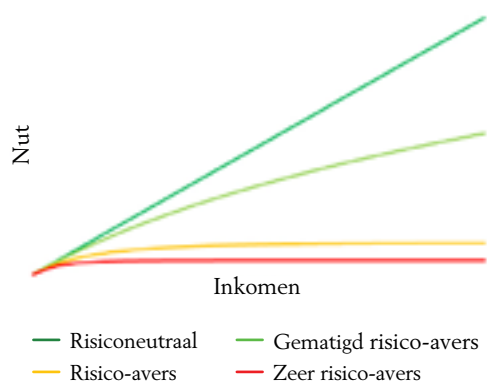
Het zekerheidsequivalent als vergelijkingsmaatstaf.

Niet iedere deelnemer heeft dezelfde perceptie ten aanzien van risico's. Een belegger die meer risico *wil* accepteren, zal meer waarde hechten aan positieve resultaten, terwijl een risico-averse belegger neerwaartse risico's zwaarder zal meewegen. De default selectie van een uitvoerder moet sinds 1 september 2016 periodiek afgestemd worden op de collectieve risicohouding van de groep verzekerden. Dat mag op portefeuilleniveau.

De individuele risicohouding kan uitgedrukt worden in termen van nut: hoeveel waarde hecht een individu aan € 1 meer pensioeninkomen, gegeven het risico dat samenhangt met het verwerven van die extra euro pensioeninkomen. Hoe risico-averser het individu, hoe groter de afnemende meeropbrengst van die extra euro. Een risico-indifferente belegger¹⁷ is een belegger wiens waardering voor meer pensioeneuro's, gegeven het risico dat hij daarbij loopt, niet toe- of afneemt.



Figuur 1 Onzekerheid van initiële pensioenuitkering in verschillende risicoprofielen



Figuur 2 Grafische weergave nutscurves risicohoudingen

De relatie tussen nut en (pensioen-)inkomen kunnen we als volgt, in bovenstaande grafiek, visualiseren. De rechte lijn is de risico-indifferente deelnemer. Naarmate de kromming groter wordt, wordt de deelnemer risico-averser.

Met het zekerheidsequivalent combineren we de objectief gemeten spreiding in verwachte pensioenresultaten uit de equalisergrafiek met de impact van de individuele risicohouding volgens de nutcurve en drukken dat vervolgens uit in een vaste gegarandeerde, dus zekere, pensioenuitkering. We slaan de onzekere verwachting, kort gezegd, plat in een voor nut en risico gecorrigeerd middelloonresultaat. Het profiel dat de hoogste zekerheidsequivalent scoort, is de optimale life cycle, gegeven de risicohouding van dat individu.

Risicohouding	'DB resultaat'	defensief	neutraal	offensief
Risico-indifferent	77%	86%	97%	105%
Risico-avers	76%	82%	87%	86%
Zeer risico-avers	74%	78%	79%	76%

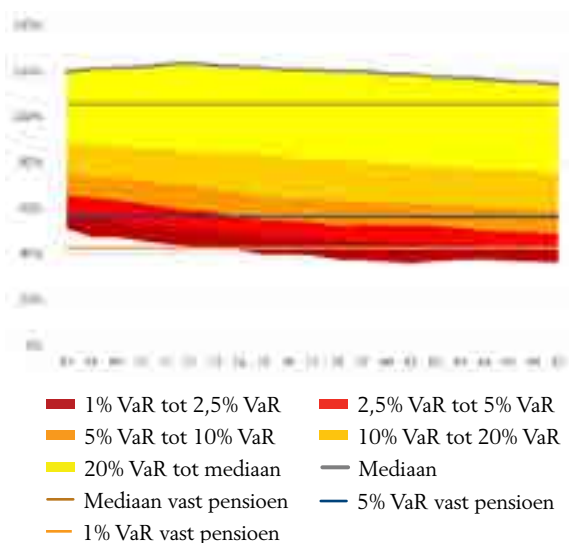
In bovenstaande tabel beoordelen we de drie profielen in de opbouwfase. Met het percentage wordt het zekerheidsequivalent bedoeld. Een premieovereenkomst die een ambitie nastreeft van een pensioen ter grootte van 75% van het gemiddelde loon levert een risico-indifferente belegger een waardering op die gelijk staat aan een middelloonambitie van 105% als de premie wordt belegd in de offensieve life cycle. Ieder ander profiel levert een lagere waarde op en is daarmee dus niet optimaal. Voor de zeer risico-averse belegger uit dit voorbeeld levert het beleggen van dezelfde premiestroom in de neutrale life cycle het hoogste nut: het zekerheidsequivalent is het hoogst. Defensief is blijkbaar niet efficiënt in de afweging tussen rendement en risico.

Dit resultaat zegt dus niets over het feit of de gestandaardiseerde life cycles altijd de meest optimale zijn voor het betreffende individu. Immers, de deelnemer heeft in dit voorbeeld slechts de keuze uit drie standaard life cycles in de opbouwfase.¹⁸

Van opbouw naar uitkering; doorkijk naar variabel versus vast...

Bovenstaande analyse is toegepast op een deelnemer die nog 25 jaar te gaan heeft tot aan zijn pensioengerechtigde leeftijd. Er kan in die 25 jaar nog veel gebeuren. Maar het staat buiten kijf dat de

uitvoerder in de vaststelling van het voor een individu optimale glijpad ook een doorkijk geeft op de keuze voor een variabele dan wel vaste uitkering. Life cycles worden meer en meer unieke voorsorteerpaden, gericht op een vaste of juist een variabele uitkering. Het in die life cycle verweven beleggingsbeleid is leidend, ongeacht het feit dat de deelnemer, op pensioendatum, een keuzerecht heeft. Als het risicoprofiel goed is vastgesteld en de keuze daarmee gevallen is op een variabele uitkering, is het uiteindelijke keuzerecht op pensioendatum niet meer dan een willekeurige event in de levenscyclus van de deelnemer: Het draaipunt waarop het inleggen van premies wordt vervangen door het onttrekken van pensioenen uit de beleggingswaarde.



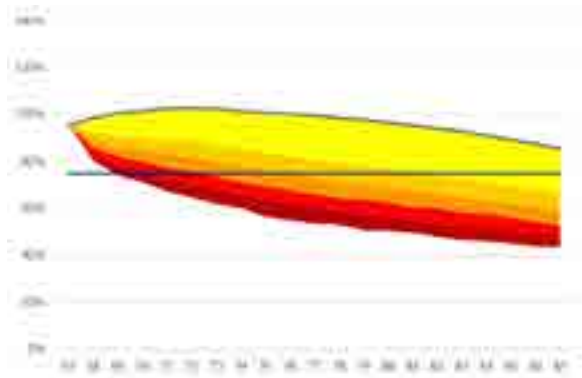
Figuur 3 prognose bandbreedte variabele versus vaste uitkering

Om de complexiteit van de variabele uitkeringsproducten te tonen, tonen wij in bovenstaande grafiek de bedoelde doorkijk voor de deelnemer die nog 25 jaar voor zijn pensioen staat en focussen vanaf nu op 'vast' en 'variabel' in het offensieve life cycle profiel. De grafieken sluiten aan op de eerder getoonde equalisers, maar belichten vooral het neerwaartse risico in de uitkeringsfase vanaf $t=0$.

In de grafiek tonen we het verwachte verloop van de uitkering over de eerste twintig jaar na ingang voor de verschillende risiconiveaus onder de mediaan. De rechte lijnen tonen de onzekerheid in de geprognoseerde vaste pensioenen¹⁹ op 25 jaar voor pensioendatum. Op het oog lijkt een variabele uitkering in nagevoeg alle scenario's, over alle jaren, verhoudingsgewijs een beter pensioen op te leveren. Maar de onzekerheid in de verwachting is hoog.

...en dan nu echt met pensioen!

Op het moment dat de deelnemer met pensioen gaat, heeft de deelnemer daadwerkelijk het glijpad van de offensieve life cycle doorlopen en heeft een kapitaal opgebouwd. Met dat kapitaal moet de deelnemer een vaste dan wel variabele uitkering aankopen, of een combinatie daarvan. We veronderstellen dat de deelnemer nu 25 jaar ouder is, dus vandaag, op $t=0$, de pensioengerechtigde leeftijd heeft bereikt.

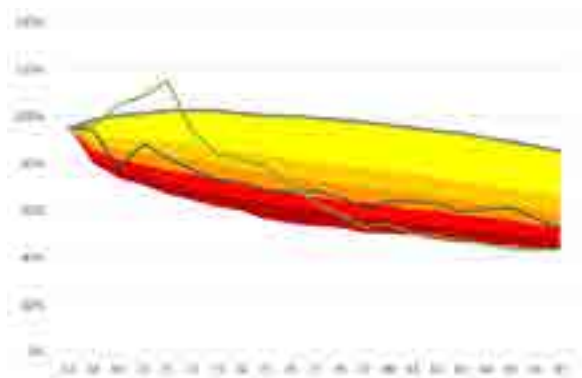


Figuur 4. Prognose ontwikkeling variabele versus vaste uitkering na ingangsdatum

In de grafiek hierboven laten we zien wat het verschil is tussen een vaste uitkering en een variabele uitkering. De initiële variabele uitkering is ruim 15% hoger dan de vaste uitkering in dit fictieve product, maar zal, na ingang, jaarlijks fluctueren.

Het is overigens niet zo, dat het effect van de lage rente wordt omzeild door de keuze voor een variabele uitkering. Jammer genoeg is de lage rente hét argument geweest voor de politiek om tot een variabele uitkeringsmogelijkheid te beslissen. Maar dat gaat voorbij aan het feit dat die rente nog steeds dominant is bij het vaststellen van de initiële uitkering. Dit mag naar ons oordeel in de advisering niet een doorslaggevend argument zijn om te kiezen voor een variabele uitkering. Het grote probleem van een te laag pensioen is veelal het feit dat werkgevers en deelnemers veel te weinig premie inleggen ondanks de voorwaardelijke ruimte die het staffelbesluit tegenwoordig biedt. De bereidheid om te investeren in koopkrachtbehoud op lange termijn waarbij een deel van de huidige koopkracht moet worden prijsgegeven is weliswaar het gedrag van de homo economicus, maar niet het feitelijke gedrag van mensen.

Omdat er in ons voorbeeld sprake is van een dalende assetmix, moet in dat geval de vaste daling jaarlijks worden herrekend, op basis van de rente op dat periodieke herrekenmoment²⁰.



Figuur 5. Twee scenario's eruit gelicht. 1% VaR en 5% VaR op 87 jaar

Om de onzekerheid van een uitkeringsverloop feitelijk weer te geven, hebben we in de tweede grafiek de werkelijke volatiliteit

van twee slechte scenario's getekend, beoordeeld op twintig jaar na ingang van het variabele pensioen. Immers, in de realiteit heeft de deelnemer geen keuze tussen scenario's. Het scenario overkómt hem. En dat geeft toch een veel volatieler beeld dan op grond van de abstracte 'scenario-komkommer' zou kunnen worden afgeleid. Op grond van de informatieverplichtingen uit hoofde van de Pensioenwet moeten aanbieders nu juist die abstractie tonen, en dan nog maar in drie scenario's.

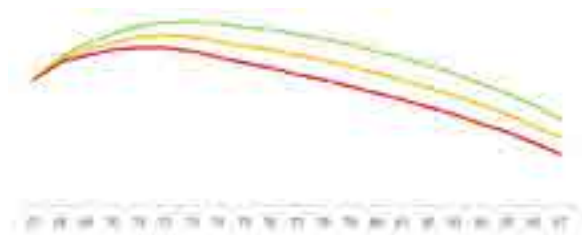
Hoe nuttig is een variabele uitkering?

Eerder hebben we betoogd dat de selectie van een life cycle in de opbouwfase afhankelijk is van de risicohouding van een deelnemer. Die methode kunnen we natuurlijk ook toepassen op de selectie van een variabel uitkeringsproduct. Immers, er is op $t=0$ slechts zekerheid over de initiële uitkering in jaar 1, in de daarop volgende jaren is de variabele pensioenuitkering afhankelijk van enerzijds de marktrente op het periodieke herrekenmoment²¹ en anderzijds van het daadwerkelijk gerealiseerde rendement op de onderliggende beleggingswaarde.

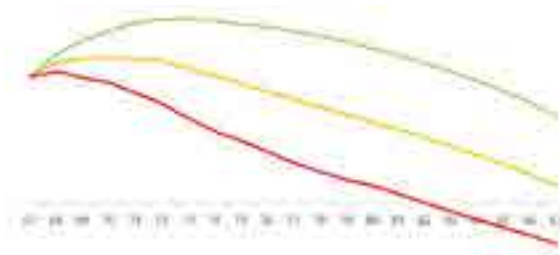
Kijken we naar de impact van de individuele risicohouding dan ontstaat er een interessant beeld. Op grond van de adviesregels van de Wft zal de adviseur een klantprofiel moeten opstellen om de passendheid van het aangeboden product te kunnen beoordelen. Daarbij zal de adviseur moeten inventariseren in hoeverre de deelnemer onder meer nog andere inkomensbestanddelen, zoals pensioenen, heeft opgebouwd. Immers, van belang is om vast te stellen in hoeverre de deelnemer afhankelijk is van het al dan niet variabele pensioen dat uit het geëxpireerde kapitaal wordt aangekocht.

In onderstaande grafieken laten we de voorkeur van een deelnemer voor een variabele boven een vaste uitkering zien, indien de deelnemer, naast een gegarandeerde AOW-uitkering, geen andere inkomensbronnen meer heeft. In de eerste grafiek het verloop van de relatieve voorkeur voor een variabele uitkering boven een vaste als het kapitaal € 50.000 bedraagt. In de tweede grafiek de relatieve voorkeur als het een kapitaal van € 500.000 is. Loopt de lijn boven de x-as, dan is er sprake van een voorkeur voor variabele. Loopt de lijn onder de x-as, dan is er sprake van een voorkeur voor een vaste uitkering.

Naarmate dezelfde deelnemer risico-averser wordt, neemt de voorkeur voor een variabele uitkering boven een vaste uitkering af. Bovendien, naarmate de deelnemer voor een groter deel afhankelijk is van het pensioen voor een adequate oudedagsvoorziening, neemt de voorkeur voor een variabele uitkering boven een vaste uitkering ook snel af. Een dubbele degressie. En in het geval van een zeer risico-averse belegger, ontstaat er op termijn, in ons voorbeeld, een voorkeur voor vast boven variabel.



Figuur 6 Voorkeursverloop bij koopsom € 50.000



Figuur 7. Voorkeursverloop bij koopsom van € 500.000

Samenvattend

Het variabele uitkeringsproduct dat we uitwerken beschikt slechts over één risicoprofiel. Er rust dus op grond van de Wet VPR slechts een informatieplicht op pensioendatum ($t=0$) op de aanbieder. Dat ontslaat ons inziens de aanbieder niet van de inspanningsverplichting om, in lijn met de in het eerste artikel besproken KNVB-methode van de AFM, condities te creëren om inzicht te geven in de impact van risico op het totale oudedagsinkomen. Die inventarisatie zal de aanbieder overigens allang hebben gedaan als er sprake is van een premiepensioenproduct met beleggingsvrijheid in de opbouwfase.²² En daar kunnen aanbieder en adviseur elkaar versterken. Aanbieders gaan meer en meer life cycles ontwikkelen die specifiek zijn gericht op een vaste of juist een variabele uitkering. Life cycles die qua beleggingsfilosofie niet zonder meer uitwisselbaar zijn. De aanbieder heeft er, ook commercieel, baat bij dat een deelnemer zo vroeg mogelijk geconditioneerd wordt om een volledig klantprofiel achter te laten in het portaal van de aanbieder. De aanbieder adviseert immers in de opbouwfase en streeft in zijn businessmodel naar het maximaliseren van het onder beheer gehouden vermogen gedurende de volledige levenscyclus van de deelnemer. En zodra de deelnemer met pensioen gaat, en zijn al dan niet latente voorkeur voor een variabele of vaste uitkering moet bevestigen, komt de adviseur van die deelnemer, deels als procesbegeleider, om de hoek kijken. Hij krijgt, samen met de deelnemer, inzicht in de volledigheid van het online-klantprofiel en kan de informatie die de aanbieder verstrekt over het keuzerecht, verruimen met het inzicht in de variabele uitkeringsproducten van andere aanbieders.

Afsluiting

Met het fiscale staffelbesluit wordt verruimend beleid gecreëerd om in tijden van lage risicooloze rentes deelnemers niet te dwingen tot het nemen van meer risico dan zij kunnen of willen lopen op de ingelegde premie. Dat geeft ondernemingen de ruimte om over te stappen van de onbetaalbaar geachte DB-regelingen en tegelijkertijd deelnemers voldoende budget toe te kennen voor een adequaat pensioen. Het is jammer, en ons inziens onnodig en zelfs in strijd met de Pensioenwet, om een beleggingsmeevaller af te romen. Bovendien, die eventtoets werpt een blokkade op bij het inzetten van een variabele uitkering. Immers, het pensioeninangsmoment is niet het einde van de periode waarop beleggingsrisico wordt gelopen. Het belang van de eventtoets is daarmee ook verdwenen. ■

1. 'Wet Vpr, rolverdeling op de helling', *PensioenAdvies* augustus 2017.
2. Op 1 juni 1999 is de Wet Fiscale Behandeling van pensioenen ingevoerd, ook wel Wet Witteveen genoemd.
3. Beschikbare premiestaffels zijn eigenlijk koopsomstaffels.

4. Dit staffelbesluit is een actualisering van het staffelbesluit van 17 februari 2014 dat is vervallen.
5. *Stb.* 2017, 115.
6. Art. 69 lid 1 sub a oud PW.
7. De toepasbaarheid van deze marktrentestaffels (rente kleiner dan 3%) is beperkt in de tijd en is een tegemoetkoming om ook in tijden van lage rentestand een level playing field te realiseren tussen DB en DC regelingen.
8. Deze kaasstolptoets is de joker in het staffelkwartetten.
9. Er mag tevens getoetst worden op basis van het actuele loon.
10. Opmerkelijk is te constateren dat in het besluit 'verzekeraar' wordt genoemd. Beter zou het zijn hier 'pensioenuitvoerder' te vermelden.
11. Zie ook *Kamerstukken II* 2016/17, 3455,5 3, Memorie van toelichting, p. 2. (Wet uitfasering pensioen in eigen beheer en overige fiscale pensioenmaatregelen).
12. Zie Kluwer T&C Pensioenrecht, Commentaar op artikel 69 PW-aantekening 3, p. 3 van 6.
13. Deze grafiek is ook geïntroduceerd in art. 1 en we verwijzen graag naar de toelichting op de 'ambitie', de 'mediaan', de verschillende Value-at-Risk resultaten (streepjes) en het DB-resultaat.
14. De 75% middelloonnorm – het zekerheidsequivalent dat de basis is voor iedere premiestaffel – is de norm uit art. 18a lid 3 Wet LB 1964 die in het fiscale staffelbesluit is vertaald in leeftijdsafhankelijke premiepercentages. De fiscale aanname is dat op die premies, jaarlijks, risicoolos, een rendement van 4%, 3% of een rendement dat gelijk is aan de marktrente wordt bereikt. Deze fiscale naïviteit dwingt deelnemers, bij een beperkt budget, tot het nemen van beleggingsrisico's. Het is aan de uitvoerder en adviseur om vast te stellen of een deelnemer dat risico wel kan en wil lopen.
15. De opslag wordt toegerekend aan het daadwerkelijke percentage zakelijke waarden, evenwel tot een maximum van 35%. Stel het aandelenprojectierendement is 6,5%, en de risicovrije rente is 1%, dan is de opslag maximaal 35% maal het verschil tussen het aandelenprojectierendement en de risicovrije rente: $35\% \times (6,5\% - 1\%) = 1,9\%$. De rekenrente waarmee de initiële variabele uitkering wordt bepaald is gelijk aan de risicovrije rente vermeerderd met de opslag, in totaal 2,9%. Meer dan 35% beleggen in zakelijke waarden is toegestaan, mits prudent, maar komt niet tot uitdrukking in een hogere rekenrente.
16. Met een vast dalende uitkering wordt de variant bedoeld waarin bij aanvang een hogere initiële uitkering wordt bedongen in vergelijking met een gelijkblijvende uitkering. De vastdalende uitkering wordt vastgesteld op basis van een hogere rekenrente (risicovrije rente vermeerderd met een opslag). Feitelijk wordt een verondersteld overrendement al ingeprijsd in de hoogte van de uitkering.
17. Het is de vraag of een risico-indifferente belegger een neutrale belegger is of juist een risicovolle belegger in de context van pensioen. Hij kent weliswaar niet meer of minder nut toe aan de laatste pensioeneuro in vergelijking met de eerste pensioeneuro maar loopt daarbij natuurlijk wel risico. Hij waardeert een zekere opbrengst even hoog als een onzekere opbrengst.
18. Er zijn anno september 2017 al weer meer dan 200 beleggingsprofielen in het universum van alle tweede pijler DC-oplossingen te onderscheiden. En dit aantal blijft stijgen. Een

deelnemer kan evenwel slechts uit een sub sectie van het aanbod, namelijk de door de betreffende aanbieder aangeboden selectie, kiezen. En dat is, per definitie, suboptimaal. In de meest ideale situatie wordt op deelnemer niveau, met de daarvoor beschikbaar gestelde bouwstenen van de aanbieder, een optimale mix samengesteld die het dichtst aansluit bij de risicohouding.

19. Omwille van de eenvoud tonen we voor de projectie van de vaste, gegarandeerde, uitkering het verwachte pensioen (=de mediaan) en twee resultaten in slechte economische omstandigheden, namelijk de middelste oranje waarde uit de equalisiers (5% VaR, oftewel het 5% slechtste geprognoseerde pensioenresultaat uit 2000 resultaten) en de onderste rode waarde (1%VaR).
20. Dit is op basis van de guidance van DNB op dit punt, zie DNB-website (<http://www.toezicht.dnb.nl/2/50-235784>.

jsp), *Het toepassen van een periodieke vaste daling bij een variabele pensioenuitkering* (6 september 2016).

21. Bij een na ingang gelijkblijvende asset-mix zal de uitkering ook periodiek worden herrekend, maar blijft de vaste daling constant. Echter, indien de aanbieder op grond van haar periodieke productbeoordelingscyclus dan wel op grond van een gewijzigd strategisch beleggingsbeleid besluit om de asset mix van het ingegane variabele pensioen te wijzigen vindt er wel een herrekening plaats op basis van de dan geldende marktrente. De afhankelijkheid van een variabele uitkeringsgenieter op een tijdige aanpassing in de assetmix als gevolg van veranderende marktomstandigheden is hoog. De uitvoerder zit aan het stuur, de pensioengerechtigde niet. Die zit levenslang gebonden aan die aanbieder. Dit is anders bij een beleggingsmandaat bij een vermogensbeheerder.
22. Art. 52 lid 3 en 6 Pensioenwet. Geldend vanaf 2007.