

Life cycles in premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid

Een vaak onderbelicht aspect van beschikbarepremieregelingen is het effect van life cycle beleggen op het pensioenresultaat. In dit artikel definiëren we de productkenmerken van life cycle beleggingsfondsen en beschrijven we een methodiek voor het analyseren van de verschillen in die productkenmerken. Een van onze conclusies luidt dat standaardoffertes van aanbieders van premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid zouden moeten worden verrijkt met informatie die de vergelijkbaarheid van de life cycle beleggingsfondsen vergroot.

De afgelopen decennia heeft de uit de Angelsaksische wereld afkomstige beschikbarepremieregeling met beleggingsvrijheid een enorme vlucht genomen. In zijn oorsprong was het weinig meer dan een individueel beleggingsproduct met een verzekeringsjasje, fiscaal geclausuleerd zodat de premie aftrekbaar werd. Het werd verkocht als een nieuw, eenvoudig en goedkoop alternatief voor traditionele salaris-diensttijdregelingen en het beleggen moest zorgen voor opwaarts potentieel en een gevoel van individualisering.

Van de oorspronkelijke eenvoud is niet veel meer over. De beschikbarepremieregeling is door de wetgever in hetzelfde nauwe juridische en fiscale keurslijf gestopt als traditionele pensioenregelingen, waar-

bij ze tevens is onderworpen aan gedragstoezicht voor het onderliggende verzekeringsproduct. Dat hebben aanbieders aan zichzelf te wijten: ogenschijnlijk eenvoudige producten waren tariefmatig ondoorzichtig en onvergelijkbaar.

Het juridische en fiscale kader, het toezicht en de maatschappelijke verontwaardiging laten het tij keren. Aanbieders ontwikkelen transparante en eenvoudige producten voor vermogensvorming voor de oude dag. En voor pensioen is er zelfs een nieuw type uitvoerder: de premiepensioeninstelling (PPI). De PPI's afficheren zich als een transparant en kostenefficiënt alternatief voor traditionele pensioenverzekeraars. Maar het gaat in wezen om nauwelijks meer dan nieuwe beleggingsgebonden producten van bestaande aanbieders.



Jack Borremans (l) en Roel Nass

Drs. J.A.L. Borremans en drs. R. Nass AAG zijn verbonden aan LNBB actuarissen + pensioenconsultants te Soest en Dordrecht

Een gefundeerd oordeel over de life cycle beleggingsfondsen, een wezenlijk onderdeel van veel beschikbarepremieregelingen, ontbreekt vaak nog

De ontwikkelingen moeten het imago van de bedrijfstak verbeteren. Aanbieders hebben daarin een vergaande inspanningsverplichting. En ook werkgevers, geholpen door deskundige en integere pensioenconsultants, moeten zich inspannen en begrijpen waarvoor ze kiezen. Wij merken dat transparante en nettoproducten een belangrijke stap in dit proces zijn. Maar een gefundeerd oordeel over de life cycle beleg-

gingsfondsen, een wezenlijk onderdeel van veel beschikbarepremieregelingen, ontbreekt vaak nog.

■ JURIDISCH EN FISCAAL KADER

Beschikbarepremieregelingen worden met name beheerst door de Pensioenwet en de Wet LB 1964. In de Pensioenwet is een premieovereenkomst gedefinieerd als een pensioenovereenkomst inzake een vastgestelde premie, die uiterlijk op de pensioendatum wordt omgezet in een pensioenuitkering. Verder ziet de Pensioenwet met name op de zorgplicht van de pensioenuitvoerder bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid. In beginsel is de pensioenuitvoerder verantwoordelijk voor de beleggingen, waarbij hij handelt in overeenstemming met de *prudent person* regel. In de gevallen waarin de deelnemer ervoor kiest zelf de verantwoordelijkheid voor de beleggingen over te nemen, adviseert de pensioenuitvoerder de deelnemer over de spreiding van de beleggingen in relatie tot de duur van de periode tot de pensioendatum, waarbij het beleggingsrisico kleiner wordt naarmate de pensioendatum nadert.

De Wet LB 1964 stelt grenzen aan de omvang van de beschikbare premies. In art. 18a is afgebakend dat een op een beschikbarepremiestelsel gebaseerd ouderdomspensioen tijdsevenredig wordt opgebouwd en is gericht op een pensioen dat na 35 jaren opbouw niet meer bedraagt dan 70% van het pensioengevend loon op dat tijdstip. De beschikbare premie wordt actuariael vastgesteld per leeftijdsklasse van maximaal 5 jaren en bij de berekening wordt een rekenrente in aanmerking genomen van minstens 4%, terwijl de te verwachten inflatie op nihil wordt gesteld. Deze eindloonambitie leidt in de praktijk tot niet-uniform toepasbare staffels en mede om die reden zijn er inmiddels verschillende besluiten gepubliceerd waarin fiscaal goedgekeurde beschikbarepremiestaffels zijn opgenomen. Deze staffels zijn gebaseerd op een middelloonambitie van 2,25% opbouw per dienstjaar.

■ PRODUCTOPLOSSINGEN VOOR BESCHIKBAREPREMIEREGELINGEN

Pensioenuitvoerders bieden een grote diversiteit aan producten voor beschikbarepremieregelingen. Wij beperken ons tot de categorie die ziet op de zuivere premieovereenkomst. Hierbij wordt de beschikbaar gestelde premie belegd tot aan de pensioendatum. Het beleggingsrisico komt tot aan de pensioendatum voor rekening van de werknemer. En dat geldt ook voor het langlevensrisico, oftewel het risico dat de gemiddelde levensverwachting tijdens de opbouwfase wijzigt.

In de praktijk worden administratiekosten en kosten voor risicoverzekeringen voor arbeidsongeschiktheid en overlijden aan de beschikbaar gestelde premies of het opgebouwde kapitaal onttrokken. Daarvoor is in de gangbare maximaal toegestane fiscale staffels voorzien door een forfaitaire brutering van de premies. In het Beleidsbesluit van 21 december 2009, nummer CPP2009/1487M, zijn evenwel nettostaffels opgenomen. Die kunnen worden toegepast als genoemde kosten niet aan de beschikbaar gestelde premie of het opgebouwde kapitaal worden onttrokken. Vanaf 1 ja-

nuari 2015 wordt het toepassen van nettostaffels effectief de norm. In dit artikel baseren wij ons op de nettostaffel voor ouderdomspensioen en uitgesteld partnerpensioen (ook: staffel 2), die in bijlage I van genoemd besluit is opgenomen.¹

Pensioenuitvoerders bieden in toenemende mate producten die aansluiten bij het Beleidsbesluit van 21 december 2009. Er komen dan ook steeds meer producten waarbij administratiekosten en kosten voor risicoverzekeringen voor arbeidsongeschiktheid en overlijden rechtstreeks bij de werkgever in rekening worden gebracht. In andere gevallen wordt uitgegaan van de nettostaffel en worden de premiepercentages verhoogd met de contractueel overeengekomen percentages voor administratiekosten en verzekering van premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid; de kosten voor de overlijdensrisicoverzekeringen worden rechtstreeks bij de werkgever in rekening gebracht. Deze vorm verschilt niet van brutostaffelproducten en is minder transparant dan nettoproducten.

Pensioenuitvoerders bieden in toenemende mate producten die aansluiten bij het Beleidsbesluit van 21 december 2009

■ LIFE CYCLE BELEGGEN

De verantwoordelijkheid van de pensioenuitvoerder voor de beleggingen is ingevuld door in 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 in beleggingsfondsen een dynamisch beleggingsbeleid te voeren, geven pensioenuitvoerders invulling aan de *prudent person* regel. Deze beleggingsfondsen

1 Genoemd beleidsbesluit introduceert tevens toepassingmogelijkheden om afwijkende (lees: ruimere) staffels toe te passen bij specifieke producten, mits deze producten een middelloonambitie nastreven. Dat streven moet zijn vertaald door de premie aan te wenden voor een verzekerd kapitaal of door te beleggen met een gegarandeerd rendement.

worden aangeboden als life cycle beleggingen en zien 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 immers per definitie liquide moeten worden gemaakt.² Naarmate de beleggingshorizon korter wordt, worden risicovolle beleggingen ingewisseld voor risicomijdende beleggingen.

Voor het vermogensbeheer worden kosten in rekening gebracht. Dat kunnen kosten zijn die de pensioenuitvoerder in rekening brengt en kosten die de vermogensbeheerder in rekening brengt. De pensioenuitvoerder verrekenet de kosten door een onttrekking aan het opgebouwde kapitaal; er worden participaties verkocht en de opbrengst dekt de kosten. De vermogensbeheerder verrekenet zijn kosten in het beleggingsfonds. Daardoor daalt de koers van het fonds en neemt voor de deelnemer bij een gelijkblijvend aantal participaties de waarde van het opgebouwde kapitaal af. Kosten die op deze wijze worden verrekend, moeten door de vermogensbeheerder worden gepubliceerd en worden uitgedrukt in een percentage van het belegd vermogen, de Total Expense Ratio (TER).³

Wezenlijke verschillen

De life cycle beleggingsfondsen van pensioenuitvoerders onderscheiden zich in de beleggingsmix, de momenten waarop die mix wordt aangepast en de kosten die voor vermogensbeheer worden gerekend. Hoewel de markt lijkt hebben gekozen voor tamelijk uniforme oplossingen, blijken er bij nader inzien toch wezenlijke verschillen. Wij onderscheiden daarbij het verwachte rendement, het risicoprofiel en de vermogensbeheerkosten.

Hoewel de markt lijkt hebben gekozen voor tamelijk uniforme oplossingen, blijken er bij nader inzien toch wezenlijke verschillen

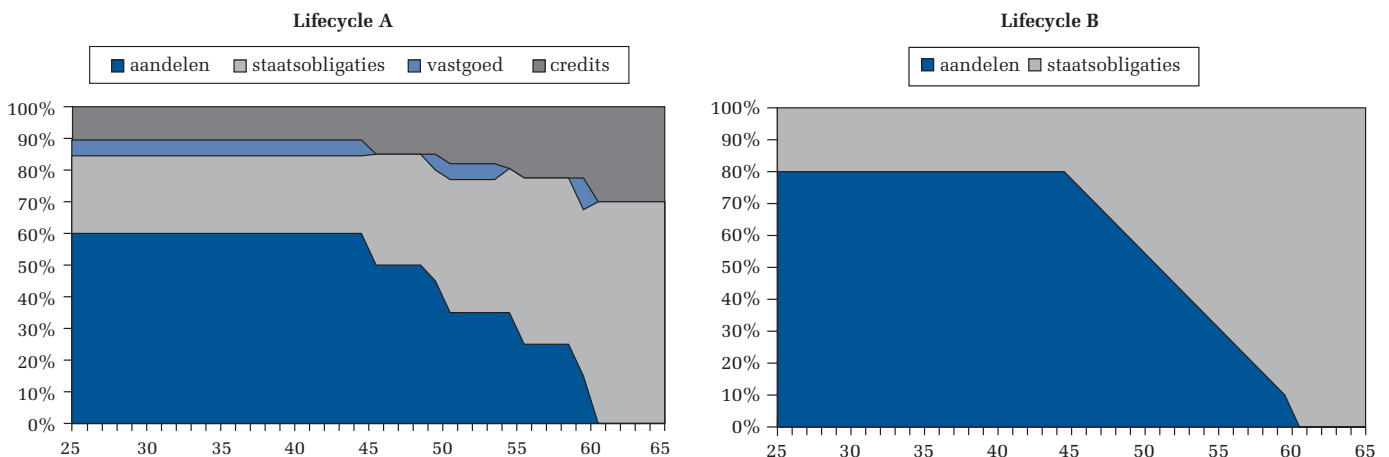
Het verwachte rendement hangt vanzelfsprekend nauw samen met het risicoprofiel van een life cycle beleggingsfonds. Beide grootheden worden bepaald door de verhouding van de beleggingen in zakelijke waarden ten opzichte van die in vastrentende waarden en de wijzigingen daarin gedurende de beleggingsperiode.

Een life cycle beleggingsfonds heeft in de regel bij de maximale horizon – dus voor een jonge deelnemer – een beleggingsmix waarin voor meer dan de helft zakelijke waarden zijn opgenomen. Dat aandeel wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum dichterbij komt; vanaf een bepaalde periode voor de pensioendatum wordt uitsluitend nog in vastrentende waarden belegd. Het tempo waarin het risico wordt afgebouwd en vooral ook het moment waarop volledig wordt belegd in vastrentende waarden, zijn bepalend voor het verwachte rendement en het risicoprofiel.

De omvang van de vermogensbeheerkosten, in rekening gebracht door de pensioenuitvoerder of verrekend in de beleggingsfondsen, is vanzelfsprekend een onderscheidende factor. De kosten komen ten laste van het opgebouwde kapitaal door onttrekking of een verlaging van de waarde van de participaties in het beleggingsfonds. Hogere kosten leiden per definitie tot een lager kapitaal voor de deelnemer. Maar voor zover hogere kosten worden veroorzaakt door actiever vermogensbeheer of een betere spreiding, zou er een hoger verwacht rendement of een betere risico/rendementverhouding tegenover kunnen staan.⁴

RISICO VERSUS RENDEMENT

Voor het beoordelen van verschillende life cycle beleggingsfondsen op naar verwachting op te bouwen kapitaal en het risico dat daarbij wordt gelopen, maken we gebruik van een scenario-analyse. Daarbij maken we een vergelijking tussen producten van een aantal aanbieders die voldoen aan de voorwaarden van eerdergenoemd nettostaffelbesluit. Ofwel doordat ze al daadwerkelijk de kosten voor administratie en de risicopremies bij overlijden en premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid apart in rekening brengen, ofwel, doordat ze de nettostaffel verhogen met een opslag, gerelateerd aan de daadwerkelijke kostenonttrekking voor administratie



Figuur 1. Een tweetal life cycle beleggingsfondsen

en premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid. Allereerst geven we een vereenvoudigde analyse om het effect van verschillend samengestelde life cycle beleggingsfondsen te tonen, zonder rekening te houden met kosten.⁵ We veronderstellen dus dat de TER 0% is. Dit doen we aan de hand van twee life cycle beleggingsfondsen, waarvan de een belegt in staatsobligaties, aandelen, vastgoed en credits, en de ander alleen in staatobligaties en aandelen (zie figuur 1).

Om te bepalen welk fonds de voorkeur moet krijgen, genereren we 500 economische scenario's voor de duur van de beleggingshorizon. Deze scenario's omvatten het rendement op staatsobligaties, aandelen, vastgoed en credits. Het uitgangspunt voor de prognoses vormen de rendementen en risicopremies, risico's en correlaties zoals gedefinieerd door de VBA.⁶

De economische scenario's worden gebruikt om een prognose te maken van het kapitaal dat wordt opgebouwd in de beschikbarepremieregeling. Op basis van de ingelegde premies bepalen we het nettoproductrendement, dat is het nettorendement dat leidt tot het opgebouwde kapitaal. In tabel 1 zijn de resultaten weergegeven voor een 25- en 45-jarige deelnemer.

Tabel 1. Analyse zonder kosten

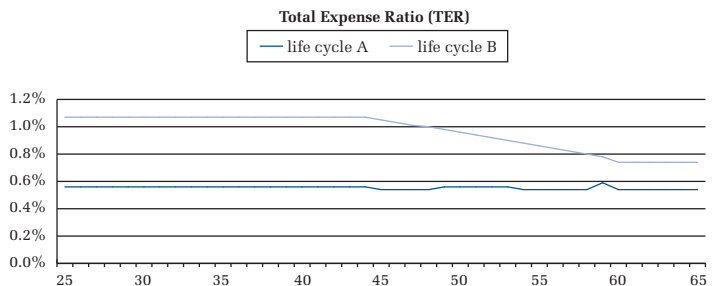
	rendement	risico	Sharpe ratio
life cycle A			
25 jaar	5,70%	1,08%	1,58
45 jaar	5,40%	0,90%	1,56
life cycle B			
25 jaar	5,80%	1,32%	1,36
45 jaar	5,36%	0,90%	1,52

Het zwaardere gewicht van aandelen in life cycle B wordt duidelijk in het resultaat voor een 25 jaar oude deelnemer. Die geniet naar verwachting een hoger rendement, maar loopt ook een groter risico. Uit de Sharpe ratio blijkt evenwel dat het hogere rendement onvoldoende compensatie biedt voor het extra risico. De Sharpe ratio is een maat van het naar risico gecorrigeerde nettorendement. Hij geeft aan in hoeverre het extra rendement dat wordt behaald ten opzichte van een risicovrij te behalen rendement, het extra risico compenseert dat daar tegenover staat. Hoe hoger de ratio, des te hoger de compensatie voor het risico en hoe aantrekkelijker het life cycle beleggingfonds. Voor het risicovrij te behalen rendement is 4% verondersteld. Het risico meten we als de spreiding van de nettoproductrendementen in de scenario's. Voor een 45 jaar oude deelnemer zijn de verschillen beperkt, wat duidelijk maakt dat het verschil tussen deze life cycle beleggingsfondsen met name in de periode tot 45 jaar moet worden gezocht.

Voor een daadwerkelijke vergelijking van life cycle beleggingsfondsen zijn de kosten relevant

KOSTEN

Voor een daadwerkelijke vergelijking van life cycle beleggingsfondsen zijn de kosten relevant. We herhalen de analyse, maar houden nu rekening met de TER. Dit kan een vaste, procentuele vergoeding voor het life cycle beleggingsfonds zijn. In de regel geldt echter dat de TER afhankelijk is van de beleggingscategorie; voor iedere categorie geldt een eigen TER. De TER wijzigt daardoor op momenten waarop de beleggingsmix tijdens de life cycle wijzigt. Figuur 1 geeft het verloop van de TER voor life cycle A en life cycle B weer.



Figuur 2. Verloop TER

De knikjes in de TER van life cycle A houden verband met de belegging in vastgoed, een beleggingscategorie met hogere kosten dan het gemiddelde van de andere drie categorieën. Het dalende verloop van de TER in life cycle B is het gevolg van het steeds grotere gewicht van staatsobligaties in het fonds, die goedkoper blijken dan aandelenbeleggingen. De resultaten van de analyse van de life cycle beleggingsfondsen staan in tabel 2 op de volgende pagina.

- Vanuit de levenslange kasstroomgedachte betekent de verplichte liquidatie op de pensioendatum bij beleggingsgebonden pensioenproducten een gemiste kans van de wetgever. De pensioenuitkering op 80-jarige leeftijd kent een 15 jaar langere beleggingshorizon dan de eerste pensioenuitkering op 65 jaar.
- Houd daarbij ook rekening met de synthetische TER, als er sprake is van een fonds van beleggingsfondsen. Sommige aanbieders rekenen een deel van de beleggingsgerelateerde kosten door in het verzekeringsproduct, de TER+. Het rapport TERzake(n) 2009 van LCP uit maart 2011 gaat in op deze systematiek.
- In haar 'Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant' roept de AFM op om niet voetstoots aan te nemen dat actief (of: actiever) vermogensbeheer altijd hogere rendementen oplevert.
- We spreken eenvoudigheidshalve van een life cycle beleggingsfonds, ook als er sprake is een life cycle die wordt gerealiseerd door in steeds wisselende verhoudingen te beleggen in verschillende beleggingsfondsen.
- Rapport Het toezicht op pensioenbeleggingen van 22 februari 2010 van de Beroepsvereniging van Beleggingsprofessionals (VBA).

Tabel 2. Analyse met kosten

	rendement	risico	Sharpe ratio
life cycle A			
25 jaar	5,14%	1,06%	1,07
45 jaar	4,85%	0,89%	0,96
life cycle B			
25 jaar	4,88%	1,28%	0,69
45 jaar	4,54%	0,88%	0,62

Het is duidelijk dat de TER ten koste gaat van het nettoproductrendement, maar op het risico een zeer beperkt effect heeft. Aan het verwachte rendement en de veel lagere Sharpe ratio's valt af te lezen dat, ongeacht de leeftijd, de hogere kosten life cycle B op achterstand zetten. Dat zou alleen te rechtvaardigen zijn als de beleggers van life cycle B beter presteren dan die van life cycle A. Met dat aspect kunnen we in deze analyse geen rekening houden; we hanteren immers voor beide fondsen dezelfde uitgangspunten met betrekking tot rendement en risico voor de verschillende beleggingscategorieën.

Het is duidelijk dat de TER ten koste gaat van het nettoproductrendement, maar op het risico een zeer beperkt effect heeft

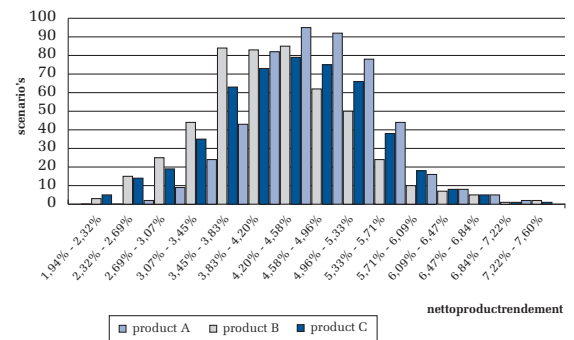
In de praktijk zal het voorkomen dat een fondsbeheerder zijn eigen uitgangspunten hanteert en naar eigen inzicht wijzigt. Dat geldt ook voor de benchmark die men volgt. Daar waar in een uitvoeringsovereenkomst de verzekeringstechnische voorwaarden voor de contractperiode zijn vastgelegd, kunnen aan de kant van het vermogensbeheer de regels tijdens het spel worden veranderd. Wij vinden dat een pensioenuitvoerder, wanneer deze na een zorgvuldig offertetraject mede is geselecteerd om zijn life cycle beleggingsfondsen, de verzekeringnemer contractuele zekerheid moet bieden omtrent de invulling van de beleggingen. Dat zou kunnen door een beëindigingsbeding op te nemen bij een wijziging van of in de life cycle beleggingsfondsen.

■ EEN PRAKTIJKVOORBEELD VAN EEN SCENARIO-ANALYSE

De beschreven analysemethodiek passen we bij verschillende vraagstukken toe. Voor de hand ligt natuurlijk een offertevergelijking wanneer een uitvoeringsovereenkomst moet worden afgesloten of verlengd. Naast een kwantitatieve en kwalitatieve vergelijking van de verzekeringstechnische aspecten van de producten en de aanbieders, beoordelen we ook de life cycle beleggingsfondsen die worden aangeboden. Daarmee brengen we verschillen in beeld waarvan het financiële belang in de regel groter is dan van

verschillen in administratiekosten of premies voor risicoverzekeringen.

In figuur 3 hebben we de scenario-analyse toegepast op een werknemersbestand van een willekeurige werkgever. Zo wordt op geaggregeerd niveau, over alle scenario's heen, de verhouding geschetst tussen het te verwachten nettoproductrendement en het beleggingsrisico, op basis van drie producten van drie verschillende aanbieders. Uit de grafiek kan worden afgelezen dat product A gemiddeld het beste nettoproductrendement en de minste spreiding heeft. Product B valt te verkiezen boven product C, waarvan het nettoproductrendement duidelijk achterblijft. Zo vallen de producten kwantitatief te ordenen.



Figuur 3. Productvergelijking

De middelloonambitie van een beschikbarepremieregeling

De fiscaal maximaal toegestane percentages voor een beschikbarepremieregeling zijn afgestemd op de opbouw van een pensioen op basis van middelloon. Dat is althans het uitgangspunt. Het is alom bekend dat daarbij is gerekend met een rekenrente van 4% en een gedateerde sterftetafel die middels leeftijdsterugstellingen amper up to date wordt gemaakt. Toeslagen tijdens de opbouwfase moeten worden gerealiseerd uit overrendement, boven de rekenrente van 4%, dat met de life cycle beleggingsfondsen worden behaald.

Met behulp van de analyse kunnen we vaststellen in hoeverre een middelloonambitie kan worden waargemaakt met een beschikbarepremieregeling op basis van life cycle beleggingen. In tabel 3 is aangegeven hoe hoog het pensioen is dat naar verwachting in de beschikbarepremieregeling kan worden opgebouwd ten opzichte van het pensioen dat wordt opgebouwd in een vergelijkbare middelloonregeling. Maar de tabel toont ook hoe groot de kans is dat een pensioen kan worden aangekocht dat ten minste gelijk is aan het middelloonpensioen. We onderscheiden daarbij een nominaal en een geïndexeerd middelloonpensioen. Verhogingen vinden hierbij in zowel de opbouw- als uitkeringsfase plaats, eenvoudigheidshalve met een vast percentage van 1,5. Voor de omzetting van het kapitaal in nominaal, dan wel geïndexeerd pensioen hanteren we een rekenrente van 4, respectievelijk 2,5%.

Het verwachte pensioenresultaat in de beschikbarepremieregeling komt overeen met een nominaal middelloonpensioen, een vergelijkbaar resultaat is even-

Tabel 3. Verwacht pensioen en kans daarop t.o.v. middelloonregeling

leeftijd		verwacht pensioen	kans op ten minste gelijk pensioen
life cycle A			
25 jaar	nominaal	106%	70%
	geïndexeerd	68%	5%
45 jaar	nominaal	99%	54%
	geïndexeerd	72%	0%
life cycle B met garantie			
25 jaar	nominaal	101%	59%
	geïndexeerd	65%	5%
45 jaar	nominaal	96%	41%
	geïndexeerd	71%	0%

wel allerminst zeker. In de vergelijking met een geïndexeerd middelloonpensioen blijkt dat geen sprake kan zijn van het realiseren van die ambitie. Het pensioenresultaat blijft naar verwachting duidelijk achter en de kans op een gelijkwaardig pensioen is nagenoeg nihil. Het is ook duidelijk dat life cycle A te verkiezen valt boven life cycle B, vooral voor jongere deelnemers.

Herziening fiscale staffels

In eerdergenoemd fiscale staffelbesluit wordt, zoals gezegd, gerekend met achterhaalde uitgangspunten. De toegenomen levensverwachting en lage rente hebben de aanbieders van traditionele (middelloon)regelingen gedwongen tot het aanpassen van de tarieven aan de nieuwste inzichten. Die tarieven zijn steeds vaker gebaseerd op een prognosetafel, de sterftetafel waarin de toekomstige ontwikkeling van de levensverwachting is verwerkt. Met 3% is de rekenrente in de tarieven lager dan in het staffelbesluit en aanbieders verlagen de rekenrente nog verder.

De resultaten van de scenario-analyse tonen, naast de onderlinge productverschillen, duidelijk aan dat het realiteitsgehalte van de fiscale 4%-staffels laag is

De resultaten van de scenario-analyse tonen, naast de onderlinge productverschillen, duidelijk aan dat het realiteitsgehalte van de fiscale 4%-staffels laag is. Het staffelbesluit biedt de mogelijkheid om afwijkende – lees: ruimere – staffels toe te passen bij specifieke producten, mits deze producten een middelloonambitie nastreven. Het is evenwel niet duidelijk of de fiscus met de in het staffelbesluit opgenomen 3%-staffels

en aanwijzing van staffels die worden gebaseerd op de berekeningsgrondslagen van de pensioenuitvoerder voor een middelloonpensioen, een verruiming beoogt die toepasbaar is voor ieder beleggingsgebonden product.⁷

■ ANDERE PRAKTISCHE TOEPASSINGEN

De beschreven methodiek passen we niet alleen toe bij een vergelijking van beschikbare premieproducten in de traditionele zin. Ook bij andere vraagstukken kunnen we een advies kwantitatief onderbouwen met behulp van een scenario-analyse.

Beoordeling van risicoafdekking

Pensioenuitvoerders bieden deelnemers vaak bescherming tegen al te grote koersdalingen in hun life cycle beleggingsfondsen. Dat kan door een fonds aan te bieden met een rendementsgarantie, vaak 3%, waarvoor een deelnemer kan kiezen. Het kan ook gaan om een meer impliciete garantie. In het life cycle beleggingsfonds wordt dan bij het naderen van de pensioendatum overgegaan op beleggingen zonder koersrisico of op beleggingen waarvan de waardeontwikkeling gelijk wordt geacht aan de ontwikkeling van de kostprijs van het pensioen dat moet worden ingekocht. Het effect van een overgang op beleggingen zonder risico laten we zien aan de hand van life cycle B. Daar in wordt enkele jaren voor het bereiken van de pensioendatum het volledige kapitaal aangewend in een beleggingsfonds met een gegarandeerd rendement. Daar staat een forse TER tegenover, zodat het netto-garantierendement minder dan 1,5% is. In tabel 4 tonen we de resultaten.

Het risicoloos beleggen in de laatste fase gaat duidelijk ten koste van het rendement. Gedurende enkele jaren nagenoeg zonder rendement beleggen weegt, zeker voor een oudere deelnemer, zwaar. Opvallend genoeg vermindert het risico niet. De verklaring daarvoor is de switch naar het risicovrije beleggingsfonds. Die vindt in een keer plaats en brengt dezelfde risico's met zich mee als het in een keer liquide maken van de beleggingen op de pensioendatum.

Tabel 4. Resultaten bij risicoloos beleggen in laatste fase

	rendement	risico	Sharpe ratio
life cycle B			
25 jaar	4,88%	1,28%	0,69
45 jaar	4,54%	0,88%	0,62
life cycle B met garantie			
25 jaar	4,61%	1,29%	0,47
45 jaar	4,05%	0,88%	0,06

⁷ De aanwijzingen in de onderdelen 6.1 en 6.2 en de staffels en voorwaarden in de bijlagen IV en V van het besluit.

Het risicoloos beleggen in de laatste fase gaat duidelijk ten koste van het rendement

Impact van de negatieve risicopremie; de bonusbijschrijving

Verzekeringsovereenkomsten onderscheiden zich van zuiver bancaire producten door het overlijdensrisico vooraf in te prijzen. Dit gebeurt door een periodieke bijschrijving van een risicopremie als bonus voor het niet door de pensioenuitvoerder gelopen risico op de in de verzekering opgebouwde beleggingswaarde. De bonus is gerelateerd aan die beleggingswaarde. Daarmee geeft de bonus een extra rendement of, anders gezegd, een korting op de kosten, resulterend in een hoger nettoproductrendement. Door de fors toegenomen levensverwachting neemt het belang van de bonus af. De bonusbijschrijving is vanzelfsprekend een onderdeel van de productvergelijking met behulp van de scenario-analyse. Dat is met name ook van belang als een vergelijking wordt gemaakt met producten die worden uitgevoerd door PPI's. Die producten kennen geen bonusbijschrijving; het is immers een bancaire oplossing.

■ CONCLUSIE

1. Life cycles zijn er in vele soorten en maten. Het netto-effect op de verwachte opbrengst of, anders gezegd, op het realiseren van de doelstelling om een bepaald ambitieniveau te halen, varieert per situatie en per product.
2. Het adviseren van zuivere premieovereenkomsten heeft steeds meer raakvlakken met vermogensadviesing dan met sec verzekeringsadvies. De verzekeringscomponent van dit soort producten is beperkt, maar aanbieders van producten voor zuivere premieovereenkomsten komen niet verder dan de verplichte 4% brutorendementsberekening inclusief 'historisch rendement met en zonder afslag'. Een en ander aangevuld met een feitelijke

beschrijving van de life cycle beleggingsfondsen, maar zonder stil te staan bij het effect van onzekerheid op de haalbaarheid van de gemaakte projecties.

3. Naar verwachting moeten pensioenfondsen bij het aanpassen van hun regelingen aan de keuzes die het uitwerkingsmemorandum van het Pensioenakkoord biedt, ook hun gedispenseerde portefeuille opnieuw toetsen. Het meedemende, zachte pensioen heeft ontegenzeggelijk essentiële overeenkomsten met een beschikbarepremieregeling. Scenario-analyses kunnen ondersteunen bij het vaststellen of een gedispenseerde beschikbarepremieregeling gelijkwaardig is.
4. De fiscus hoeft niet bang te zijn dat zuivere premieovereenkomsten leiden tot fiscaal onzuivere aanspraken. De kans dat het theoretisch fiscaal maximaal ambitieniveau van middelloon wordt overschreden, is nagenoeg verwaarloosbaar. De prudent person regel en het liquidatiemoment op de pensioenleeftijd brengen het niveau van een geïndexeerd middelloonpensioen ver buiten het bereik van de beschikbarepremieregeling. Voor een realistische middelloonambitie is de fiscale verruiming naar 3%-staffels voor beleggingsgebonden beschikbarepremieregelingen een noodzaak. Voor zover het staffelbesluit daar al in voorziet, is daarover duidelijkheid gewenst.
5. Standaardoffertes van aanbieders van deze premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid zouden moeten worden verrijkt met informatie die de vergelijkbaarheid van de life cycle fondsen vergroot. Te denken valt om, naast de projectie op basis van het standaard brutofondsrendement van 4% en de opgave van een (achterhaalde) TER, de projectie uit te breiden met een uniforme en betekenisvolle berekening van de gevolgen van het beleggingsrisico. Dat daagt de aanbieder uit om niet alleen projecties mee te geven op basis van historische rendementen of, bij het ontbreken van echte historie, afgeleide rendementen. Maar ook om gefundeerd en begrijpelijk te betogen waarom het beleggingsbeleid hiervan afwijkt en in welke mate. ●

WFT PENSIOENVERZEKERINGEN

- ✔ Prijs: € 1995,-
- ✔ Duur: 8 lesdagen
- ✔ Locatie: Bilthoven
- ✔ Startdata: diverse data beschikbaar

