

LCP NETHERLANDS ONDERZOEKSRAPPORT MINISTERIE SZW 10 JULI 2014

# *Onderzoek optimalisering overgang van opbouw- naar uitkeringsfase en de inrichting daarvan in premie- en kapitaalovereenkomsten.*

Lane Clark & Peacock Netherlands B.V. Pension Fund Consulting ALM Consulting Actuarial Services Corporate Consulting Training Communication [www.lcpnl.com](http://www.lcpnl.com)

Actuarieel adviesbureau Lane Clark & Peacock Netherlands B.V. adviseert pensioenfondsen, (internationale) ondernemingen, ondernemingsraden en verzekeraars. Lane Clark & Peacock Netherlands B.V. is onderdeel van Lane Clark & Peacock LLP (LCP). LCP heeft eigen kantoren in Nederland (Utrecht), België (Brussel), Engeland (Londen en Winchester), Ierland (Dublin) en de Verenigde Arabische Emiraten (Abu Dhabi).

Wij bedanken de mensen van LCP die dit rapport mogelijk hebben gemaakt:

Jeroen Koopmans  
Evert van Ling  
Johan van Soest  
Bram van den Langenberg

Dit rapport mag gereproduceerd worden in zijn geheel of in delen zonder toestemming vooraf, mits de bron duidelijk wordt vermeld.

Bekijk een volledige lijst van onze diensten op [www.lcpnl.com](http://www.lcpnl.com).

Utrecht, juli 2014

© Lane Clark & Peacock Netherlands B.V.

LCP NETHERLANDS ONDERZOEKSRAPPORT MINISTERIE SZW 10 JULI 2014

*Onderzoek optimalisering  
overgang van opbouw- naar  
uitkeringsfase en de inrichting  
daarvan in premie- en  
kapitaalovereenkomsten.*

**Inhoudsopgave**

1.	Samenvatting.....	6
2.	Aanbevelingen.....	12
3.	Leeswijzer.....	14
4.	Inleiding.....	15
4.1.	Garantie vanaf pensioeningang.....	15
4.2.	Langdurig dalende rente.....	15
4.3.	Gemis aan toeslagen.....	16
4.4.	Verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars.....	16
5.	Pensioenknip.....	18
6.	Opzet onderzoek.....	20
7.	Probleemanalyse.....	21
7.1.	Beleggingsrisico tot pensioendatum.....	21
7.2.	Premiestaffels en beleggingsrendement.....	22
7.3.	Inflatierisico tot pensioendatum.....	23
7.4.	Langlevenrisico tot pensioendatum.....	24
7.5.	Kapitaalovereenkomst.....	24
7.6.	De risico's op de pensioendatum.....	25
7.7.	Risico's na de pensioendatum.....	26
7.8.	Langlevenrisico na pensioendatum.....	27
7.9.	Samenvattend.....	28
7.10.	Maatmens berekening.....	28
8.	Door marktpartijen aangedragen mogelijke verbeteringen.....	30
8.1.	Naar een meer flexibele pensioendatum.....	30
8.2.	Doorbeleggen om indexatiepotentieel te creëren.....	31
8.3.	Variabele annuïteit.....	32
8.4.	Doorbeleggen binnen de premieovereenkomst.....	34
8.5.	Doorbeleggen en pensioenrisico.....	37
8.6.	Levenslang pensioen?.....	38
8.7.	Banksparen.....	40
8.8.	Implementatie.....	41
8.9.	Slotopmerking.....	41

9.	Pensioencommunicatie.....	43
10.	Kwantitatieve toetsing van doorbeleggen .....	45
10.1.	Invloed model keuze.....	45
10.2.	Keuze maatmens.....	45
10.3.	Keuze salarisniveau .....	46
10.4.	Voorgestelde varianten.....	46
10.5.	Huidige stelsel .....	47
10.6.	Resultaten bij vertraagde afbouw van de beleggingsrisico's .....	48
10.7.	Resultaten bij doorbeleggen binnen de premieovereenkomst .....	51
10.8.	Resultaten indien een variabele lijfrente wordt aangekocht.....	54
10.9.	Samenvattend .....	56
11.	Wetgeving.....	59
11.1.	Pensioenwet.....	59
11.2.	Wet op de loonbelasting 1964 .....	60
11.3.	Wet inkomstenbelasting 2001.....	60
BIJLAGE 1.	Beschrijving economisch model .....	62
BIJLAGE 2.	Gehanteerde economische veronderstellingen .....	63
BIJLAGE 3.	Overige veronderstellingen.....	64
BIJLAGE 4.	Lifecycle model.....	66
BIJLAGE 5.	Vergelijking resultaten volgens het KNW-model en het LCP-model.....	68
BIJLAGE 6.	Enkele voorbeelden van pensioenresultaten in individuele scenario's .	70



**1. Samenvatting**

Uit de evaluatie van de tijdelijke regeling Pensioenknip, die het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid in 2013 heeft uitgevoerd (Kamerstukken II 2013/14, 32 043, nr. 178), blijkt de behoefte om een alternatief voor de huidige 'knip' tussen de opbouw- en uitkeringsfase van premie- en kapitaalovereenkomsten te ontwikkelen. Staatssecretaris Klijnsma heeft in de begeleidende brief aangegeven dat zij in overleg met marktpartijen zal bezien of de overgang naar de uitkeringsfase langs een andere weg kan worden vormgegeven. Mede naar aanleiding van de motie Lodders van december 2013 zullen daarbij de mogelijkheden voor meer flexibiliteit bij aankoop van pensioen worden geïnventariseerd, zoals meerdere aankoopmomenten en bankspaarproducten. Met dit rapport, dat in opdracht van het ministerie van SZW en het ministerie van Financiën is uitgevoerd, wordt hier invulling aan gegeven. In het kader van het onderzoek is een klankbordgroep opgericht, bestaande uit vertegenwoordigers van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), De Nederlandsche Bank (DNB), de Pensioenfederatie en het Verbond van Verzekeraars.

**Nadelen van de eenmalige conversie op de pensioendatum**

Op dit moment is een deelnemer aan een premie- of kapitaalovereenkomst verplicht om op de pensioendatum het opgebouwde pensioenkapitaal in één keer aan te wenden voor de aankoop van een levenslang vast pensioen. Dit heeft twee gevolgen. Ten eerste wordt ruim voor de pensioendatum al toegewerkt naar het ene aankoopmoment op de pensioendatum, door de beleggingen in zakelijke waarden steeds sterker te verminderen ten gunste van beleggingen in minder risicovolle vastrentende waarden (lifecycle beleggen) naarmate de pensioendatum dichterbij komt. De bedoeling daarvan is te voorkomen dat plotseling dalende beurskoersen een groot negatief effect op het aan te kopen pensioen kunnen hebben. Ten tweede laat de vereiste garantie van een vaste levenslange uitkering slechts in beperkte mate het aangaan van beleggingsrisico ná de pensioendatum toe. Immers, omdat de beleggingsresultaten kunnen fluctueren kan een vaste uitkering moeilijk realiseerbaar zijn. Hierdoor wordt zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase beleggingspotentieel gemist. In de huidige economische context is dit extra merkbaar, omdat door de lage rente relatief weinig pensioen met het gespaarde pensioenkapitaal kan worden gekocht. De rentevergoeding wordt bovendien voor de hele uitkeringsduur van het pensioen vastgelegd, zodat een latere economische opleving geen verbetering van de uitkeringen tot gevolg zal hebben.

**Onderzoeksvraag**

Centraal in het onderzoek staat de vraag hoe premie- en kapitaalovereenkomsten zo kunnen worden ingericht, dat zij deelnemers een optimale verhouding tussen rendement en risico bieden. Bij die inrichting spelen verschillende risico's: het conversierisico van de opbouw- naar de uitkeringsfase, het inflatierisico, het langlevensrisico en beleggingsrisico's. Bij deelnemers bestaat de behoefte aan meer flexibiliteit bij het inkopen van een pensioenuitkering en anderzijds is

gebleken dat de tijdelijke regeling Pensioenknip niet effectief is. In het onderzoek worden voor premie- en kapitaalovereenkomsten verkend:

- Mogelijke vormgevingen van de overgang van de opbouw- naar uitkeringsfase; en
- Mogelijke inrichtingen van de uitkeringsfase.

In het rapport wordt op hoofdlijnen aangegeven waar wetsaanpassingen nodig zijn om de oplossingen te kunnen implementeren.

### Onderzoeksmethode

Ten behoeve van dit onderzoek is een rondetafelgesprek georganiseerd met een aantal marktpartijen, te weten het Verbond van Verzekeraars, de Pensioenfederatie en enkele grote verzekeraars en premiepensioeninstellingen (PPI's). Ook vertegenwoordigers van de ministeries van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en van Financiën waren hierbij aanwezig. Hoewel er op onderdelen verschillende inzichten zijn bij marktpartijen, is de grote gemene deler dat voor deelnemers met een premieovereenkomst op basis van beleggingen, het beleggingsbeleid in principe afgestemd moet zijn op de hele levenscyclus en niet alleen op de periode tot de pensioendatum. Als gevolg hiervan kan het risicobudget (de mate waarin meer risicodragende beleggingen zoals aandelen worden aangehouden) worden verruimd, waardoor mogelijk extra rendement kan worden gegenereerd ten gunste van betere pensioenuitkeringen tegen acceptabele risico's.

De tijdens het rondetafelgesprek geopperde ideeën zijn verder uitgewerkt in een aantal concrete beleggingsmodellen en nader kwantitatief getoetst op de mate waarin een beter pensioenresultaat kan worden behaald en op het neerwaarts risico dat mogelijk geïntroduceerd wordt.

### Beleggen op basis van de hele levenscyclus

Vanuit de levenscyclus van een deelnemer bezien, is het op de pensioendatum opgebouwde pensioenkapitaal niet onmiddellijk volledig nodig voor het doen van pensioenuitkeringen. Een aanzienlijk deel van het kapitaal zou nog een flink aantal jaren risicodragend belegd kunnen blijven en zo bijdragen aan een naar verwachting hoger rendement na de pensioendatum. De eenmalige conversie op de pensioendatum van het pensioenkapitaal in een gegarandeerd pensioen blijft dan achterwege. Dit heeft tot gevolg dat vóór de pensioendatum het beleggingsrisico niet volledig hoeft te worden afgebouwd, waardoor ook in de opbouwperiode naar verwachting een beter rendement kan worden gerealiseerd. Beide effecten resulteren naar verwachting in hogere pensioenuitkeringen. Daarbij dient wel in acht genomen te worden dat het aanhouden van beleggingsrisico na de pensioendatum leidt tot uitkeringsonzekerheid. De pensioenuitkeringen worden

(geheel of deels) afhankelijk van beleggingsopbrengsten en zullen als gevolg daarvan hoger of lager kunnen uitkomen dan een in euro's gegarandeerd pensioen. In hoofdstuk 10 wordt nader ingegaan op de kwantitatieve toetsing van de hierna kort omschreven mogelijke alternatieven voor het huidige beleggingsmodel.

#### **Extra risicobudget tot de pensioendatum**

Indien op de pensioendatum geen sprake meer is van een verplichte conversie van het pensioenkapitaal in een gegarandeerd pensioen, kunnen beleggingen in zakelijke waarden langer worden aangehouden en kan het renterisico in mindere mate worden afgedekt. Hierdoor kan de beleggingsmix op de pensioendatum beter aansluiten op de gewenste beleggingsmix na de pensioendatum. Hierdoor ontstaat in de opbouwfase extra rendementspotentieel, met een hoger verwacht pensioenkapitaal op pensioendatum tot gevolg.

#### **Beleggen na de pensioendatum**

Indien de pensioengerechtigde niet meer uitgaat van een in euro's gegarandeerde pensioenuitkering, maar een zekere fluctuatie op basis van beleggingsresultaten accepteert, is het niet langer nodig het pensioenkapitaal risicovrij te beleggen en opent dit de mogelijkheid om na pensioeningang deels te blijven beleggen in zakelijke waarden en deels renterisico te blijven lopen. Door meer risico te accepteren ontstaat potentieel voor extra rendement, met hogere verwachte pensioenuitkeringen tot gevolg. In principe kan dit op twee manieren vorm worden gegeven.

#### **Variabele annuïteit**

Met een variabele annuïteit wordt een pensioen bedoeld, waarbij de hoogte van de uitkeringen afhankelijk blijft van de waardeontwikkeling van een beleggingsportefeuille. De variabele annuïteit wordt aangekocht bij een verzekeraar die de levenslange uitkering van het pensioen kan garanderen.

#### **Doorbeleggen in de premieovereenkomst**

De tweede methode gaat uit van een voortzetting van de beleggingsportefeuille uit de opbouwfase, alleen wordt nu maandelijks ten laste van die beleggingen een pensioenuitkering aan de pensioengerechtigde gedaan. Deze methode kent geen levenslange uitkeringsgarantie en vertoont daarmee grote gelijkenis met banksparen.

#### **Neerwaarts risico**

De keerzijde van het aanhouden van beleggingsrisico is uiteraard dat er, vergeleken met de huidige situatie, ook een kans bestaat op tegenvallende beleggingsopbrengsten. Deze zullen zich dan vertalen in lagere pensioenuitkeringen.



Er is altijd spanning tussen enerzijds beleggingsrisico willen aanvaarden ten behoeve van een hogere uitkering en anderzijds de kans dat de uitkering (te) ver gaat dalen. Dit is onvermijdelijk. Wel is het mogelijk om deelnemers de keuze te geven in welke mate zij risico en rendement willen uitruilen, door analoog aan de huidige lifecycles ook voor de periode na pensioeningang defensieve, neutrale en offensieve varianten aan te bieden. Ook zou een combinatie gemaakt kunnen worden van de twee hoofdvarianten.

### Combinaties

De hiervoor genoemde hoofdvarianten (variabele annuïteit en doorbeleggen in de premieovereenkomst) kunnen onderling gecombineerd worden, maar ook met de huidige gegarandeerde vaste pensioenuitkering in euro's. Met het aanbieden van dergelijke combinaties kan maatwerk geleverd worden aan toekomstige gepensioneerden. Te denken valt aan een combinatie van 50% variabele annuïteit en 50% vaste annuïteit. Dit is in hoofdstuk 10 verder uitgewerkt.

### Informatiebehoefte

De keuzemogelijkheden voor een deelnemer zullen door het introduceren van extra beleggingsmogelijkheden voor en na pensioeningang toenemen. De toename van de complexiteit betekent voor de deelnemers dat de behoefte aan goed gestructureerde informatie over de werking van de pensioenregeling en de gebruikte pensioenproducten verder zal toenemen. De deelnemer moet inzicht kunnen krijgen in zijn pensioendoel en de mate waarin en de wijze waarop dit bereikbaar is. Daarvoor is het essentieel dat de pensioenproducten transparant zijn (hoe werkt het), dat inzicht wordt gegeven in het pensioenrisico (wat is de impact van een goed, een slecht en het meest waarschijnlijke scenario op het verwachte pensioeninkomen), dat producten vergelijkbaar zijn (op een aantal hoofdkenmerken dat voor elk pensioenproduct bekend is) en dat er helderheid is over het kostenniveau (welke kosten, wanneer en waarvoor). Dit zou ook vertaald moeten worden naar de in de Pensioenwet opgenomen zorgplicht van de pensioenuitvoerders.

### Default

Premieovereenkomsten bieden deelnemers de keuze tussen verschillende niveaus van beleggingsrisico, vaak in de vorm van een keuze tussen een offensieve, een neutrale en een defensieve lifecycle. Indien een deelnemer aan een premieovereenkomst geen besluit neemt, zal de pensioenuitvoerder terugvallen op een standaard beleggingsmodel. Dit wordt de default lifecycle genoemd. Naar de ervaring van uitvoerders kiezen de meeste deelnemers die aan een premieovereenkomst deelnemen (expliciet of stilzwijgend) voor de default lifecycle. Indien de default gebaseerd blijft op de huidige beleggingshorizon tot de pensioendatum, dan zal er dus naar verwachting weinig veranderen. Wanneer de default uitgaat van een verlengde beleggingshorizon, bijvoorbeeld tien jaar na de pensioenleeftijd, dan bestaat de kans dat de meeste deelnemers daar automatisch voor kiezen. De keuze van de default zou dus wel eens van doorslaggevend

belang kunnen zijn voor het succesvol invoeren van het doorbeleggen na pensioendatum.

### **Uitvoeringskosten**

Het verstrekken van meer informatie door pensioenuitvoerders kan tot gevolg hebben dat de uitvoeringskosten van de pensioenregelingen toenemen. Extra keuzes zullen tot administratieve aanpassingen leiden, wat eveneens extra kosten met zich mee kan brengen. In het kader van de onderzoeksvraag is geen poging gedaan de omvang van deze extra kosten in kaart te brengen.

### **Langlevenrisico**

Bij het doorbeleggen in de premieovereenkomst is er geen garantie dat het pensioen levenslang kan worden uitgekeerd. Nagedacht zal moeten worden of een levenslange uitkering, vanuit de gedachte dat pensioen een inkomensvoorziening is, noodzakelijk is. Overwogen kan worden om de uitkeringsgarantie te beperken tot een deel van het aanvullend pensioen. Het loslaten van het uitgangspunt dat pensioen in principe een levenslange uitkering is, kan ook de regelgeving rondom uitkeringsovereenkomsten beïnvloeden.

### **Kwantitatieve toetsing**

Om meer inzicht te krijgen in de kansen en risico's zijn op basis van een 1000-tal economische scenario's modelberekeningen gemaakt. Bij de gebruikte scenario'set en neutrale lifecycle is in 75% van de scenario's het pensioenkapitaal op de pensioendatum ten minste gelijk aan het pensioenkapitaal volgens de huidige (niet verschoven) lifecycle. In 50% van de scenario's is sprake van ten minste 10% extra kapitaal. In 5% van de scenario's komt het pensioenkapitaal lager uit dan 80% van het pensioenkapitaal volgens het huidige beleggingsbeleid. Het aantal extreme negatieve uitschieters is zeer beperkt, maar deze kunnen voor gepensioneerden wel ingrijpende gevolgen hebben. Met andere woorden, tegenover een beter pensioenresultaat in het merendeel van de scenario's staat een relatief beperkte kans op een slechter resultaat.

Bij de combinatie van 50% vast pensioen en 50% variabele annuïteit blijkt dat zowel het opwaarts potentieel als het neerwaarts risico wat afneemt. De ondergrens voor de laagste 5% uitkomsten schuift op van 80% naar 83%.

### **Conclusie**

Aan de nadelen van het huidige harde conversiemoment op pensioendatum kan tegemoet worden gekomen door meer beleggingsvrijheid toe te staan na pensioendatum. Zowel bij de variabele annuïteit als bij doorbeleggen binnen de premieovereenkomst wordt deelnemers een beter rendementsperspectief geboden. Door een deelnemer daarbij de keuze te bieden tussen lifecycles met verschillend risicoprofiel of combinaties met een vaste annuïteit kan deze het neerwaarts risico beperken tot een voor hem acceptabel niveau. Het is van belang

dat pensioenuitvoerders hiervoor een goede default keuze bieden. Het conversierisico vermindert omdat niet langer van een beleggingsmodel dat meebeweegt met marktontwikkelingen overgegaan hoeft te worden op een eenmalig op de pensioendatum vastgesteld pensioen. Met het verwachte extra rendement als gevolg van het doorbeleggen na pensioeningang kan het inflatierisico verminderd worden. De variabele annuïteit biedt daarbij ook een levenslange uitkeringsgarantie voor een in euro's gemeten wisselende uitkering. Met andere woorden, de kans op kapitaalverlies bij vroegtijdig overlijden wordt afgeruild tegen de uitkeringsgarantie bij lang leven. Het alternatief van doorbeleggen kent geen langlevengarantie. Hier wordt de uitkeringsgarantie afgeruild tegen kapitaalbehoud bij vroegtijdig overlijden.

## 2. Aanbevelingen

De aanbevelingen hebben betrekking op verschillende aspecten van pensioenregelingen, te weten de beleggingsmogelijkheden (2.1 en 2.2), de flexibiliteit bij het opnemen van pensioentermijnen (2.3), de zorgplicht (2.4) en de informatieverstrekking (2.5).

### 2.1. **Het verdient aanbeveling bij premie- en kapitaalovereenkomsten toe te staan dat ook na pensioeningang beleggingsrisico kan worden gelopen.**

De huidige fiscale en pensioenwetgeving staan in de tweede pijler niet toe dat na pensioeningang nog beleggingsrisico wordt gelopen. Uit de in dit rapport gemaakte analyse blijkt dat met het introduceren van deze mogelijkheid extra rendementspotentieel ontstaat voor pensioengerechtigden en daarmee mogelijkheden voor indexatie van hun pensioeninkomen. Als neveneffect ontstaat ook de mogelijkheid om vóór pensioeningang het risicobudget te verhogen, waardoor over de hele levensduur een hoger rendementspotentieel kan worden gerealiseerd. Keerzijde van de kans op extra rendement is de kans op een tegenvallend rendement en dus een tegenvallend pensioen. Pensioenuitvoerders kunnen tegemoetkomen aan de mogelijke behoefte bij gepensioneerden om het neerwaarts risico te beperken, door ook na pensioendatum lifecycles met een verschillend risicoprofiel aan te bieden, of combinaties te maken met een vaste annuïteit.

### 2.2. **Aanbevolen wordt om de default lifecycle te baseren op een tot na de pensioendatum verlengde beleggingshorizon.**

Naar de ervaring van uitvoerders kiezen de meeste deelnemers aan een premieovereenkomst (expliciet of stilzwijgend) voor de default lifecycle. De inrichting van de default zou dus wel eens van doorslaggevend belang kunnen zijn bij de implementatie van het doorbeleggen na de pensioendatum.

### 2.3. **Het is aan te bevelen om deelnemers meer flexibiliteit te geven bij de overgang van de opbouwfase naar de uitkeringsfase.**

Aanbevolen wordt nader onderzoek te doen naar meer flexibiliteit bij het opnemen van pensioenuitkeringen. In de huidige wetgeving is relatief beperkte flexibiliteit mogelijk bij de opname van de pensioenuitkeringen, waarbij de laagste uitkering minimaal 75% van de hoogste uitkering dient te zijn (afgezien van indexaties en AOW overbrugging). Dit lijkt onvoldoende ruimte te bieden voor een succesvolle implementatie van de hoofdvarianten “variabele annuïteit” en “doorbeleggen in de premieovereenkomst”. Als gevolg van de behaalde beleggingsresultaten kunnen de uitkeringen namelijk deze bandbreedte overschrijden, terwijl bij het doorbeleggen in de premieovereenkomst mogelijk een moment komt dat de pensioenuitkering stopt.

**2.4. Het wordt aanbevolen om de zorgplicht van pensioenuitvoerders te baseren op pensioenrisico's, ongeacht het karakter van de pensioenovereenkomst.**

Voor een deelnemer is weliswaar relevant welk pensioenkapitaal wordt opgebouwd, maar nog belangrijker is het pensioenrisico: kan het beoogde pensioen worden aangekocht op de pensioenrichtdatum en is voor dat pensioen wel of niet (enige) indexatie te verwachten? De zorgplicht van de pensioenuitvoerder dient gericht te zijn op het managen van dit pensioenrisico. Het beleggingsbeleid is daarbij middel en geen doel.

**2.5. Aanbevolen wordt de informatie aan deelnemers over gerealiseerd , nog benodigd en verwacht beleggingsrendement te verbeteren.**

In de praktijk zijn de meeste premiestaffels gebaseerd op 3% of 4% rekenrente. Uit dien hoofde is sprake van een verschillend risicoprofiel. Om een goede keuze te kunnen maken tussen de verschillende lifecycles, hebben deelnemers heldere informatie nodig over het gerealiseerde rendement, het in de toekomst benodigde rendement en de op basis van de lifecycles te verwachten rendementen.

Pagina 14 van 72 **3. Leeswijzer**

Het rapport is als volgt ingedeeld. In hoofdstuk 4 wordt ingegaan op de aanleiding voor het onderzoek. Hoofdstuk 5 gaat kort in op de pensioenknip. Hoofdstuk 6 geeft een beschrijving van de onderzoeksopzet.

Daarna wordt in hoofdstuk 7 een nadere analyse gemaakt van de factoren die in de opbouwfase, op de pensioendatum en tijdens de uitkeringsfase de pensioenresultaten uit premie- en kapitaalovereenkomsten beïnvloeden.

In hoofdstukken 8 en 9 wordt verslag gedaan van het rondetafelgesprek dat met de koepelorganisaties en een aantal grote verzekeraars en PPI's is gevoerd over de mogelijkheden tot optimalisatie van de overgang van opbouw- naar uitkeringsfase en de daaruit voortvloeiende consequenties.

In hoofdstuk 10 worden de resultaten getoond van de kwantitatieve toetsing van de door marktpartijen voorgestelde mogelijkheden voor het optimaliseren van de overgang van opbouw- naar uitkeringsfase.

Hoofdstuk 11 geeft op hoofdlijnen aan welke aanpassingen in de wetgeving nodig zijn indien het accepteren van beleggingsrisico na pensioeningang mogelijk wordt.

De bijlagen geven een nadere beschrijving van het gebruikte KNW-model, de economische veronderstellingen, de overige veronderstellingen en de beleggingsmix. Ook wordt inzicht gegeven in de mogelijke pensioenresultaten bij enkele individuele scenario's.



#### 4. Inleiding

Het aantal werknemers dat deelneemt aan pensioenregelingen op basis van een premieovereenkomst met beleggingsvrijheid neemt volgens informatie van De Nederlandsche Bank<sup>1</sup> snel toe. Waren er in 2003 circa 260.000 deelnemers met een premieovereenkomst, in 2013 zijn dit er al circa 787.000. Het belegd vermogen overschrijdt inmiddels de 21 miljard euro. Ten opzichte van het aantal deelnemers met een uitkeringsovereenkomst (in 2013 circa 5.753.000) is dit nog bescheiden, maar het is de verwachting dat de stijgende trend zich ook in de komende jaren voortzet.

Naarmate het belang van de premieovereenkomsten toeneemt, neemt ook het belang toe van de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase. Daarmee wordt ook het besef sterker dat die overgang niet optimaal verloopt. Hiervoor zijn meerdere redenen aan te wijzen.

##### 4.1. Garantie vanaf pensioeningang

Het op de pensioendatum aangekochte pensioen moet levenslang worden uitgekeerd. In het aankooptarief wordt daarom een marge aangehouden voor mogelijke verdere toename van de verwachte levensduur. Bovendien zijn de tarieven voor pensioenaankoop gebaseerd op het rendement op risicomijdende beleggingen, veelal staatsleningen. Is de rente laag dan zal de deelnemer voortaan een relatief laag pensioeninkomen hebben, een hoge rente zal leiden tot een relatief hoog pensioeninkomen. Het gevolg van de uitkeringsgarantie is dat na de pensioendatum geen beleggingsrisico meer wordt genomen. Dat levert zekerheid op, maar elk potentieel voor toeslagverlening is verdwenen.

##### 4.2. Langdurig dalende rente

Nadat begin jaren '80 de rente op haar hoogste punt heeft gestaan, is er sindsdien sprake van een voortdurende daling. Inmiddels is de rente op een ongekend laag niveau beland. Dit heeft haar uitwerking op de pensioenregelingen in Nederland niet gemist. Bij de premie- en kapitaalovereenkomsten zijn de gevolgen met name bij de pensioenaankoop op de pensioendatum duidelijk zichtbaar. De prijs van het aan te kopen pensioen is sterk opgelopen, waardoor met hetzelfde kapitaal nu beduidend minder pensioen kan worden aangekocht dan vijf of tien jaar geleden.

Bij de premieovereenkomsten op basis van beleggingen wordt in de moderne lifecycles het renterisico in de laatste jaren voor pensionering wel grotendeels afgedekt zodat rentedaling in die periode slechts in beperkte mate doorwerkt in het aan te kopen pensioen. Bij kapitaalovereenkomsten is er geen renteafdekking, en loopt de deelnemer het renterisico geheel zelf.

---

<sup>1</sup> Door DNB op haar website gepubliceerde tabellen rr1ned.xls en t8.11ny.xls

Los van de rentedaling daalden in 2008 en 2009 bovendien de beurskoersen sterk, waardoor het pensioenkapitaal in de premie overeenkomsten eveneens daalde.

#### 4.3. Gemis aan toeslagen

De levenslange uitkeringsgarantie heeft er toe geleid dat met het pensioenkapitaal uit premie- of kapitaalovereenkomsten alleen nominale pensioenuitkeringen worden verkregen. In theorie kan wel een gegarandeerd stijgend pensioen worden aangekocht, maar dan moet de pensioengerechtigde genoeg nemen met een bij aanvang veel lager aanvangspensioen. Enige vorm van toeslagen bovenop de huidige nominale uitkeringen is alleen te bereiken als er na pensioeningang extra beleggingsrendement gemaakt zou kunnen worden.

#### 4.4. Verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars

Premieovereenkomsten worden ook uitgevoerd door pensioenfondsen, en dan voornamelijk bij ondernemingspensioenfondsen en beroepspensioenfondsen. Ten opzichte van de premieovereenkomsten bij verzekeraars of PPI's zijn er twee in het oog springende verschillen.

Ten eerste zijn pensioenfondsen niet verplicht de deelnemers de gelegenheid te geven zelf te kiezen bij welke pensioenuitvoerder zij hun pensioen willen inkopen. Er zijn pensioenfondsen waar men de keuzevrijheid heeft, maar er zijn ook pensioenfondsen waar een deelnemer verplicht is het pensioen bij het eigen fonds aan te kopen. Voor dit rapport is dit als een gegeven feit beschouwd.

Het tweede verschil is dat bij de pensioenfondsen waar pensioeninkoop mogelijk is, al de mogelijkheid bestaat voor doorbeleggen na de pensioendatum. Het pensioenkapitaal wordt (deels) risicodragend belegd door het pensioenfonds en het pensioen zal middels toeslagen mee kunnen profiteren van de behaalde rendementen. Voor pensioenfondsen is dit ook mogelijk omdat deze, in tegenstelling tot verzekeraars, bij tegenvallende beleggingsopbrengsten of toename van de levensverwachting, de financiële gevolgen daarvan uiteindelijk kunnen spreiden over het collectief van deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden. Indien noodzakelijk kunnen de pensioenaanspraken en pensioenrechten verlaagd worden, teneinde financiële problemen op te lossen.

#### Onderzoeksvraag

Centraal in het onderzoek staat de vraag hoe premie- en kapitaalovereenkomsten zo kunnen worden ingericht, dat zij deelnemers een optimale verhouding tussen rendement en risico bieden. Bij die inrichting spelen verschillende risico's: het conversierisico van de opbouw- naar de uitkeringsfase, het inflatierisico, het

langlevenrisico en beleggingsrisico's. Bij deelnemers bestaat de behoefte aan meer flexibiliteit bij het inkopen van een pensioenuitkering en anderzijds is gebleken dat de tijdelijke regeling Pensioenknip niet effectief is. In het onderzoek worden voor premie- en kapitaalovereenkomsten verkend:

- Mogelijke vormgevingen van de overgang van de opbouw- naar uitkeringsfase; en
- Mogelijke inrichtingen van de uitkeringsfase.

In het rapport wordt op hoofdlijnen aangegeven waar wetsaanpassingen nodig zijn om de oplossingen te kunnen implementeren.

In 2008, het begin van de kredietcrisis, bleek de kwetsbaarheid van de premieovereenkomsten op basis van beleggingen voor de “toevallige” situatie op de financiële markten vlak voor en op de pensioendatum. Een scherpe daling van de beurskoersen leidt tot aanzienlijk vermogensverlies. Deelnemers die dicht tegen hun pensioendatum aan zitten, hebben geen gelegenheid meer om dat verlies goed te maken met mogelijk daaropvolgende koerswinsten of door extra pensioenpremies in te leggen. Wet- en regelgeving dwingt tot volledige aankoop van het pensioen op de pensioendatum en laat geen ruimte voor uitstel. De problemen worden versterkt doordat de rentestand al gedurende een zeer lange periode een dalende trend laat zien, waardoor de aankoopprijs van pensioen sterk is opgelopen. De pensioengerechtigde deelnemers worden daarmee geconfronteerd met twee tegenvallers: het pensioenkapitaal is lager dan verwacht en het aankooptarief is duurder dan verwacht.

In 2009 komt als reactie hierop de Regeling Pensioenknip<sup>2</sup> tot stand. Pensioengerechtigde deelnemers wordt een faciliteit geboden om het pensioen in twee termijnen aan te kopen. Met de eerste storting wordt pensioen voor de eerstkomende vijf jaar aangekocht. Het resterende pensioenkapitaal kan dan nog maximaal vijf jaar belegd blijven, met de kans om van een herstel van de financiële markten te profiteren en van een mogelijke stijging van de rentestand. Na uiterlijk vijf jaar wordt dan met het restantkapitaal de tweede tranche van het pensioen aangekocht.

Voorwaarde voor succes is wel dat de deelnemer ook na de pensioendatum nog beleggingsrisico mag en wil aanvaarden. Dat blijkt niet of nauwelijks haalbaar. Op grond van de Pensioenwet dienen de pensioenuitvoerders er voor te zorgen dat de beleggingsrisico's afnemen naarmate de pensioendatum naderbij komt. De Regeling Pensioenknip sluit hierbij aan en verplicht de pensioenuitvoerder het resterende pensioenkapitaal zodanig te investeren dat de beleggingsrisico's vergelijkbaar of lager zijn dan vlak voor de pensioendatum. Daarmee is het nemen van beleggingsrisico, met inbegrip van het renterisico, na de pensioendatum vrijwel geblokkeerd en dit beperkt het vermogen tot herstel van de beleggingsverliezen aanzienlijk.

Voor deelnemers aan een kapitaalovereenkomst is de daling van de beurskoersen geen probleem, omdat zij een gegarandeerd kapitaal op de pensioendatum uitgekeerd krijgen. Wel hebben zij last van de gedaalde rentestand, waardoor het uit te keren kapitaal uiteindelijk een lager dan verwacht pensioeninkomen oplevert. Door de pensioenaankoop in tweeën te knippen ontstaat ook voor hen de kans de

---

<sup>2</sup> Regeling van 15 juli 2009, nr. AV/PB/2009/14387, tot wijziging van de Regeling Pensioenwet en Wet Verplichte beroepspensioenregeling in verband met tijdelijke Pensioenknip.

schade te beperken. Een deel van het pensioenkapitaal kan voor een nieuwe maximaal 5 jaar durende kapitaalverzekering worden aangewend, in de hoop dat de rente in die vijf jaar oploopt. Met de uitkering over vijf jaar kan dan tegen een goedkoper tarief een hoger pensioen worden aangekocht.

Uit de Evaluatie Pensioenknip<sup>3</sup> blijkt dat maar zeer weinig deelnemers van de knipmogelijkheid gebruik hebben gemaakt. De verder dalende rentestand heeft mogelijk zelfs tot lagere pensioenresultaten geleid dan wanneer de betreffende deelnemers hun volledige pensioenkapitaal op de pensioendatum voor aankoop van een levenslang pensioen hadden gebruikt. Het kabinet heeft daarom besloten de regeling pensioenknip per 1 januari 2014 te sluiten voor nieuwe instroom.

Wel geeft de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aan dat zij bereid is om in overleg met marktpartijen na te gaan of de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase op een andere manier vormgegeven kan worden. Daarbij zal ook aandacht gegeven worden aan een variant met banksparen. Met dit rapport is hieraan uitvoering gegeven.

---

<sup>3</sup> Evaluatie van de tijdelijke regeling Pensioenknip, oktober 2013

Pagina 20 van 72 **6. Opzet onderzoek**

Dit onderzoek is gericht op de vraag welke mogelijkheden marktpartijen zien om voor premieovereenkomsten en kapitaalovereenkomsten de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase te optimaliseren.

Hiertoe is een rondetafelgesprek georganiseerd, waaraan werd deelgenomen door enkele grote verzekeraars en PPI's, de Pensioenfederatie en het Verbond van Verzekeraars, alsmede vertegenwoordigers van de ministeries van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en van Financiën. Omdat dit onderzoek vooral gericht is op de uitvoeringsmogelijkheden en voorwaarden, zijn bij het rondetafelgesprek geen deelnemers of consumentenorganisaties betrokken.

De onderzoeksvraag is besproken aan de hand van een viertal thema's:

- Wat is het probleem nu en hoe kan dat worden opgelost?
- Wat betekent dit voor het beleggingsbeleid?
- Wat betekent dit voor de communicatie met de deelnemers en de pensioengerechtigden?
- Wat betekent dit voor de wet- en regelgeving?

Op basis van de tijdens het rondetafelgesprek geopperde ideeën is een rekenmodel ontwikkeld, waarmee kwantitatief is onderzocht welke effecten de voorgestelde veranderingen teweeg kunnen brengen.



De centrale probleemstelling van het onderzoek is de vraag hoe premie- en kapitaalregelingen zo kunnen worden ingericht, dat zij deelnemers een optimale verhouding tussen rendement en risico bieden. Hierbij kan onderscheid gemaakt worden tussen beleggingsrisico, inflatierisico, conversierisico en langlevensrisico.

Verbetering van de pensioenresultaten in de uitkeringsfase begint al bij verbetering van de opbouwfase. Allereerst beschrijven we daarom de risico's die optreden in de opbouwfase, binnen de context van de huidige wetgeving. Vervolgens wordt ingegaan op de risico's op het moment van overgang van opbouw naar uitkeren. Ten slotte beschrijven we de risico's tijdens de uitkeringsfase.

### **7.1. Beleggingsrisico tot pensioendatum**

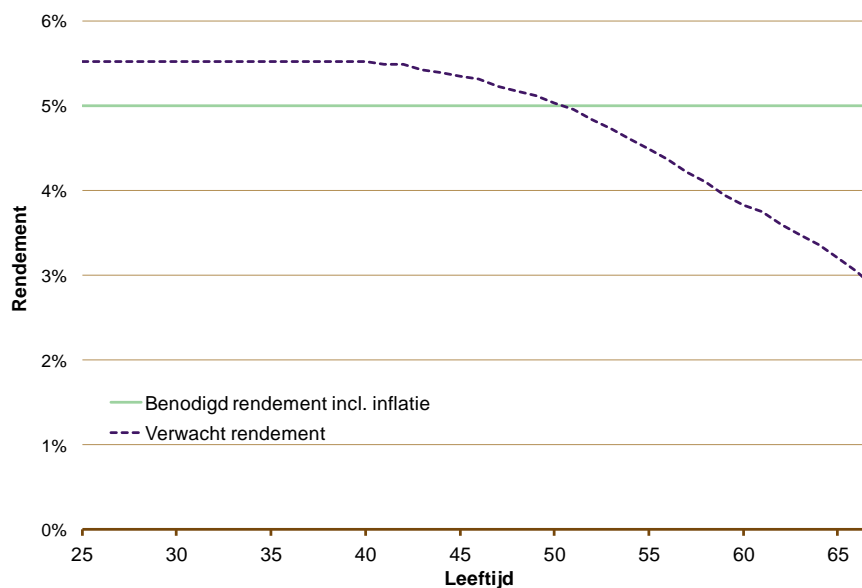
Binnen de premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid loopt de deelnemer tot de pensioendatum (het conversiemoment) het beleggingsrisico. Met een brede toepassing van lifecycle beleggingsmodellen zorgen de pensioenuitvoerders er voor dat het beleggingsrisico, gedurende ruwweg de laatste 20 jaar voor de pensioensdatum, steeds verder wordt afgebouwd naarmate de beoogde pensioendatum dichterbij komt. Het gedeelte van het pensioenkapitaal dat is belegd in zakelijke waarden wordt beperkt (in veel lifecycles zelfs teruggebracht tot nihil) en de belegging in vastrentende waarden wordt vergroot. De looptijd van de obligatieportefeuille wordt tegelijkertijd meer in overeenstemming gebracht met de verwachte uitkeringsduur van het aan te kopen pensioen, met de bedoeling het renterisico bij de aankoop van het pensioen te verkleinen. Een dalende rente heeft een stijging van de prijs van pensioen tot gevolg, maar op deze wijze ook een even zo grote procentuele stijging van de waarde van de vastrentende portefeuille, en omgekeerd. Afhankelijk van het toegepaste lifecycle-model is dit renterisico geheel of gedeeltelijk afgedekt op de pensioendatum.

De afdekking van het renterisico vindt overigens op globale wijze plaats. Op individueel niveau is de verwachte uitkeringsduur van het pensioen immers lang niet altijd hetzelfde. Afgezien van puur individuele omstandigheden is de verwachte uitkeringsduur voor een vrouw enkele jaren langer dan voor een man. Ook is de verwachte uitkeringsduur voor een verzekerde met een partner, aan wie eventueel partnerpensioen zal worden uitgekeerd, langer dan voor een alleenstaande verzekerde. Renteafdekking op maat zal voorlopig te complex en te duur blijven.

De afbouw van het beleggingsrisico binnen de lifecycles heeft tot gevolg dat het verwachte beleggingsrendement afneemt, juist in de periode dat het pensioenkapitaal het grootste is. Het pensioenkapitaal op pensioendatum neemt daardoor ook af. Zekerheid kost nu eenmaal geld.

In Figuur 1 wordt een gestileerd voorbeeld getoond van het verwachte rendement van een gemiddelde lifecycle (paarse lijn) en het beleggingsrendement dat nodig is voor waarde vaste pensioenaanspraken (groene lijn), uitgaande van een 3%-premiestaffel en 2% inflatie. Beide aspecten worden hierna verder toegelicht.

**Figuur 1. Verwacht versus benodigd rendement tijdens opbouwfase**



## 7.2. Premiestaffels en beleggingsrendement

De premieovereenkomsten zijn gericht op een opbouw volgens het middelloonstelsel. Het idee is dat met de beschikbare premies en het daarop te behalen rendement een pensioenkapitaal kan worden opgebouwd, waarmee op de pensioendatum een pensioen kan worden aangekocht dat vergelijkbaar is met een middelloonpensioen. In de fiscale premiestaffels worden salarisverhogingen beperkt meegenomen op basis van een gestileerd carrièreverloop. Algemene loonstijgingen worden niet meegenomen. De premiestaffels gaan daarbij uit van de veronderstelling dat tot de pensioendatum jaarlijks 4% netto rendement op de beleggingen kan worden gerealiseerd.

De Commissie Parameters adviseert in haar rapport van 27 februari 2014 bij het waarden van de pensioenverplichtingen binnen het financieel toetsingskader uit te gaan van een verwacht bruto rendement op vastrentende waarden van circa 3% per jaar en op zakelijke waarden van circa 7% per jaar. Op het bruto rendement komen nog de beleggingskosten in mindering. De commissie schat deze in op circa 15 basispunten voor vastrentende waarden en circa 25 basispunten voor zakelijke waarden. Om naar verwachting 4% netto rendement per jaar te realiseren dient dan circa 29% in zakelijke waarden

te worden belegd. In de beginfase voldoen de huidige lifecycles daar aan, maar als gevolg van de afbouw van het beleggingsrisico zal dit in de laatste 10 á 15 jaar voor pensionering in de meer defensieve lifecycles niet meer het geval zijn. Het benodigde rendement zal dan naar verwachting niet meer behaald kunnen worden. Dit kan met name voor de op latere leeftijd (her)intredende deelnemers lagere pensioenuitkomsten geven.

Het is, onder voorwaarden, fiscaal ook toegestaan de premiestaffel te baseren op een verondersteld rendement van 3%. Op basis van de veronderstellingen van de Commissie Parameters zal dit bij elke beleggingsmix naar verwachting haalbaar zijn.

### **7.3. Inflatie­risico tot pensioendatum**

De deelnemers aan een premieovereenkomst lopen tot de pensioendatum eveneens inflatierisico. Het salaris zal in de loop der jaren als gevolg van inflatie naar verwachting toenemen. De beschikbare premie gaat dan eveneens omhoog, maar het al opgebouwde pensioen(kapitaal) wordt daarmee niet voor inflatie gecorrigeerd. Die compensatie zal geheel moeten komen uit de gerealiseerde beleggingsrendementen.

Hoewel de inflatie op dit moment op een historisch laag punt is beland, is de door de Europese Centrale Bank aangehouden norm nog steeds een jaarlijkse inflatie van 2%. Ook de Commissie Parameters gaat in haar advies uit van een inflatieverwachting van 2%. Om de koopkracht van het pensioenkapitaal in stand te houden, zal het beleggingsrendement op het pensioenkapitaal 2% hoger moeten uitvallen dan de in de premiestaffels veronderstelde 4%. Op basis van de veronderstellingen van de Commissie Parameters zal voor een verwacht rendement van 6% tot aan de pensioendatum een beleggingsportefeuille aangehouden moeten worden van 80% zakelijke waarden en 20% vastrentende waarden. Dat zou in strijd zijn met de in de Pensioenwet vastgelegde zorgplicht. Dergelijke lifecycles komen dan ook nu niet voor.

Uitgaande van een premiestaffel op 3% rekenrente is het benodigde rendement gelijk aan 5% per jaar, hetgeen leidt tot een noodzakelijke beleggingsmix van 55% zakelijke waarden en 45% vastrentende waarden. Er zijn veel lifecycles die daar voor de jongere leeftijdscohorten aan voldoen, maar vanaf leeftijd 50 zullen de meeste lifecycles door de afbouw van beleggingsrisico's een verminderde belegging in zakelijke waarden laten zien en naar verwachting in die periode het benodigde rendement niet halen. Zie ook Figuur 1.

Natuurlijk kan men van mening verschillen over het niveau van toekomstige rendementen en conclusies moeten dan ook met de nodige voorzichtigheid getrokken worden. Niets is immers zo moeilijk te voorspellen als de toekomst.

Daarom is het belangrijk dat deelnemers goed geïnformeerd worden over de samenhang tussen het aan de premiestaffel ten grondslag liggend rendement, het verwacht rendement op basis van de gekozen lifecycle en het gerealiseerde rendement.

#### 7.4. Langlevenrisico tot pensioendatum

Pensioenfondsen dienen bij de vaststelling van de kostendekkende premie rekening te houden met de verwachte stijgende trend in de levensverwachting en met een mogelijke trendbreuk. De in dit onderzoek gehanteerde fiscale premiestaffels zijn berekend op basis van de overlevingskansen opgenomen in de overlevingstafels GBM/V 2005-2010. Daarin is door middel van leeftijdsterugstellingen op indirecte wijze rekening gehouden met een stijging van de verwachte levensduur.

**Tabel 1. Verwachte levensduur op leeftijd 67**

Leeftijd in 2014	Volgens AG1262	Volgens GB 0510	Vershil
20	21,3	19,5	1,8
40	20,9	19,5	1,4
60	19,5	19,5	-

In bovenstaande tabel is weergegeven wat op basis van de voor pensioenfondsen voorgeschreven overlevingstafels (AG1262) respectievelijk de voor de fiscale premiestaffels gebruikte overlevingstafel GB0510 de verwachte resterende levensduur op leeftijd 67 is voor mannen. Voor een deelnemer die nu 20 jaar is, hanteren pensioenfondsen een verwachte levensduur op leeftijd 67 die circa 1,8 jaar hoger is dan in de fiscale staffels wordt aangenomen. Overigens passen de meeste pensioenfondsen nog een correctie toe op de voorgeschreven overlevingstafels, waardoor het verschil doorgaans nog groter is dan 1,8 jaar.

Deelnemers aan een premieovereenkomst op basis van beleggingen moeten uit het behaalde rendement, in afwijking van uitkeringsovereenkomsten, de nu al bekende trend in de ontwikkeling van de levensverwachting financieren. Fiscale regelgeving staat nu niet toe om binnen deze premieovereenkomsten de kosten van de huidige levensverwachting middels premie te financieren. Pensioenfondsen daarentegen worden wettelijk verplicht deze kosten in hun kostendekkende premie op te nemen. In deze kostendekkende premie zit daarnaast ook een opslag voor een eventuele trendbreuk.

#### 7.5. Kapitaalovereenkomst

Bij een kapitaalovereenkomst wordt een streefpensioen berekend, op basis van een eindloonregeling of een middelloonregeling. Voor het streefpensioen wordt een gegarandeerd kapitaal verzekerd dat op de pensioendatum zal worden

uitgekeerd. De deelnemer loopt tot aan de pensioendatum geen beleggingsrisico. Het verzekerde kapitaal wordt normaliter jaarlijks bijgesteld op basis van het salaris en de renteontwikkeling. Afhankelijk van de precieze toezegging is er op de pensioendatum wel een risico, namelijk het risico dat de aankooptarieven afwijken van de bij de laatste herrekening van het kapitaal gebruikte tarieven.

Omdat op de pensioendatum sprake is van een kapitaaluitkering loopt de deelnemer een aanzienlijk renterisico. Indien de rente gestegen is dan zal een hoger dan verwacht pensioen aangekocht kunnen worden, maar is de rente gedaald, dan zal het pensioenresultaat lager uitvallen. Binnen de kapitaalverzekering is er geen dempingmechanisme aanwezig om dit renterisico te beheersen.

Artikel 52 Pensioenwet, waarin de zorgplicht van pensioenuitvoerders bij premieovereenkomsten op basis van beleggingen is opgenomen, is niet van toepassing op de kapitaalovereenkomsten. Hier wrekt zich dat de zorgplicht niet uitgaat van het pensioenrisico voor deelnemers, maar zich uitsluitend richt op beleggingsrisico's.

#### **7.6. De risico's op de pensioendatum**

Op de pensioeningangsdatum wordt met het beschikbaar komende kapitaal uit de premie- of kapitaalovereenkomst pensioen ingekocht. Hoeveel pensioen kan worden ingekocht is op dat moment dus afhankelijk van het inkooptarief dat verzekeraars aanbieden. Het inkooptarief wordt voornamelijk beïnvloed door

- de inschatting van de toekomstige ontwikkeling van de levensverwachting en de onzekerheidsmarge daarin en
- de rentestand.

Voor beide componenten geldt dat een verzekeraar deze met de nodige voorzichtigheid zal inschatten. Het in te kopen pensioen zal immers gegarandeerd levenslang uitgekeerd moeten worden.

Zoals hiervoor is toegelicht, wordt in de lifecycle het renterisico gemanaged door tot op zekere hoogte de looptijd van de vastrentende beleggingen af te stemmen op de verwachte uitkeringsduur van het pensioen. Er is lang niet altijd sprake van een 100% renteafdekking, zodat voor de meeste deelnemers met een premieovereenkomst een beperkt renterisico op de pensioendatum aanwezig is. Deelnemers met een kapitaalovereenkomst lopen op de pensioendatum het volledige renterisico.

De deelnemer kan pas op de pensioendatum zekerheid krijgen over de hoogte van het aan te kopen pensioen en moet dan besluiten of dat voldoende is om met pensioen te gaan, of dat hij de pensioendatum zal uitstellen. De werkgever is niet verplicht mee te werken aan een voortgezet dienstverband, terwijl evenmin op voorhand bekend is of elders een baan gevonden kan worden. Fiscale voorwaarde voor uitstel van de pensioendatum is echter dat de werknemer doorwerkt. Deze fiscale voorwaarde vormt dus een aanvullend risico voor de werknemer bij het managen van zijn pensioenvoorziening.

### 7.7. Risico's na de pensioendatum

Nadat het pensioen bij een verzekeraar is ingekocht, is het beleggingsrisico volledig voor rekening van de verzekeraar. De verzekeraar doet dit uiteraard niet gratis. De deelnemer betaalt daarvoor, doordat hij voortaan genoeg moet nemen met een beperkt rendement op zijn ingelegde pensioenkapitaal. Dit rendement is de laatste jaren gebaseerd op de risicovrije rente of op de door de ECB gepubliceerde rente op staatsleningen van landen met de AAA of AA status. Dit rendement staat daarmee vast voor de gehele resterende levensduur van de verzekerde en diens partner.

#### Inflatierisico na conversiemoment

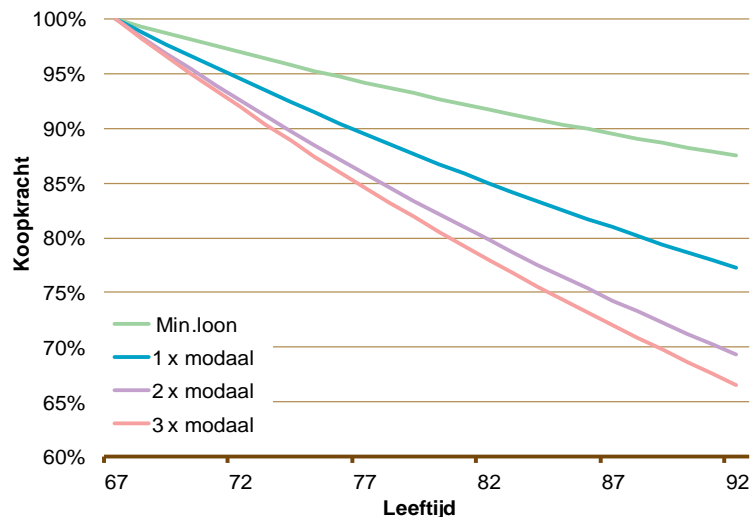
Doordat het rendement bij pensionering wordt vastgelegd voor de resterende levensduur, is er geen financiële ruimte meer om het aangekochte pensioen (deels) aan te kunnen passen aan stijgingen van het prijspeil. Het reële pensioeninkomen daalt hierdoor jaarlijks. Of dit tot grote problemen leidt is mede afhankelijk van het tempo van de geldontwaarding, maar ook van het aanvangsniveau van het pensioeninkomen (en uiteraard het bestedingspatroon van de pensioengerechtigde).

Voor de laagste pensioeninkomens zal de AOW het grootste deel van het inkomen vormen. De AOW wordt nog steeds welvaartsvast gehouden en biedt dus voor deze groep een goede bescherming tegen het inflatierisico. Voor de hogere pensioeninkomens is deze inflatiebescherming minder effectief.

Figuur 2 toont het verloop van het pensioeninkomen in reële termen voor een aantal inkomens op de pensioendatum. Hierbij is aangenomen dat het pensioen uit de tweede pijler gelijk is aan 66% van de laatste pensioengrondslag. Dit is het maximale pensioen dat vanaf 2015 in 40 jaar tijd kan worden opgebouwd. Het pensioeninkomen is inclusief de AOW uitkering voor gehuwden. Verondersteld wordt dat de AOW jaarlijks met 2% per jaar stijgt, bij een inflatie van eveneens 2% per jaar.



**Figuur 2. Koopkracht in geval van nominale pensioenuitkeringen**



Voor de laagste inkomens is het inflatierisico beperkt, omdat de welvaartvaste AOW het grootste deel van het pensioeninkomen zal vormen. Daarnaast zullen aanvullende uitkeringen op basis van het sociale zekerheid stelsel (zorgtoeslag, huurtoeslag etc.) de feitelijke koopkracht beïnvloeden. Dit valt echter buiten de scope van dit onderzoek. Voor de hogere pensioeninkomens neemt de koopkracht in de loop der jaren sterker af.

Overigens zullen niet alle deelnemers het fiscaal maximale pensioen in de tweede pijler realiseren. Naarmate het aanvullend pensioen lager uitkomt, zal de AOW een belangrijker onderdeel van het pensioeninkomen vormen en zal het negatieve effect van inflatie op het totale pensioeninkomen minder worden.

### 7.8. Langlevenrisico na pensioendatum

De deelnemer is wettelijk verplicht een levenslang gegarandeerd pensioen aan te kopen. Daarvoor moet het langlevensrisico worden overgedragen aan een verzekeraar. De prijs die daarvoor moet worden betaald is gebaseerd op algemene levensverwachtingen. Er wordt geen prijsdifferentiatie toegepast tussen te onderscheiden risicogroepen, zoals mannen / vrouwen, rokers / niet rokers of hoger / lager opgeleide werknemers, ondanks dat er sprake is van een systematisch verschil in verwachte levensduur. Deels is prijsdifferentiatie ook verboden op grond van de gelijke behandelingswetgeving.

Binnen homogene risicogroepen is het delen van het langlevensrisico efficiënt, omdat het voorkomt dat iedereen voortdurend zelf een buffer moet aanhouden ter dekking van dit risico. Binnen heterogene risicogroepen leidt het ontbreken van prijsdifferentiatie tot systematische verschuiving van pensioenkapitaal van groepen met een lager dan gemiddelde levensverwachting naar groepen met een hoger dan gemiddelde levensverwachting. De impact die het verschil in levensverwachting tussen mannen en vrouwen heeft op de prijs van

ouderdomspensioen in combinatie met latent partnerpensioen is overigens zeer beperkt. Dit komt omdat de levensverwachting een tegengesteld effect heeft op de prijs van ouderdomspensioen respectievelijk latent partnerpensioen.

De verzekeraars zien in het verzekeren van het langlevensrisico vanaf de pensioendatum overigens geen groot probleem omdat de tijdshorizon relatief beperkt is. Hun zorg zit meer bij het verzekeren van het langlevensrisico ruim voor de pensioendatum, omdat dan een garantie gegeven moet worden over een veel langere periode.

### 7.9. Samenvattend

Deelnemers aan premieovereenkomsten worden met verschillende risico's geconfronteerd. De belangrijkste zijn:

- het beleggingsrisico tot de pensioendatum,
- het langlevensrisico omdat geen rekening mag worden gehouden met de al verwachte trend in de levensverwachting,
- het conversierisico als gevolg van verplichte eenmalige pensioeninkoop en
- het inflatierisico na pensioeningang als gevolg van het ontbreken van indexatiepotentieel.

### 7.10. Maatmens berekening

Om het gezamenlijke effect van de hiervoor genoemde risicofactoren te illustreren, is een doorrekening gemaakt voor een werknemer die vanaf leeftijd 25 tot aan leeftijd 67 deelneemt aan een dergelijke premieovereenkomst. De berekeningen zijn gebaseerd op de economische scenario's als omschreven op bijlage 1 en het lifecycle-model als omschreven op bijlage 4.

Er is eenvoudshalve van uitgegaan dat alleen ouderdomspensioen wordt opgebouwd, reden waarom we voor de premie-inleg de fiscale premiestaffel 1 hebben gehanteerd (zie bijlage 3). Dit is de premiestaffel die vanaf 2015 geldt nu de Wet verlaging maximum opbouw- en premiepercentages pensioenen en maximering pensioengevend inkomen ook in de Eerste Kamer is aangenomen.

Omdat niet het beleggingsresultaat op zichzelf belangrijk is, maar juist het daarmee aan te kopen pensioen, is voor elk scenario berekend welk pensioen met het pensioenkapitaal op de pensioendatum kan worden aangekocht. Het daarvoor gebruikte inkooptarief is gebaseerd op de aldan geldende overlevingskansen volgens de door het Actuarieel Genootschap gepubliceerde

prognosetafels<sup>4</sup> en de verwachte rentetermijnstructuur volgens de gehanteerde economische scenario's.

---

<sup>4</sup> AG2012-2062

## 8. Door marktpartijen aangedragen mogelijke verbeteringen

Tijdens het rondetafelgesprek met marktpartijen is uitgebreid stilgestaan bij de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase. Voor deelnemers zijn er drie belangrijke elementen aan de orde, namelijk:

- Kan de ingangsdatum van het pensioen worden aangepast aan (gedeeltelijk) doorwerken?
- Wordt mijn pensioen straks nog op enige wijze aangepast aan inflatie?
- Dient het aan te kopen pensioen wel volledig levenslang gegarandeerd te zijn?

Hierna volgt een beschrijving van de belangrijkste constatering die tijdens het rondetafelgesprek besproken zijn.

### 8.1. Naar een meer flexibele pensioendatum

Door de flexibilisering van de arbeidsmarkt zal de vraag naar een meer flexibele pensioendatum toenemen. Werknemers zullen langer doorwerken, maar ook behoefte krijgen aan mogelijkheden om deels met pensioen te gaan en deels door te werken.

Ondertussen schuift de AOW datum verder naar achteren en gaat ook in de tweede pijler de pensioendatum omhoog. AOW datum en pensioendatum worden niet synchroon met elkaar verhoogd, wat het voor deelnemers niet eenvoudiger maakt goed zicht te krijgen op hun pensioeninkomen. Zeker niet indien men uit voorgaande dienstverbanden nog premievrije pensioenaanspraken heeft, met diverse bijbehorende pensioendata. In 2012 waren er bij de pensioenfondsen circa 5,7 miljoen actieve deelnemers en 8,9 miljoen gewezen deelnemers geteld. Indien elke gewezen deelnemer ook weer ergens als deelnemer aanwezig is, dan zou iedere deelnemer dus uit gemiddeld 2,5 dienstverband pensioen ontvangen. Bij de toegenomen arbeidsmobiliteit zal dit ondanks de mogelijkheden voor waardeoverdracht verder kunnen toenemen. Het is goed mogelijk dat als gevolg van aanpassingen van de pensioenleeftijd deelnemers over 10 tot 15 jaar te maken hebben met pensioenen die op vier of vijf verschillende momenten ingaan. Omdat de AOW geen enkele flexibiliteit biedt in ingangsdatum of uitkeringsverloop, zal iedere aanpassing aan de individuele situatie en wensen gerealiseerd moeten worden met het tweede pijler pensioen en eventuele privé besparingen. De huidige verplichte eenmalige inkoop op de pensioendatum zit daarbij in de weg.

Bij de premieovereenkomsten worden de financieringsrisico's volledig naar de deelnemers verschoven. Logisch uitvloeisel hiervan zou zijn dat deelnemers dan ook de gelegenheid krijgen dit risico te managen en aan te passen aan

persoonlijke behoeften. Niet elke deelnemer zal dit willen en kunnen. Daarom is het noodzakelijk dat er goede default lifecycles worden aangeboden, die voldoen aan heldere criteria voor het pensioenrisico. Anders dan nu dient niet het beleggingsrisico voorop te staan, maar het pensioenrisico in reële termen.

Het in de wet vastgelegde eenmalige conversiemoment op de pensioendatum, in combinatie met de zorgplicht als vastgelegd in artikel 52 Pensioenwet, leidt er toe dat voor vrijwel alle deelnemers binnen de default lifecycles het beleggingsrisico wordt afgebouwd naarmate de (huidige) pensioenrichtdatum nadert. Er wordt bij de afbouw geen rekening mee gehouden dat voor de meeste deelnemers pensioenleeftijden hoger dan 67 jaar zullen gaan gelden. De afbouw van het beleggingsrisico vindt door de in de wet vastgelegde "one size fits all"-benadering niet optimaal plaats. Dat gaat ten koste van het rendement op de pensioenbeleggingen en dus ook ten koste van het te bereiken pensioen.

## **8.2. Doorbeleggen om indexatiepotentieel te creëren**

Minstens zo belangrijk is de constatering dat de wettelijke verplichting om op de pensioendatum een levenslang vast en gelijkmatig pensioen in te kopen er toe leidt dat vanaf dat moment er geen beleggingsrisico meer kan worden gelopen. Het rendement dat de pensioengerechtigde ontvangt van de verzekeraar is precies gelijk aan het bij aankoop van het pensioen al ingecalculerde rendement. Er komen derhalve geen middelen beschikbaar waarmee pensioenverhogingen zouden kunnen worden gefinancierd. Voor doorbeleggen na de pensioendatum is echter wel ruimte, omdat grofweg de helft van het pensioenkapitaal de eerste tien jaar niet nodig is voor de pensioenuitkeringen en dus nog gedurende lange tijd belegd zou kunnen worden.

Pensioenregelingen hebben een duidelijk maatschappelijk belang. Deelnemers krijgen daarmee inkomen na het beëindigen van de arbeidzame periode dat in een redelijke relatie staat tot het daarvoor genoten arbeidsinkomen. Nominaal pensioeninkomen is aan inflatie onderhevig. Daaruit vloeit de behoefte aan inflatiecorrecties op het ingegane pensioen voort.

Dat wil niet zeggen dat indexatie van het pensioeninkomen tot aan het eind van de levenscyclus even belangrijk blijft. In de laatste levensfase zullen de geld kostende activiteiten veelal afnemen, waardoor de behoefte aan waardevast inkomen mogelijk ook afneemt. De indruk bestaat dat veel gepensioneerden op den duur netto spaarders worden. Het is onduidelijk of dit in zijn algemeenheid geldt of dat dit in belangrijke mate inkomensafhankelijk is. Mogelijk hebben de huidige versoeringen van pensioenregelingen daar in de toekomst ook nog effect op. Nader onderzoek daarnaar zal dat moeten uitwijzen.

Wanneer deelnemers de keuze krijgen tussen een geïndexeerd pensioen of een bij de aanvang hoger maar wel gelijkblijvend pensioen, valt de keuze niettemin veelal op het hogere nominale pensioen. Veel consumenten hebben onvoldoende besef van de impact die inflatie op termijn kan hebben op de koopkracht. Uitruiel tussen een gelijkblijvend pensioen en een lager doch stijgend pensioen is overigens geen oplossing in het kader van optimalisering van de overgang van opbouw naar uitkeringsfase. Er is alleen sprake van een ander tempo van pensioen uitkeren, maar er wordt hierdoor geen extra waarde gecreëerd.

Extra waarde kan wel worden gecreëerd door in de uitkeringsfase beleggingsrisico te introduceren. Dat kan door de pensioenuitkeringen (deels) afhankelijk te maken van het rendement op een onderliggende beleggingsportefeuille, waarin ruimte is voor belegging in zakelijke waarden, maar ook voor meer risicodragende obligaties als bedrijfsobligaties en high yield obligaties. Net als voor de pensioendatum geldt ook hier dat een voldoende gedifferentieerde beleggingsmix de kans biedt op extra rendement zonder dat het risicoprofiel aanmerkelijk verslechtert.

Binnen de Pensioenwet kan op basis van zorgplicht, gericht op behoud van pensioeninkomen en de prudent person rule, het kader worden gegeven waarbinnen pensioenuitvoerders efficiënte producten kunnen ontwikkelen.

#### **Toename risicobudget tot pensioendatum**

Het eerste gevolg van doorbeleggen na de pensioendatum is het effect dat dit heeft op de lifecycle die tot de pensioendatum van toepassing is. In plaats van een afbouw van risicobudget tot aan pensioendatum, kan nu de afbouw gericht zijn op een moment dat bijvoorbeeld 5, 10 of 15 jaar na pensioendatum ligt. Het gevolg daarvan is dat voor de pensioendatum langer en meer beleggingsrisico kan worden gelopen. Het voordeel daarvan is dat naar verwachting op de pensioendatum een hoger pensioenkapitaal aanwezig zal zijn. Uiteraard dient het risico op een lager pensioenkapitaal niet teveel toe te nemen.

Marktpartijen zien twee hoofdvormen waarmee het doorbeleggen na pensioendatum gerealiseerd zou kunnen worden, te weten de variabele annuïteit en het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst. In de twee volgende paragrafen wordt hier nader op ingegaan.

### **8.3. Variabele annuïteit**

Doorbeleggen kan vorm worden gegeven door het toepassen van een variabele annuïteit. Hieronder wordt in dit rapport verstaan een levenslang pensioen, waarvan de hoogte wordt uitgedrukt in beleggingsunits, en dat bij een verzekeraar wordt ingekocht. De maandelijkse pensioenuitkering in euro's varieert met de waarde van de aangekochte beleggingsunits.

Er zijn overigens ook andere variabele annuïteiten denkbaar, zoals:

- Variabele annuïteit met een vorm van minimumgarantie. Afhankelijk van de behoefte aan garanties kunnen pensioenuitvoerders dergelijke producten gaan ontwikkelen. Bedacht dient te worden dat ook dan garanties gaan ten koste van opwaarts beleggingspotentieel.
- “Impaired” annuïteit, waarbij bij het vaststellen van de hoogte van de annuïteit ook rekening wordt gehouden met de gezondheidstoestand van de pensioengerechtigde. Tot nu toe wordt in Nederland door levensverzekeraars alleen voor verzekeringen die uitkeren bij overlijden van de verzekerde rekening gehouden met de gezondheidstoestand. Indien overgegaan wordt op het aanbieden van een impaired annuity, dan zal dat voor niet gezonde verzekerden tot gevolg hebben dat hun uitkering hoger wordt, en voor de gezonde verzekerden dat hun uitkering lager wordt. Is ook een nabestaandenpensioen verzekerd, dan zal daarvoor het effect precies omgekeerd zijn.
- Care annuïteit, waarbij de mogelijkheid bestaat een deel van de annuïteit af te kopen ten behoeve van bijzondere uitgaven voor medische verzorging. In de Verenigde Staten van Amerika wordt deze variant wel aangeboden, mede omdat daar in veel gevallen de kosten van bijvoorbeeld ziekenhuisopnames niet verzekerd zijn en uit het pensioeninkomen betaald moeten worden. Dat lukt lang niet in alle gevallen en gedeeltelijke afkoop van het pensioen kan dan een oplossing zijn. In Nederland zal niet snel behoefte aan zijn aan zo’n care annuïteit.

In dit rapport concentreren we ons op de hoofdvormen die voor doorbeleggen na de pensioen datum ter beschikking staan en laten we deze wat meer bijzondere vormen buiten beschouwing.

**Voorbeeld:**

*Een deelnemer beschikt op zijn pensioendatum over een pensioenkapitaal van € 180.000. Hij koopt alleen ouderdomspensioen in. Bij een verwachte levensduur van 18 jaar zou de pensioenuitkering per jaar dan gelijk kunnen zijn aan 10.000 beleggingsunits. Bij de aanvang is de koers van de units gelijk aan 100%. Indien na een jaar een rendement is geboekt van 5% loopt de koers van de units op tot 105%. In het tweede jaar is de pensioenuitkering dan € 10.500. Zou er beleggingsverlies zijn geleden, waardoor de koers mogelijk is gedaald tot 95%, dan daalt de pensioenuitkering voor het tweede jaar naar € 9.500.*

*Omdat sprake is van een bij een verzekeraar ingekochte levenslange annuïteit, zal de gepensioneerde gedurende zijn verdere leven aanspraak behouden op een pensioenuitkering van 10.000 units per jaar, ongeacht de leeftijd die hij zal bereiken. Het langlevensrisico is overgedragen aan de verzekeraar.*

In het voorbeeld is er van uitgegaan dat de verzekeraar een rekenrente van nul procent toepast, dat wil zeggen dat vooraf bij het bepalen van het aantal te verkrijgen units geen rekening wordt gehouden met een mogelijk rendement. Het voordeel daarvan is dat de koers van de aangekochte units een op een mee verandert met het gerealiseerde rendement. Nadeel is dat vergeleken met een gegarandeerde lijfrente, waar wel rekening wordt gehouden met toekomstig renteopbrengsten, de initiële uitkering relatief laag zal zijn. Bij een rekenrente van 3% zou de gegarandeerde uitkering uit kunnen komen op zo'n € 15.000 per jaar, in plaats van de aanvangsuitkering bij de variabele annuïteit van € 10.000. Dit zal veel deelnemers er van weerhouden een variabele annuïteit aan te kopen. Verzekeraars zullen bij hun productontwikkeling hier rekening mee willen houden.

**Voorbeeld vervolg:**

*De aanvangsuitkering is dan 15.000 units. Bedacht moet worden dat nu 3% rendement nodig is ter dekking van de gehanteerde rekenrente. Wordt precies 3% rendement behaald, dan blijft de koers van de beleggingsunits 100% en is de uitkering in het tweede jaar opnieuw € 15.000. Is het rendement 5% geweest, dan stijgt de koers niet naar 105% maar naar circa 102%. Is een rendementsverlies gemaakt van 5%, dan daalt de koers van de units niet naar 95%, maar naar circa 92%. De uitkeringen in het tweede jaar worden dan € 15.300 respectievelijk € 13.800.*

De pensioengerechtigde start dus op een hogere uitkering, maar ziet dat het opwaarts potentieel is beperkt en het neerwaarts potentieel vergroot. De werking van variabele annuïteiten zal dus helder uitgelegd moeten worden aan consumenten.

**8.4. Doorbeleggen binnen de premieovereenkomst**

Alternatief voor de variabele annuïteit is het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst. Hierbij blijft het kapitaal ook na pensioendatum belegd, terwijl tegelijkertijd maandelijks een "kasopname" wordt gedaan door de gepensioneerde.

Het grootste verschil ten opzichte van de variabele annuïteit betreft de manier waarop met het langlevensrisico, en de daaraan gekoppelde langlevensbonus, wordt omgegaan.

**8.4.1. Langlevensrisico**

Bij het doorbeleggen is in principe geen sprake van een afdekking van het langlevensrisico. PPI's is het wettelijk ook niet toegestaan langlevensrisico over te nemen. Als gevolg hiervan is er slechts sprake van een belegd pensioenvermogen, waaraan rendement wordt toegevoegd en waaraan pensioenopnames worden onttrokken. Consequentie hiervan is dat,



afhankelijk van de leeftijd waarop de pensioengerechtigde overlijdt, er pensioenvermogen overblijft, dan wel op den duur een tekort aan pensioenvermogen zal ontstaan.

In het eerste geval rijst de vraag aan wie het restkapitaal toekomt en in het tweede geval heeft de pensioengerechtigde geen pensioeninkomen meer (anders dan de AOW).

*Zou de deelnemer uit het hiervoor gegeven voorbeeld gekozen hebben voor doorbeleggen binnen het kader van de premieovereenkomst, dan zal na gemiddeld 18 jaar het pensioenkapitaal op zijn. Vanaf leeftijd 85 wordt er dan geen pensioen meer uitgekeerd. Overlijdt de deelnemer al na 9 jaar, dan is de helft van het pensioenvermogen, inclusief het gerealiseerde rendement, nog over.*

Inherent aan het ontbreken van een langlevensrisicodekking is dat bij eerder overlijden het restkapitaal overgaat naar de partner van de pensioengerechtigde respectievelijk naar de kinderen (of overige erfgenamen). Het pensioenkapitaal krijgt hiermee sterk het karakter van "eigen vermogen", ook al zit er nog een inkomstenbelastingclaim op.

Indien het volledige pensioenvermogen beschikbaar blijft voor de achterblijvende partner, dan zal deze daarmee een hogere uitkering kunnen realiseren, of kunnen besluiten hiermee voor zichzelf de mogelijke uitkeringsduur te verlengen.

#### **8.4.2. Langlevensbonus**

Door sommige PPI's wordt in de opbouwfase het in enig jaar gerealiseerde overlijdensresultaat herverdeeld onder de deelnemers die eind van dat jaar nog in leven waren. De PPI zelf loopt hiermee geen biometrisch risico. Voor de deelnemers die zijn blijven leven levert dit een extra rendement op, waarmee zij deels het langlevensrisico tot pensioendatum kunnen afdekken. De systematiek is anders dan bij verzekeraars, waar iedere verzekerde de theoretische langlevensbonus die hoort bij zijn leeftijd ontvangt. Bij de PPI's ontvangt men een over alle leeftijden gemiddelde bonus die afhankelijk is van het werkelijk overlijdensresultaat.

Ingeval van doorbeleggen zou dit systeem ook na de pensioendatum voortgezet kunnen worden. De resultaten zullen de eerste jaren, door het gebrek aan grote aantallen doorbeleggers, sterk beïnvloed worden door het toevallige feitelijke sterfteverloop onder de bij de pensioenuitvoerder aanwezige doorbeleggers. Op den duur zal zich dit kunnen stabiliseren. Ook dan zullen gepensioneerden een langlevensbonus uitgekeerd krijgen die gebaseerd is op het gemiddeld behaalde overlijdensresultaat.

Het langlevensrisico neemt toe met het stijgen van de leeftijd. Indien binnen de premieovereenkomsten het overlijdensresultaat pondspondsgewijs wordt herverdeeld onder alle deelnemers en gepensioneerden, zal een herverdeling van oud naar jong plaatsvinden. De gepensioneerden komen dan per definitie tekort om hun langlevensrisico af te dekken.

Pensioenuitvoerders zullen hier bij de productontwikkeling en communicatie rekening mee moeten houden.

#### **8.4.3. Gelijke behandeling mannen en vrouwen**

Het langlevensrisico is voor mannen en vrouwen niet hetzelfde. De verwachte levensduur voor vrouwen is langer dan die voor mannen. Indien op de pensioendatum met het kapitaal uit de premie- of kapitaalovereenkomst pensioen wordt aangekocht bij een verzekeraar, dan dient dat te gebeuren op basis van collectief actuariële gelijkwaardigheid. Dat betekent dat mannen en vrouwen voor dezelfde koopsom hetzelfde pensioen moeten kunnen aankopen.

De vraag is of dit gerealiseerd kan worden bij doorbeleggen binnen de premieovereenkomst. Het is goed mogelijk te bepalen welk pensioen bij een verzekeraar zou kunnen worden aangekocht, en dit pensioen dan als periodieke "kasopname" te verwerken in de individuele pot met beleggingen. Er ontstaat dan geen onderscheid in pensioenuitkeringen. Indien er echter géén sprake is van een langlevensbonus, zal naar verwachting bij overlijden van een mannelijke pensioengerechtigde nog kapitaal over zijn. Voor een vrouwelijke pensioengerechtigde zal het kapitaal naar verwachting al voor haar overlijdensdatum op zijn. Wordt er wel een langlevensbonus toegekend op basis van gerealiseerde overlijdensresultaten, dan wordt deze tot nu toe voor mannen en vrouwen op gelijke wijze vastgesteld. In theorie zou ook binnen premieovereenkomsten een langlevensbonus vastgesteld kunnen worden voor mannen en vrouwen apart. Om een adequate bonus te kunnen berekenen, dienen de aantallen pensioengerechtigden wel voldoende groot te zijn. Deze procedure lijkt overigens in strijd met de aard van de PPI's, waar bewust is afgezien van het afdekken van biometrische risico's. Het is de vraag of het vaststellen van een aparte langlevensbonus voor mannen en vrouwen bij premieovereenkomsten in overeenstemming is met de gelijke behandelingswetgeving.

De huidige wetgeving is gebaseerd op het principe dat op de pensioendatum verplicht pensioen wordt aangekocht. De gelijke behandelingswetgeving sluit daarop aan, met het voorschrift dat het aan te kopen pensioen voor mannen en vrouwen gelijk dient te zijn. Indien de aankoopverplichting niet langer wordt opgelegd maar doorbeleggen

mogelijk wordt, dan hebben mannen en vrouwen voortaan de keuze: of een gelijk pensioen aankopen of met het gelijke kapitaal blijven beleggen en ten laste daarvan periodieke uitkeringen opnemen.

De keuzemogelijkheid kan mogelijk tot een vorm van selectie leiden, waarbij in theorie vrouwen eerder voor verzekeren zullen kiezen (zodat het langlevensrisico is afgedekt), terwijl mannen wellicht eerder voor doorbeleggen kiezen.

#### 8.4.4. Veiligheidsmaatregel

Indien voorkomen moet worden dat gepensioneerden op een gegeven moment door hun pensioenkapitaal heen zijn, dan zijn er twee oplossingen mogelijk. De eerste is dat er een uiterste leeftijdsgrens gesteld wordt, waarop met het belegde kapitaal een (vaste of variabele) annuïteit bij een verzekeraar wordt ingekocht. De in te kopen pensioenuitkering kan dan overigens aanzienlijk lager uitvallen dan het bedrag dat tot dat moment periodiek werd opgenomen. De tweede oplossing is dat jaarlijks door de pensioenuitvoerder wordt herberekend welk pensioen met het resterende pensioenkapitaal zou kunnen worden aangekocht bij een verzekeraar. Dit pensioen geldt dan als maximum op te nemen uitkering. De kosten van het langlevensrisico worden dan bestreden door een geleidelijk aan dalende uitkering. De uitkeringsduur wordt hierdoor verlengd, maar dat voorkomt niet dat het pensioenkapitaal op enig moment op kan zijn.

#### 8.5. Doorbeleggen en pensioenrisico

Keerzijde van het accepteren van beleggingsrisico tijdens de uitkeringsfase is dat in perioden met onvoldoende rendementen de pensioenuitkering zal worden verlaagd. Er zal nagedacht moeten worden over de vraag hoe groot de schommelingen, en dan met name de dalingen, in pensioenuitkeringen als gevolg van beleggingsresultaten mogen zijn. Bij het ontwerpen van het deel van de lifecycle na de pensioendatum zal aangesloten moeten worden bij de prudent person regel als vastgelegd in artikel 135 van de Pensioenwet.

Een alternatief voor het beperken van het pensioenrisico is dat de gepensioneerde deelnemer het recht krijgt om op enig moment zijn rendementafhankelijke pensioenaanspraak geheel of gedeeltelijk om te zetten in een vast pensioen. Een mogelijkheid is om op de pensioendatum het pensioenkapitaal voor de helft te gebruiken voor een vast pensioen en de andere helft voor een pensioen op basis van doorbeleggen. Uiteraard zijn allerlei tussenvarianten mogelijk. Pensioenuitvoerders zouden ook hiervoor een default kunnen aanbieden. Deelnemers kunnen de ruimte krijgen om hierbij zelf een eigen keuze te maken. Daarbij worden twee opmerkingen gemaakt.

### **Minimum vast pensioeninkomen**

Is het wenselijk dat het pensioeninkomen van een deelnemer tot een minimum bedrag verzekerd wordt als een vast pensioen? Hier strijden individueel en collectief belang om voorrang. Het is van maatschappelijk belang dat pensioengerechtigden niet snel een beroep hoeven te doen op het sociale verzekeringsstelsel. In Nederland kennen we al een minimum inkomen voor pensioengerechtigden, namelijk de AOW (hoewel niet iedereen voldoende verzekeringsjaren heeft voor een volledige AOW uitkering). Indien dit als onvoldoende zou worden beschouwd, ligt het meer voor de hand de AOW te verhogen.

Indien er voor gekozen wordt ook in de tweede pijler een minimum pensioen in te voeren, dan kan alleen het meerdere pensioen desgewenst rendementsafhankelijk zijn. Gevolg is dat alleen deelnemers met een wat hoger pensioen de kans krijgen op een beter rendement op hun pensioengeld. Dit zou eventueel ondervangen kunnen worden door niet een bedrag maar een percentage te hanteren als het minimaal in te kopen garantiepensioen.

### **Vanaf welk moment?**

Ook zal de vraag beantwoord moeten worden wanneer het vaste pensioen dan ingekocht zou moeten zijn. Is dit al op de pensioendatum? Daarmee zou opnieuw een hard aankoopmoment worden geïntroduceerd. Indien het op grond van marktomstandigheden verstandig is om het aankopen van een gedeeltelijk vast pensioen uit te stellen tot een later moment, dan zou dat mogelijk moeten zijn. Dit roept wel de vraag op hoe lang dit uitstel kan duren: de ervaring met de pensioenknip heeft geleerd dat hier een ruime periode voor genomen moet worden, bijvoorbeeld tot tien jaar na pensioendatum. Herstel van de economie kan immers lang op zich laten wachten. Langer uitstel heeft niet veel zin, gegeven de leeftijd van de gepensioneerde. Ingeval van doorbeleggen nemen de verliezen als gevolg van het langlevenrisico na tien jaar snel toe.

Deelnemers kunnen de behoefte hebben ook al voor de pensioendatum zekerheid te verkrijgen door vast pensioen in te kopen bij een verzekeraar. Of dat aantrekkelijk is, hangt af van de aankoopvoorwaarden. Maar daarbij geldt wel de opmerking dat jonge deelnemers daarmee veel beleggingspotentieel zullen opgeven. Op latere leeftijd zou dat eerder passend kunnen zijn.

## **8.6. Levenslang pensioen?**

De wet vereist dat met het pensioenkapitaal een levenslang ouderdomspensioen (al of niet in combinatie met een partnerpensioen) wordt aangekocht. Er is bij de marktpartijen geen eensluidende opvatting in hoeverre dit noodzakelijk is. Wel wordt in zijn algemeenheid erkend dat dit voor het grootste deel van de gepensioneerden een belangrijk element is, maar

daarmee is niet gezegd dat dit voor iedereen zou moeten gelden, noch dat dit voor elk pensioeninkomen zou moeten gelden. Het maatschappelijk belang is te voorkomen dat pensioengerechtigden op enig moment onvoldoende inkomen hebben om te voor zien in hun eigen levensbehoeften en afhankelijk worden van sociale uitkeringen. Anderzijds kan de eis voor een levenslang pensioen er ook toe leiden dat groepen gepensioneerden beperkt worden in hun consumptieve uitgaven in de periode dat zij daar wel behoefte aan hebben. Het resultaat daarvan is dat de pensioenbesparingen uit het verleden opgepot blijven, pas op latere leeftijd pensioeninkomen genereren en dan niet meer leiden tot consumptieve bestedingen maar tot nieuwe besparingen. De vraag is dan of de pensioenvoorziening met het stijgen van de leeftijd voor een deel van de gepensioneerden niet meer gaat lijken op een voorziening voor vermogensvorming.

Het garanderen van een levenslange uitkering heeft een prijs, en gezien de onzekerheden rondom de toekomstige ontwikkeling van de verwachte levensduur is die prijs hoog. Door niet voor elk pensioenniveau de eis van levenslange uitkering op te leggen, kunnen deze garantiekosten - voor wie dat wil - deels worden vermeden. Dat betekent bovendien dat het pensioeninkomen beter op de individuele behoeften kan worden toegesneden, waarbij pensioeninkomen eerder wordt genoten en de overheid de bijbehorende inkomstenbelasting eerder zal ontvangen. Tegelijkertijd roept het de vraag op welk deel van het pensioen dan wèl levenslang gegarandeerd zou moeten worden, of tot welk niveau? En is het dan gewenst een minimum uitkeringsperiode voor het niet-levenslange pensioen in te voeren? Kan het tijdelijke pensioen ook in één keer uitbetaald worden? Of is dat alleen mogelijk ten behoeve van specifieke doelen, zoals bijzondere ziekte- of verzorgingskosten of aflossing van een hypothecaire lening?

Afkoop lijkt in tegenspraak te zijn met de eerdere constatering dat doorbeleggen na de pensioendatum noodzakelijk is ter verbetering van de rendementen en daarmee van de pensioenuitkeringen. Indien het gaat om aflossing van een hypothecaire schuld, kan dat echter anders worden beoordeeld. Tegenover het verlies aan rendement op de pensioenbesparingen staat de bespaarde rente op de lening. Bovendien vermindert men daarmee het renterisico dat ontstaat uit het verschil in rendement op de pensioenbeleggingen en de verschuldigde rente op de hypothecaire lening. Ietswat gechargeerd kan gesteld worden dat pensioengerechtigden nu met geleend geld (de hypotheek) aan het (pensioen)beleggen zijn.

Afkoop toestaan kan ook het gevaar van selectie in zich bergen. Pensioengerechtigden die verwachten een kortere levensduur dan gemiddeld te hebben, zullen eerder geneigd zijn tot (gedeeltelijke) afkoop van het pensioen. Dat leidt uiteindelijk tot stijgende tarieven voor pensioenaankoop.

### 8.7. Banksparen

In 2012 zijn er Kamervragen gesteld over de in de derde pijler opgenomen mogelijkheid van banksparen ook te gebruiken voor pensioenuitvoering. In december 2013 is naar aanleiding van de evaluatie van de pensioenknip een motie van de VVD aangenomen waarbij de regering werd gevraagd mogelijkheden te bekijken om bij de aankoop van het pensioen meer flexibiliteit in te bouwen, bijvoorbeeld door meerdere aankoopmomenten of het gebruik van banksparen.

Het fiscale lijfrenteregime voor de derde pijler maakt het mogelijk dat een tot uitkering komend lijfrentekapitaal bij een bank wordt gestort op een specifieke bankrekening. Ten laste van die bankrekening wordt dan gedurende 20 jaar een uitkering gedaan aan de lijfrentenier. Na 20 jaar is het kapitaal inclusief behaalde rendementen volledig uitgekeerd. De uitkering is onafhankelijk van het in leven zijn van de lijfrentenier. Indien deze binnen de 20-jaarstermijn overlijdt, gaat de uitkering naar de partner en/of erfgenamen.

Het is banken niet toegestaan producten voor gebruik in de tweede pijler aan te bieden. Door het ontbreken van biometrisch risico, zouden bancaire producten als “pensioensparen” en “pensioenbeleggen” (naar analogie met lijfrentesparen en lijfrentebeleggen) wel door PPI’s kunnen worden uitgevoerd.

Ten opzichte van het huidige fiscale regime voor pensioenregelingen zijn er dus twee duidelijke verschillen:

- De eis van een levenslange uitkering is vervangen door een minimale uitkeringsduur van 20 jaar.
- De kring van begunstigen is niet beperkt tot de gepensioneerde, diens partner en eventuele pensioengerechtigde kinderen.

Zolang de eis van een levenslange pensioenuitkering is opgenomen in de pensioenwetgeving, zou een bankspaarproduct altijd gecombineerd moeten worden met een levensverzekering in de vorm van een kapitaalsuitkering na 20 jaar, waarmee de rest van het pensioen aangekocht kan worden, dan wel een 20 jaar uitgestelde vaste of variabele annuïteit. Beide vormen hebben hun eigen voor- en nadelen. Wel is duidelijk dat dit ten koste gaat van het kapitaal dat voor de bancaire annuïteit gebruikt kan worden.

Omdat de bancaire annuïteit altijd volledig wordt uitgekeerd en er dus geen sprake is van “overlijdenswinst” voor de pensioenuitvoerder, zal de periodieke uitkering lager zijn dan bij een verzekeraar. Kortweg, tegenover de kans op “winst” bij kortleven staat het verlies bij langlevens. Gratis geld kan ook hier niet gevonden worden.

### Voorbeeld

*Een deelnemer van 67 jaar heeft een pensioenkapitaal van € 100.000. Indien hij dit aanwendt bij een verzekeraar zou hij daarvoor een vast levenslang ouderdomspensioen kunnen kopen van € 6.700 per jaar. Koopt hij tegen dezelfde rekenrente (in dit geval 3%) een bankspaarproduct in de vorm van een vaste annuïteit met een duur van 20 jaar aan, in combinatie met een 20 jaar uitgesteld pensioen bij een verzekeraar, dan ontvangt hij € 5.900 per jaar. De eerste 20 jaar wordt dit uitgekeerd door de bank, en daarna door de verzekeraar.*

Bij gelijke veronderstellingen zal de uitkering bij de bankvariant altijd lager zijn, omdat daar altijd 20 jaar uitgekeerd wordt, ook als de betrokken gepensioneerde binnen die 20 jaar overlijdt.

Naarmate een groep verzekerden kleiner wordt, neemt het risico van toevallige uitkomsten snel toe. Voor verzekeraars is het verzekeren van uitgestelde lijfrentes die pas ingaan op leeftijd 87 daarom mogelijk een onaantrekkelijk risico, met bijbehorende prijs. Hoe dan ook zullen zowel bij de bank als bij de verzekeraar afstemmingskosten, uitvoeringskosten en communicatiekosten verschuldigd zijn, hetgeen een verlagend effect op de pensioenuitkering zal hebben.

Ten slotte kan geconstateerd worden dat er voor de consument nauwelijks verschil is tussen de bankspaarvariant ten opzichte van het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst.

### 8.8. Implementatie

In de implementatiefase zal er een groot aantal deelnemers aan premieovereenkomsten zijn voor wie het beleggingsrisico conform de huidige lifecycles al geheel of gedeeltelijk is afgebouwd. Deze deelnemers kan niettemin de keuze worden gegeven om opnieuw beleggingsrisico te accepteren door over te stappen op lifecycles met een verlengde beleggingshorizon.

### 8.9. Slotopmerking

De vraag naar de wenselijkheid en de noodzaak van een levenslang pensioen is van belang voor de optimalisering en inrichting van pensioenproducten na de pensioendatum, maar gaat veel verder dan alleen de beschikbare premiereregelingen. Bij uitkeringsovereenkomsten kunnen deze vragen ook gesteld worden.

Daarmee raakt dit aan de komende brede maatschappelijke discussie over het pensioenstelsel. De politiek zal uiteindelijk een antwoord op de vragen moeten formuleren. In het kader van de optimalisering van de overgang van

Pagina 42 van 72

opbouwfase naar uitkeringsfase, wordt daarom vooralsnog uitgegaan van levenslange uitkeringen.



## 9. Pensioencommunicatie

Bij het optimaliseren van de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase dient extra aandacht gegeven te worden aan het managen van het pensioenrisico en de pensioenverwachtingen bij de deelnemer. Pensioenuitvoerders zouden op hun webportals rekentools beschikbaar kunnen stellen waarmee zij:

- de deelnemers gelegenheid geven hun pensioendoel te formuleren;
- laten zien wat het verwachte pensioen zal zijn volgens de geldende pensioenregeling en het verwachte rendement volgens de gekozen lifecycle (resp. beleggingsprofiel);
- voorrekenen welke eventuele extra pensioenpremies nodig zijn, dan wel hoelang moet worden doorgewerkt na de in de pensioenregeling opgenomen pensioenrichtdatum om het pensioendoel te bereiken;
- de aldus verkregen informatie jaarlijks updaten en de deelnemer daarover actief informeren.

Daarnaast moet ook informatie beschikbaar zijn over het pensioenproduct zelf, zoals de werking daarvan en het kostenniveau. Pensioenuitvoerders moeten er voor zorgen dat deze informatie voor deelnemers begrijpelijk is.

Op deze wijze is een deelnemer veel nauwer betrokken bij pensioenopbouw, kan hij de pensioenbedragen plaatsen in het perspectief van zijn eigen pensioendoel en krijgt hij relevante informatie over de mogelijke eigen inbreng om zijn pensioendoel te realiseren. Daarmee zal het pensioenbewustzijn van deelnemers kunnen worden verhoogd.

In het kader van doorbeleggen zal een deelnemer aan de premieovereenkomst zich bewust moeten zijn dat daar een ander risicoprofiel bij hoort, zowel vóór als ná de pensioendatum. De deelnemer zal uitleg moeten kunnen krijgen over het risico dat genomen wordt, hoe dat in de praktijk werkt en wat dat betekent voor het pensioeninkomen. Dat dient al te beginnen bij de aanvang van de deelname, maar er zal rekening mee gehouden moeten worden dat de inzichten en omstandigheden veranderen in de tijd. Gedurende de opbouwfase zal dus gelegenheid moeten zijn om de investeringsbeslissingen te heroverwegen en het pensioendoel aan te passen.

De pensioenuitvoerders zijn van mening dat dit tot hun normale bedrijfsactiviteiten hoort. Uiteraard zal de informatie aangepast moeten worden aan eventuele nieuwe pensioenproducten, bijvoorbeeld producten gericht op doorbeleggen, maar gezien de snelle ontwikkelingen op het terrein van digitale informatieverstrekking en de

daarvoor ontwikkelde en nog te ontwikkelen tools, verwacht men aan de informatiebehoeften te kunnen voldoen.

Waar een deelnemer op enig moment voor een specifieke pensioenoplossing zal moeten kiezen, zal hij een beroep moeten doen op een financieel adviseur, die voldoet aan de in de Wet op het financieel toezicht (Wft) gestelde eisen. De pensioenuitvoerders zelf zijn huiverig om die adviesrol op zich te nemen, omdat zij in zijn algemeenheid vinden dat dit niet in overeenstemming is met de Wft.

**10. Kwantitatieve toetsing van doorbeleggen**

Op grond van de hiervoor gegeven analyse en het rondetafelgesprek met marktpartijen is voor een tweetal hoofdvarianten doorgerekend welke pensioenresultaten daarmee behaald zouden kunnen worden, en welke aanvullende risico's daarmee gepaard gaan. De kwantitatieve toetsing is uitdrukkelijk niet bedoeld om resultaten in absolute termen te geven, maar uitsluitend om de relatieve kracht van de verschillende modellen te laten zien.

**10.1. Invloed model keuze**

Bij het interpreteren van de hierna volgende pensioenresultaten, dient men zich te realiseren dat de uitkomsten bepaald worden door de onderliggende economische scenario's. In overleg met De Nederlandsche Bank is er voor gekozen om gebruik te maken van het door de Commissie Parameters voor de haalbaarheidstoets geadviseerde KNW-model, de door Kojien, Nijman & Werker ontwikkelde generator van economische scenario's (zie Bijlage 1).

In Bijlage 2 is in Figuur 13 de renteontwikkeling weergegeven die uit het KNW-model volgt. De 1.000 economische scenario's laten in de mediaan een voortdurende rentestijging zien in de eerstkomende 30 jaar, daarna 30 jaar met een geringe verdere stijging en na 60 jaar voor het eerst een rentedaling. Dit betekent voor de resultaten bij de kwantitatieve toetsing dat gedurende lange tijd naar verwachting koersverlies op de vastrentende portefeuille behaald wordt. De rendementen op zakelijke waarden worden in het model vastgesteld door middel van een risicopremie op de rente. Hierdoor vertonen de rendementen op zakelijke waarden gedurende een lange periode een stijgende tendens.

Deze kenmerken van het model zijn naar onze mening geen beletsel voor de onderlinge vergelijking van de diverse varianten die voor de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase door marktpartijen zijn voorgesteld. Het gaat niet om absolute uitkomsten maar om de relatieve resultaten van de varianten onderling.

**10.2. Keuze maatmens**

De toetsing is gedaan op basis van een maatmens die op 25-jarige leeftijd gaat deelnemen aan een premieovereenkomst op basis van beleggingen. Uiteraard zullen er ook deelnemers op latere leeftijd instromen. Deze zullen veelal daarvoor bij een andere werkgever in een pensioenregeling hebben deelgenomen en daar premievrij pensioen hebben opgebouwd. Voor hun totale verwachte pensioeninkomen is dat van belang, maar niet voor de vraag of de premieovereenkomst met of zonder doorbeleggen de voorkeur zou moeten hebben.

### 10.3. Keuze salarisniveau

Het salarisniveau is in principe niet van belang omdat het gaat om een onderlinge vergelijking tussen beleggingsmodellen. Mogelijk is het inkomen wel van belang bij de vraag welk risico een deelnemer kan dragen: is het pensioen volledig onderdeel van het noodzakelijke basisinkomen of bestaat een deel uit vrije bestedingsruimte? In dat laatste geval is wellicht meer beleggingsvrijheid respectievelijk opname vrijheid mogelijk. In dit rapport wordt daar niet verder op ingegaan.

### 10.4. Voorgestelde varianten

De kwantitatieve toetsing is uitgevoerd voor het huidige stelsel en een tweetal hoofdvarianten, dat in het overleg met marktpartijen naar voren is gekomen, te weten doorbeleggen binnen de premieovereenkomst, en de variabele annuïteit.

#### Huidige stelsel met verlengde beleggingshorizon

Voor het huidige stelsel laten we eerst de resultaten zien bij ongewijzigd beleid, vervolgens bij het verlengen van de beleggingshorizon met 5 jaar en ten slotte de resultaten bij het verlengen van de beleggingshorizon met tien jaar. In al deze drie varianten wordt op de pensioendatum het kapitaal aangewend voor aankoop van een levenslang vast pensioen.

#### Doorbeleggen binnen de premieovereenkomst

Hierbij gaan we uit van een met tien jaar verlengde beleggingshorizon. Binnen de hoofdvariant doorbeleggen onderscheiden we een tweetal subvarianten, namelijk doorbeleggen met en zonder toevoeging van een langlevens bonus.

#### Aankoop op pensioendatum van een variabele annuïteit

Ook hier gaan we uit van de met tien jaar verlengde beleggingshorizon. Bij de variabele annuïteit onderscheiden we ook twee subvarianten, namelijk volledige aankoop van een variabele annuïteit respectievelijk een combinatie van 50% variabele annuïteit en 50% vaste annuïteit.

In totaal zijn derhalve zeven uitvoeringsmogelijkheden doorgerekend. Voor elk van de 1.000 economische scenario's is het pensioenkapitaal op de pensioendatum berekend. Vervolgens is voor dat kapitaal het aan te kopen pensioen berekend, op basis van de verwachte rentetermijnstructuur op de pensioendatum en de dan geldende overlevingskansen volgens de overlevingstafel AG 2012-2062. Deze berekeningen zijn gemaakt voor elk van de hierboven omschreven varianten.

Uitkomsten in euro's zijn echter moeilijk te interpreteren. Hoge pensioenbedragen kunnen veroorzaakt zijn door goede beleggingsresultaten, maar ook door hoge inflatie tijdens de opbouwfase. Een beter beeld wordt verkregen indien de pensioenen uitgedrukt worden in een percentage van de

laatste pensioengrondslag, omdat daarmee een maat voor de koopkracht van het pensioen wordt verkregen. Deze methode is gehanteerd voor de verwachte pensioenuitkomsten volgens het basismodel, het huidige stelsel.

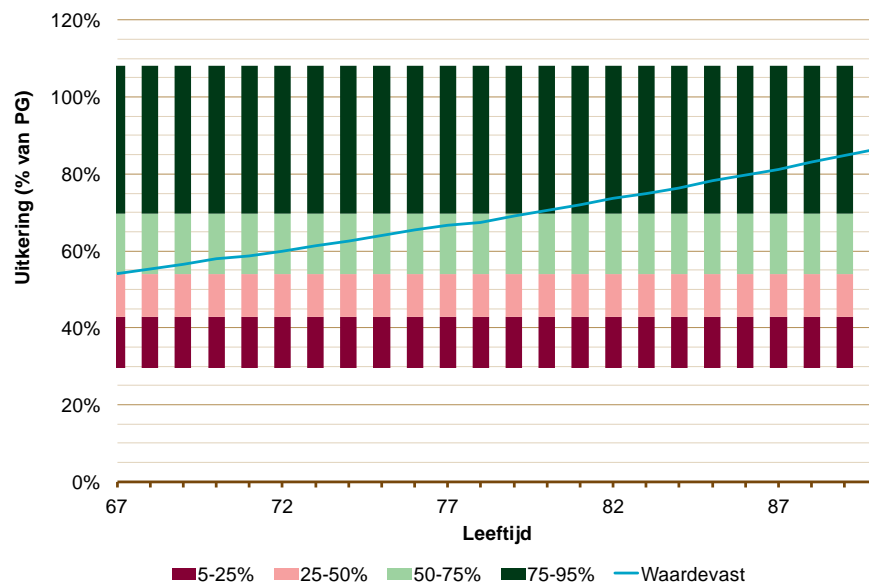
Voor de alternatieve modellen zijn de verwachte pensioenuitkomsten steeds per scenario vergeleken met de verwachte pensioenuitkomst volgens het huidige stelsel en is het nieuwe pensioen uitgedrukt in een percentage van het huidige pensioen. Op die manier kan snel inzicht worden gegeven of een alternatief stelsel tot betere resultaten leidt dan het huidige stelsel.

Op voorhand merken wij nogmaals op dat ook dit (mediane) niveau per variant afhankelijk is van de gehanteerde veronderstellingen, en dat de uitkomsten vooral in relatie tot elkaar bezien dienen te worden.

### 10.5. Huidige stelsel

Volgens het huidige stelsel wordt het beleggingsrisico afgebouwd tot aan de pensioendatum, waarna met het opgebouwde pensioenkapitaal een levenslang uit te keren nominaal gelijkblijvend pensioen wordt aangekocht. In Figuur 3 is de spreiding weergegeven van de pensioenresultaten op de pensioendatum op basis van de gehanteerde scenario'set.

**Figuur 3. Spreiding pensioenresultaten op basis van gehanteerde scenario's**



Te zien is dat er

- 5% kans bestaat op een ouderdomspensioen van minder dan 30% van de pensioengrondslag,

- 20% kans op een pensioen tussen de 30% en 43% van de pensioengrondslag (5-25% percentiel),
- 25% kans op een pensioen tussen de 43% en 54% van de pensioengrondslag (25-50% percentiel),
- 25% kans op een pensioen tussen de 54% en 70% van de pensioengrondslag, (50-75% percentiel),
- 20% kans op een pensioen tussen de 70% en 108% van de pensioengrondslag (75-95% percentiel) en
- 5% kans op een pensioen van meer dan 108% van de pensioengrondslag.

Bij het huidige stelsel ligt de verwachtingswaarde<sup>5</sup> van het aan te kopen ouderdomspensioen op 54%<sup>6</sup> van de laatste pensioengrondslag. Voor de goede orde wordt opgemerkt dat dit het pensioen uit de tweede pijler is, dus exclusief de AOW uitkering. Daarom is het resultaat ook uitgedrukt als percentage van de pensioengrondslag en niet als percentage van het salaris.

Het ouderdomspensioen wordt bij het huidige stelsel op de pensioendatum vastgesteld en wijzigt daarna niet meer. Daarom zijn de pensioenresultaten na de pensioendatum voor elke leeftijd hetzelfde.

In Figuur 3 is eveneens de verwachtingswaarde aangegeven voor het ouderdomspensioen, indien dit na pensioeningang waardevast zou kunnen worden gehouden. Deze start ook op 54% van de pensioengrondslag.

#### **10.6. Resultaten bij vertraagde afbouw van de beleggingsrisico's**

Voor deze varianten is de lifecycle aangepast, waarbij de beleggingshorizon met vijf of tien jaar is verlengd. Dat betekent dat de fase waarin de beleggingsrisico's worden afgebouwd met vijf of tien jaar is uitgesteld. Het tempo van de risicoafbouw verandert niet. Hierdoor zal op de pensioendatum de afbouwfase nog niet zijn voltooid, waardoor de deelnemer bij pensionering nog beleggingsrisico loopt op basis van de nog aanwezige beleggingen in zakelijke waarden en ook nog renterisico vanwege de nog niet voltooide duration matching. Op de pensioendatum wordt het pensioenkapitaal in een keer aangewend voor aankoop van een vast ouderdomspensioen. Dat betekent

---

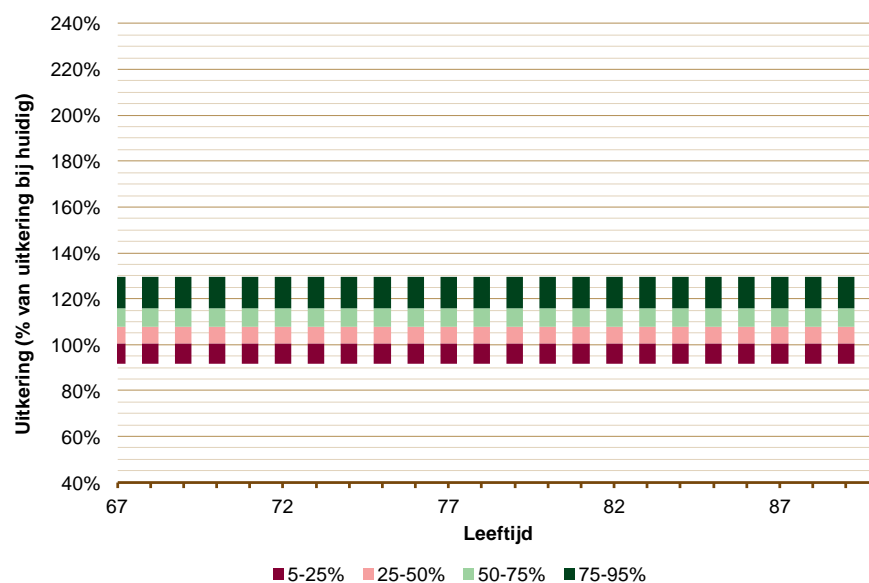
<sup>5</sup> Waar in dit rapport de term "verwachtingswaarde" wordt gehanteerd, wordt daarmee de mediaan bedoeld. Hierbij is er 50% kans dat het resultaat lager uitkomt en 50% kans dat het resultaat hoger uitkomt.

<sup>6</sup> In het gehanteerde beleggingsmodel zijn géén beleggingskosten opgenomen. Het hier getoonde pensioenresultaat is alléén geschikt voor vergelijking met de pensioenen uit de variabele annuïteit of het doorbeleggen.

dat ook hier de resultaten na de pensioendatum geen verandering meer ondergaan.

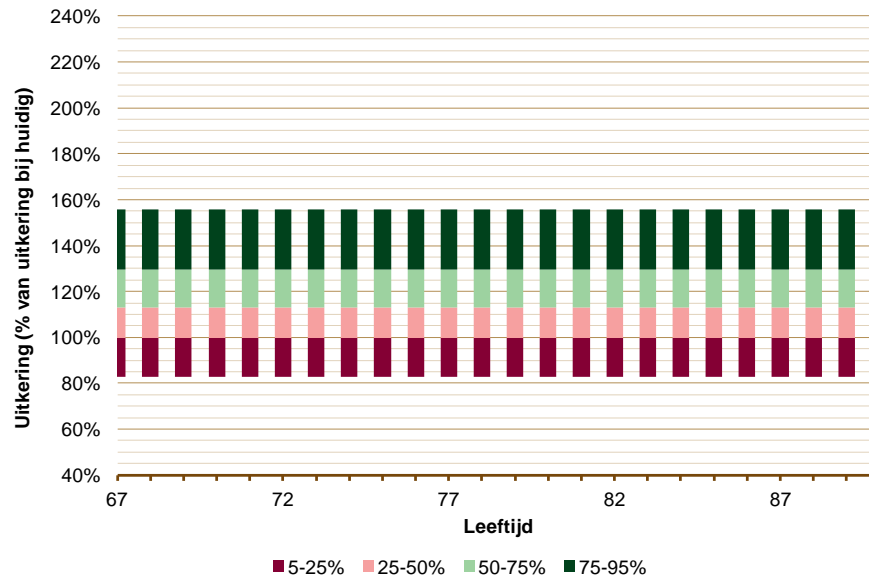
In Figuur 4 is voor de variant waarin de beleggingshorizon met vijf jaar is verlengd, het te verwachten ouderdomspensioen vergeleken met het ouderdomspensioen volgens het huidige stelsel. Het 100% niveau geeft aan dat het te bereiken ouderdomspensioen gelijk is aan het pensioen volgens het huidige stelsel.

**Figuur 4. “Verlengen beleggingshorizon met 5 jaar” versus huidige stelsel**



De verwachtingswaarde van het aan te kopen pensioen komt uit op 108% van het ouderdomspensioen volgens het huidige stelsel (de bovengrens van de 25-50% percentielen). In 5% van de scenario's wordt het pensioen lager dan 92% van het huidige pensioen (alles onder de 5-25% percentielen). In 20% van de scenario's komt het pensioen uit tussen de 92% en 100% van het huidige pensioen. In 75% van de scenario's komt het ouderdomspensioen hoger uit dan het pensioen volgens het huidige stelsel (alles boven de 5-25% percentielen). 5% van de scenario's laat een resultaat zien dat hoger is dan 130% van het huidige pensioen.

**Figuur 5. “Verlengen beleggingshorizon met 10 jaar” versus huidige stelsel**



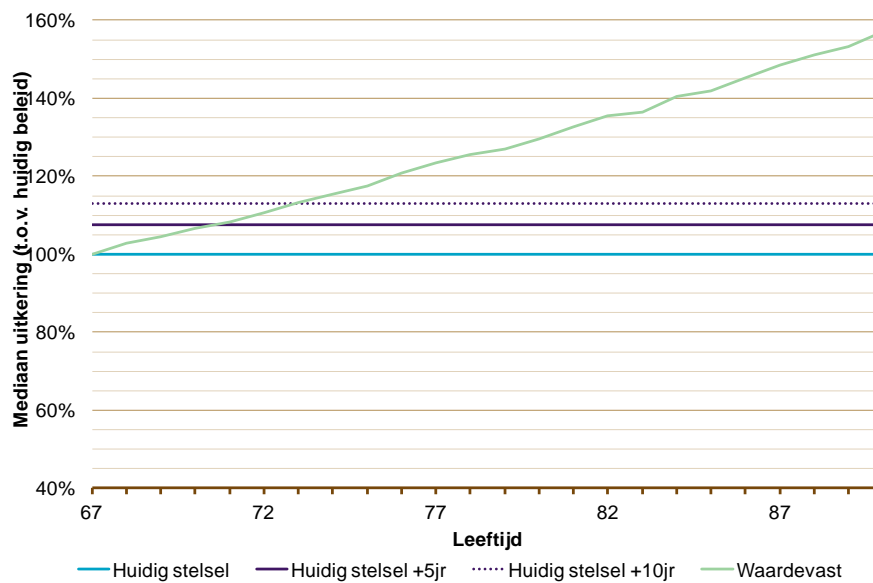
Vergelijkbare resultaten worden verkregen indien wordt uitgegaan van een met tien jaar verlengde beleggingshorizon. Zie Figuur 10. In de meeste scenario's verbeteren de pensioenresultaten dan verder.

De verwachtingswaarde van het op de pensioendatum aan te kopen pensioen komt uit op 113% van het huidige ouderdomspensioen. Het risico aan de onderkant wordt wel wat groter: 5% van de scenario's resulteert nu in een pensioen dat lager is dan 83% van het pensioen in het huidige stelsel. Hier staat tegenover dat de resultaten aan de bovenkant verder verbeterd zijn. De 5% beste scenario's laten nu een pensioenresultaat zien van meer dan 155% van het huidige pensioen. Bij de ontwikkeling van de nieuwe lifecycles zouden marktpartijen aandacht kunnen besteden aan de afdekking van het neerwaarts risico ten koste van een deel van het opwaarts potentieel.

In Figuur 6 is zijn de mediane resultaten volgens het huidige stelsel en de beide varianten met een verlengde beleggingshorizon weergegeven, alsmede de mediaan van een waardevast pensioen, indien deze start op het niveau van het pensioen volgens het huidige stelsel.



**Figuur 6. Verwachte pensioenuitkeringen na verlenging beleggingshorizon**



Aanpassing van de lifecycle gericht op een met vijf respectievelijk tien jaar verlengde beleggingshorizon geeft op de pensioendatum naar verwachting al een verbetering van het pensioenresultaat met 8% respectievelijk 13% ten opzichte van het huidig stelsel. Hiermee kan een deel van het koopkrachtverlies na pensioeningang worden opgevangen. Het valt echter te betwijfelen of dit ook zo wordt ervaren. Gepensioneerden zullen uitgaan van hun daadwerkelijke pensioeninkomen op de pensioendatum en het koopkrachtverlies vanaf die datum daaraan afmeten.

### 10.7. Resultaten bij doorbeleggen binnen de premieovereenkomst

In deze paragraaf laten we de resultaten zien indien op de pensioendatum nog niet wordt overgegaan op het aankopen van vast pensioen, zoals in de vorige paragraaf, maar in plaats daarvan wordt doorgedaan met beleggen in het kader van de premieovereenkomst. Hierbij is uitgegaan van de beleggingsmix waarbij de afbouw van het beleggingsrisico tien jaar is uitgesteld. Op leeftijd 77 is deze afbouw dan compleet en resteert een beleggingsportefeuille die bestaat uit een combinatie van staatsleningen, waarbij het renterisico zo goed mogelijk is afgedekt.

Uiteraard wordt vanaf de pensioendatum dan wel pensioen uitgekeerd door de pensioenuitvoerder. Deze uitkeringen komen ten laste van het belegde pensioenkapitaal. Dat betekent dat enerzijds beleggingen worden verkocht ten behoeve van de uitkeringen, en dat anderzijds het pensioenvermogen blijft groeien met de beleggingsresultaten.

### Langleven bonus

In eerste instantie wordt er van uit gegaan dat het pensioenvermogen toekomt aan de gepensioneerde, diens partner, kinderen of erfgenamen. Met andere woorden, het gerealiseerde resultaat als gevolg van overlijden van gepensioneerden komt niet beschikbaar bij de pensioenuitvoerder, zodat deze ook geen langlevenpremie ("langlevenbonus") kan toevoegen aan het belegd vermogen van de andere gepensioneerden.

### Pensioenuitkering

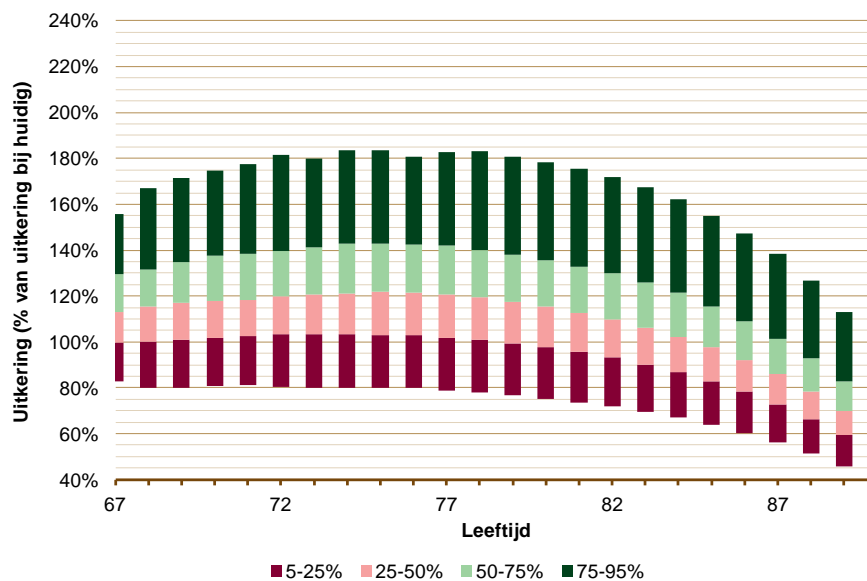
De pensioenuitkering die jaarlijks onttrokken wordt aan de uitkeringen wordt telkens aan het begin van het jaar vastgesteld op het ouderdomspensioen dat op dat moment met het aanwezige pensioenkapitaal als vast pensioen bij een verzekeraar zou kunnen worden aangekocht.

Op deze wijze wordt meer zekerheid gekregen dat het pensioen gedurende langere tijd kan worden uitgekeerd.

Niettemin bestaat het risico dat de pensioenuitkering in de loop der jaren gaat dalen. Dit komt doordat beleggingsrisico's worden gelopen. Bij slechte beleggingsresultaten zal het volgende jaar de pensioenuitkering naar beneden moeten worden bijgesteld.

Op den duur gaat ook het langleven risico een grote rol spelen. Het te behalen rendement zal na verloop van tijd niet meer voldoende groot zijn om het langlevenrisico te financieren en dat betekent dat de pensioenuitkering zal dalen.

**Figuur 7. Doorbeleggen (10 jaar) versus huidige stelsel, exclusief langlevenbonus**



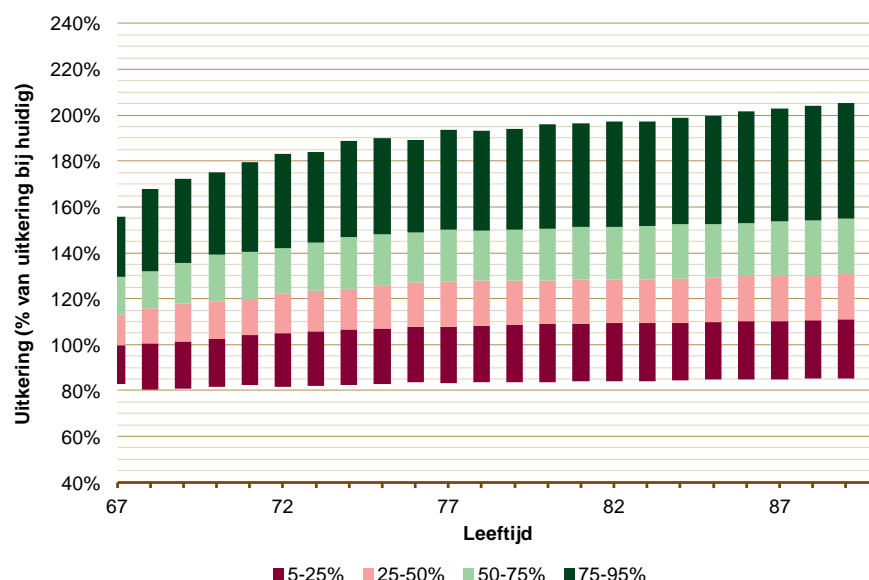
Omdat uitgegaan is van een met tien jaar verlengde beleggingshorizon is het verwachte pensioen bij aanvang gelijk aan het pensioen volgens de overeenkomstige variant uit de voorgaande paragraaf. Nu wordt echter ook na pensioeningang beleggingsrisico gelopen, hetgeen te zien is aan de veranderingen in pensioenverwachtingen gedurende de uitkeringsfase.

Het neerwaarts risico in de eerste tien jaar na pensioeningang is vergelijkbaar met Figuur 5, waar de resultaten van een tien jaar verlengde beleggingshorizon getoond waren. In beide figuren is te zien dat in 5% van de scenario's een pensioenresultaat lager dan circa 80% van het huidige stelsel resulteert. Het opwaarts potentieel is wel groter (in 5% van de scenario's is het pensioen de eerste 10 jaar gemiddeld meer dan circa 175% van het huidige pensioen), doordat ook doorbelegd wordt na pensioendatum.

Duidelijk is te zien dat bij hoge leeftijden de uitkeringen gaan dalen als gevolg van het langlevensrisico. Dit betekent dat tegenover het "voordeel" dat bij relatief snel overlijden het pensioenkapitaal behouden blijft voor partner, kinderen en erfgenamen, het nadeel staat dat uiteindelijk de pensioenuitkering zal dalen en met minder pensioeninkomen genoeg zal moeten worden genomen. Daarbij dient te worden bedacht dat het pensioen vergeleken is met het huidige nominale ouderdomspensioen op leeftijd 67. In reële termen zal de daling van het pensioeninkomen dus sterker zijn.

Indien pensioengerechtigden accepteren dat na overlijden het resterende pensioenkapitaal "verloren" gaat, kan de pensioenuitvoerder wel jaarlijks een langlevensbonus aan het pensioenkapitaal toevoegen. Dat geeft een resultaat zoals getoond in Figuur 8.

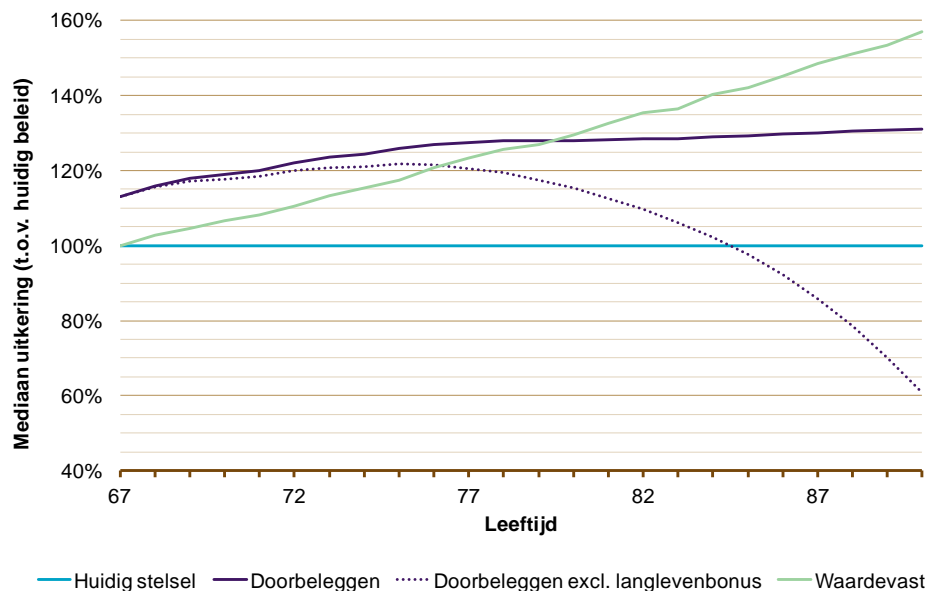
**Figuur 8. Doorbeleggen (10 jaar) versus huidige stelsel, inclusief langlevensbonus**



Duidelijk is te zien dat het resultaat op hogere leeftijd hierdoor aanzienlijk verbetert. Hier past wel de opmerking bij dat dit mede afhangt van de feitelijke sterfteresultaten bij de pensioenuitvoerder onder de gepensioneerden die doorbeleggen onder de premieovereenkomst. Bij onvoldoende grote aantallen, kan het effect op de pensioenuitkomsten zeer grillig zijn.

Figuur 9 toont de verwachtingwaardes van deze twee doorbeleggingsvarianten. Ter illustratie is ook de verwachtingswaarde voor het pensioen volgens het huidige beleid aangegeven en de mediaan indien dat pensioen waardevast gehouden zou worden. Hieruit blijkt dat beide varianten voor doorbeleggen een duidelijke verbetering ten opzichte van het huidige pensioenresultaat laten zien.

**Figuur 9. Verwachte pensioenuitkeringen bij doorbeleggen na pensioendatum**



Niettemin zal een pensioengerechtigde die kiest voor doorbeleggen zonder recht op langlevensbonus zich bewust moeten zijn dat de kans groot is dat het aanvullend pensioen na een jaar of tien gaat dalen en na circa 17 jaar onder het niveau volgens het huidige stelsel komt.

#### 10.8. Resultaten indien een variabele lijfrente wordt aangekocht

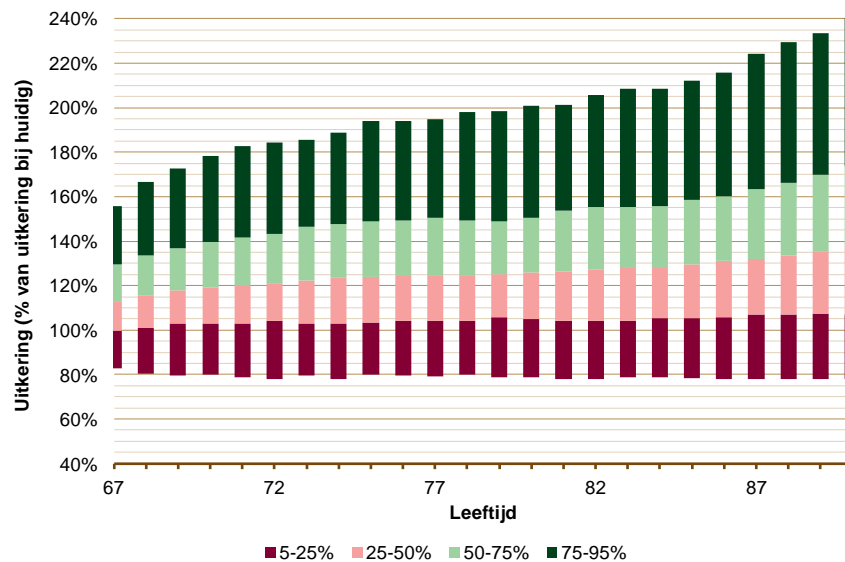
Op de pensioendatum kan in plaats van doorbeleggen binnen de premieovereenkomst ook gekozen worden voor aankoop van een variabele annuïteit bij een verzekeraar. In dat geval garandeert de verzekeraar de levenslange uitkering van de variabele annuïteit. De uitkering in beleggingsunits staat vast, de tegenwaarde in euro's verandert op basis van de koerswaarde van de beleggingsunits.

Zoals in hoofdstuk 6.3 is aangegeven hangt het aantal units af van de door de verzekeraar gekozen rekenrente bij het berekenen van de variabele annuïteit. Voor dit rapport is gekozen voor een rekenrente op pensioendatum gelijk aan de alsdan geldende rentetermijnstructuur. Op die manier blijven de uitkomsten van de diverse varianten onderling vergelijkbaar en worden deze niet beïnvloed door arbitraire keuzes ten aanzien van de actuariële grondslagen. Indien variabele annuïteiten ook voor pensioenregelingen mogelijk worden, dan zullen er in de praktijk waarschijnlijk wel aanbiedingen komen op basis van verschillende uitgangspunten. Het is dan belangrijk dat de deelnemer die een keuze wil maken voor de ene of de andere variant of aanbieder, goed weet wat de aangeboden producten inhouden en waarin zij onderling verschillen.

Voor de rendementsontwikkeling van de variabele annuïteiten is steeds uitgegaan van dezelfde beleggingsmix als ook voor het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst is gehanteerd. Uitgangspunt is ook nu geweest de tien jaar verschoven lifecycle.

In Figuur 10 worden de resultaten getoond. De variabele annuïteit heeft een vrijwel gelijk risico aan de onderkant, maar een groter potentieel aan de bovenkant, ten opzichte van de variant met doorbeleggen.

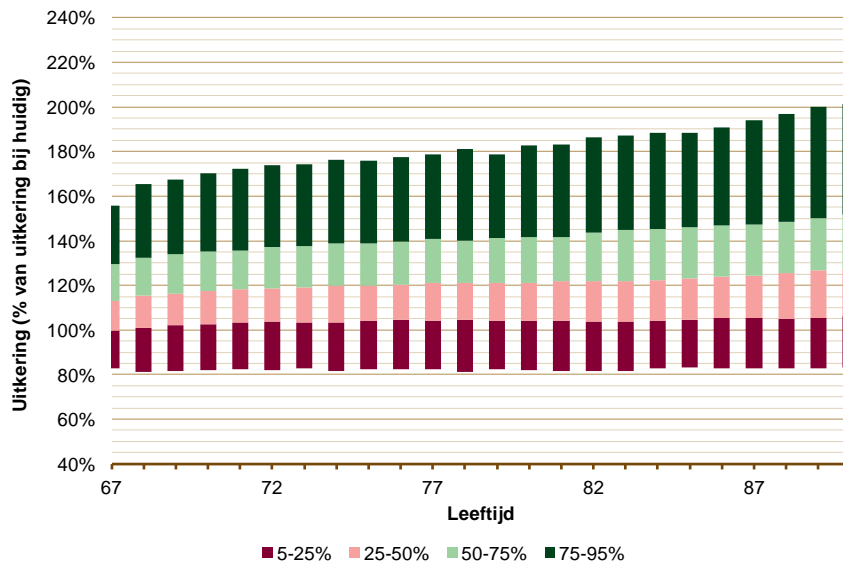
**Figuur 10. Variabele annuïteit versus huidige stelsel, bij 10 jaar doorbeleggen**



Om te zien of het risicoprofiel voor de gepensioneerde kan worden verbeterd zonder al te veel risicobudget in te leveren, is ook een variant doorgerekend waarbij het pensioenkapitaal voor de helft wordt aangewend voor aankoop van een vaste annuïteit en voor de helft voor aankoop van een variabele annuïteit. Naar verwachting zal dit tot een wat stabielere inkomen leiden en bovendien aan de onderkant de uitkomsten aanmerkelijk verbeteren, doordat ook in de

slechtste scenario's de pensioenuitkering niet onder het niveau van de vaste annuïteit kan zakken.

**Figuur 11. 50% variabele en 50% vaste annuïteit versus huidige stelsel**



Bij de variabele annuïteit zakken de 5% slechtste resultaten op den duur onder de circa 80% van het huidige pensioen. Bij de combinatie van vaste en variabele annuïteiten (Figuur 11) zien we dat deze grens verhoogd wordt tot circa 83%. Tegelijkertijd is het opwaarts potentieel bij de gecombineerde annuïteiten minder, omdat een deel van het risicobudget is ingeleverd ten gunste van de uitkeringsgarantie in de vaste annuïteit. Zoals eerder opgemerkt is, kunnen uitvoerders bij het creëren van de lifecycles ook rekening houden met (gedeeltelijke) afdekking van neerwaarts potentieel, hetgeen gefinancierd kan worden door het (deels) inleveren van opwaarts potentieel.

### 10.9. Samenvattend

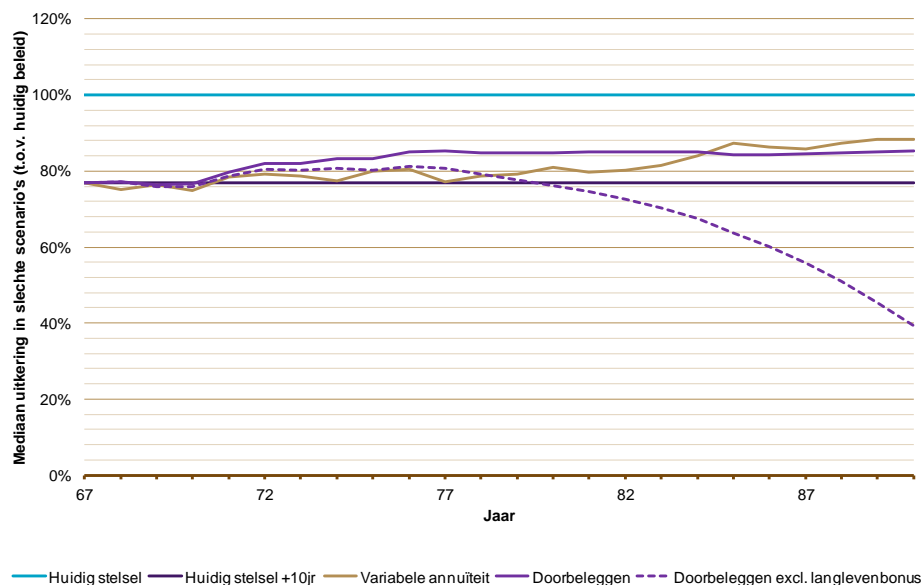
Of met doorbeleggen of aankoop van een variabele lijfrente een waardevast pensioen mogelijk is, valt niet te concluderen op basis van de uitkomsten van het KNW-model en de gehanteerde beleggingsmix. Wel kan gesteld worden dat in alle varianten de pensioenresultaten voor deelnemers aan beschikbare premieregelingen naar verwachting aanmerkelijk verbeteren indien de beleggingshorizon wordt opgeschoven tot na de pensioendatum. In circa 75% van de scenario's is het pensioenresultaat 100% of meer van het pensioen in het huidige stelsel

Het neerwaarts risico neemt uiteraard toe, omdat in het huidige stelsel ná pensioendatum geen enkel risico mogelijk is. Het kunnen doorbeleggen voorkomt echter dat het opwaarts potentieel verloren gaat. Het neerwaarts risico is bovendien in het merendeel van de scenario's beperkt. In 95% van de

scenario's is het pensioenresultaat circa 80 % of meer van het pensioen in het huidige stelsel. Verdere verfijning is mogelijk indien een deel van het opwaarts potentieel wordt ingezet om het neerwaarts risico verder te beperken. Het is de uitdaging voor pensioenuitvoerders om daar goede pensioenproducten voor te ontwikkelen.

In Figuur 12 zijn de verwachtingswaardes weergegeven voor scenario's van de 5% slechtste pensioenresultaten op de pensioendatum.

**Figuur 12. De verwachtingswaarde in de 5% slechtste scenario's**



Op de pensioendatum is in deze scenario's het naar verwachting aan te kopen vaste pensioen circa 77% van het pensioen volgens het huidige stelsel. Het nemen van meer beleggingsrisico heeft in deze scenario's dus geleid tot lagere pensioenresultaten. Deelnemers kunnen op de pensioendatum ook kiezen voor de variabele annuïteit of doorbeleggen in de premieovereenkomst. In Figuur 12 is te zien dat er dan naar verwachting hogere pensioenuitkeringen zullen worden verkregen dan bij aankoop van een vast pensioen. Ook is te zien dat de variant doorbeleggen binnen de premieovereenkomst zonder langlevensbonus op den duur tot lage uitkeringen zal leiden.

In het algemeen zijn de verschillen in pensioenresultaten tussen de variabele annuïteit en het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst beperkt. De keuze zal mede afhangen van de flexibiliteit die wordt gewenst om de pensioenopnames te variëren. Binnen het model van doorbeleggen binnen de premieovereenkomst zal variatie eenvoudiger te realiseren zijn dan binnen de variabele annuïteit. Anderzijds kunnen pensioengerechtigden aan de levenslange uitkeringsgarantie de voorkeur geven en daarom voor de variabele

Pagina 58 van 72

annuïteit kiezen. Omdat de te verwachten uitkomsten niet heel ver uit elkaar liggen, zou ook een combinatie van beide vormen heel goed kunnen aansluiten bij de behoeften van pensioengerechtigden.



Wetgeving heeft een grote invloed op de vormgeving van de premieovereenkomsten. Er is in dit hoofdstuk niet getracht tot een uitputtend overzicht te komen van deze wetgeving. Dat valt buiten de reikwijdte van het onderzoek. Wel wordt aan een aantal belangrijke wetsbepalingen, die raken aan de optimalisering van de overgang van opbouwfase naar uitkeringsfase, nader aandacht gegeven.

### 11.1. Pensioenwet

In de Pensioenwet is bepaald dat de bij een premieovereenkomst de premie uiterlijk op de pensioendatum moet worden omgezet in een pensioenuitkering. Op grond hiervan is doorbeleggen na de pensioendatum nu niet mogelijk. Met betrekking tot het aangekochte pensioen gaat de wet uit van een *vastgestelde* uitkering in Nederlands wettig betaalmiddel. Een variabele annuïteit is dus niet mogelijk omdat daar de uitkeringen zijn vastgesteld in beleggingsunits en de euro waarde afhankelijk is van koersontwikkelingen. Dat geldt ook bij het doorbeleggen binnen de premieovereenkomst. Voorts gaat de wet in principe uit van levenslange uitkering. Een uitkering gedurende 20 jaar, zoals onder het lijfrenteregime mogelijk is, kan voor pensioen in de tweedepijler niet worden toegepast.

In artikel 52 van de Pensioenwet is de zorgplicht van de pensioenuitvoerder bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid vastgelegd. De pensioenuitvoerder dient daarbij volgens de "prudent person" regel handelen, waarbij de beleggingen worden gedaan in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden. Indien de deelnemer de beleggingsverantwoordelijkheid overneemt dient de pensioenuitvoerder de deelnemer te adviseren de spreiding van de beleggingen over de diverse beleggingscategorieën aan te passen aan de resterende duur tot aan de pensioendatum. Daarbij dient het beleggingsrisico steeds kleiner te worden. De bepaling is gericht op het aankopen van pensioen op de pensioendatum en zal aangepast moeten worden indien de mogelijkheid van doorbeleggen na de pensioendatum wordt geopend. De zorgplicht is verwoord vanuit het beperken van de beleggingsrisico's. Dat is belangrijk, maar aan de basis daarvan zou moeten liggen de zorgplicht voor het beperken van het pensioenrisico.

De wet maakt het mogelijk om de hoogte van de pensioenuitkeringen te laten variëren met een bandbreedte van 75% tot 100%. Indien de pensioenuitkering afhankelijk wordt van koersontwikkelingen kan evenwel niet uitgesloten worden dat - in euro's gemeten - de laagste uitkering kleiner is dan 75% van de hoogste uitkering. Omdat bij doorbeleggen binnen een premieovereenkomst evenmin zeker is of de uitkering altijd kan worden gedaan, zal ook daar naar alle waarschijnlijkheid op den duur niet binnen de bandbreedte van 100:75 kunnen worden gebleven. Nader zal onderzocht moeten worden op welke wijze

de flexibiliteit in uitkeringshoogte vorm gegeven kan worden, die nodig is voor het doorbeleggen na de pensioendatum.

### 11.2. **Wet op de loonbelasting 1964**

Ook de fiscaliteit gaat in principe uit van een levenslange inkomensvoorziening. In artikel 18 wordt ten aanzien van het partnerpensioen, evenals in de Pensioenwet, niet de eis van levenslange uitkering gesteld.

Artikel 18 laat wel enig ruimte open om het pensioenkapitaal dat op enig moment niet is aangewend voor pensioenuitkeringen alsnog uit te keren aan nabestaanden. Op grond hiervan zou een restkapitaal bij doorbeleggen binnen een premieovereenkomst wellicht kunnen worden uitgekeerd aan erfgenamen.

Artikel 18a, lid 9 beperkt het pensioen dat op de pensioendatum met het pensioenkapitaal uit een premieovereenkomst kan worden aangekocht tot het fiscaal toegestane maximum. In het kader van doorbeleggen na de pensioendatum kan deze bepaling in de weg zitten, omdat dan het harde conversiemoment is vermeden, maar er nog steeds een hard toetsingsmoment is. Indien als gevolg van beleggingsresultaten uit het verleden teveel pensioen kan worden aangekocht, dan vindt (afhankelijk van de rekenrente in de toegepaste premiestaffel) afkoop plaats van het teveel aan pensioenvermogen ten gunste van de deelnemer of de pensioenuitvoerder. Maar er is geen garantie dat de koersen na pensioendatum niet zullen dalen. Het behaalde beleggingsresultaat is niet definitief gerealiseerd. Uit oogpunt van zorgvuldig risicomanagement zou er geen afkoop van een beleggingssurplus moeten plaatsvinden, aangezien dit mede dient ter afdekking van het beleggingsrisico na de pensioendatum.

### 11.3. **Wet inkomstenbelasting 2001**

In de wet inkomstenbelasting zijn bepalingen ten aanzien van (bancaire) lijfrentes opgenomen. Zo is in artikel 1.7 voor lijfrentes de mogelijkheid van doorbeleggen opgenomen, waarbij de lijfrentetermijnen afhankelijk zijn van beleggingsopbrengsten. Er geldt voor de verzekeraar geen zorgplicht, de lijfrentenier kan zelf besluiten hoeveel beleggingsrisico gelopen wordt. Het is ook mogelijk de lijfrenteuitkeringen vast te leggen voor een aantal jaren, waarna de lijfrente herrekend wordt op basis van de marktcondities van dat moment. Het aankopen van een tijdelijke lijfrente is onder voorwaarden mogelijk. De lijfrentetermijnen die ingaan na de AOW gerechtigde leeftijd, dienen in ten minste 5 jaar te worden uitgekeerd. Voor jaartermijnen hoger dan € 20.953 geldt daarbij een minimumtermijn van 20 jaar. Gegeven de overwegingen rondom het wel of niet verplicht voorschrijven dat een pensioen levenslang wordt uitgekeerd (zie hoofdstuk 8) zijn deze bepalingen opmerkelijk, omdat hier juist voor de kleinere lijfrente-uitkeringen een korte uitkeringsperiode mogelijk wordt gemaakt, terwijl voor de hogere uitkeringen een lange duur is

vereist. Vanuit het maatschappelijk belang om een onnodig beroep om de sociale zekerheid te voorkomen, lijkt er geen reden te zijn om juist bij hoge lijfrenteuitkeringen een (vrijwel) levenslange uitkering van ten minste 20 jaar te eisen.

Indien na overlijden van de lijfrentenier de bancaire lijfrente nog doorloopt, worden de uitkeringen betaald aan de erfgenamen. In de pensioenwetgeving ontbreekt een dergelijke bepaling. Voor de ontwikkeling van een variant met doorbeleggen binnen een premieovereenkomst is het wel of niet toepassen van een vergelijkbare bepaling op de pensioenaanspraken relevant.

In artikel 3.124 wordt een duidelijke link gelegd tussen pensioen en lijfrentes. Kort gezegd is bepaald dat de premies voor lijfrentes fiscaal aftrekbaar zijn, voor zover zij dienen ter compensatie van een pensioentekort. Dat roept de vraag op waarom de regelgeving voor lijfrentes op essentiële punten afwijkt van die voor pensioenen of het niet beter zou zijn zoveel mogelijk te streven naar gelijke regelgeving voor pensioenen en lijfrentes.

Voor de kwantitatieve doorrekeningen ten behoeve van deze rapportage is in overleg met De Nederlandsche Bank gekozen om gebruik te maken van het KNW-model, de door Kojien, Nijman en Werker ontwikkelde generator van economische scenario's.

De Commissie Parameters heeft eveneens van dit model gebruik gemaakt voor haar advies van 27 februari 2014. De Commissie schrijft in haar rapport over het KNW-model: *“de technische werkgroep heeft geconcludeerd dat dit model voldoet aan de uitgangspunten van de commissie, zijnde: realistisch, eenvoudig toepasbaar, gebaseerd op algemeen geldende economische principes, en aansluitend op de doelstelling van de haalbaarheidstoets. De scenario'set kan ook worden gebruikt voor de communicatie van pensioenfondsen inzake hun ambities, verwachtingen en risico's. Deze scenario'set ten behoeve van de haalbaarheidstoets kan overigens niet worden beschouwd als vervanging van de scenario's die in reguliere ALM-studies worden gehanteerd.”*

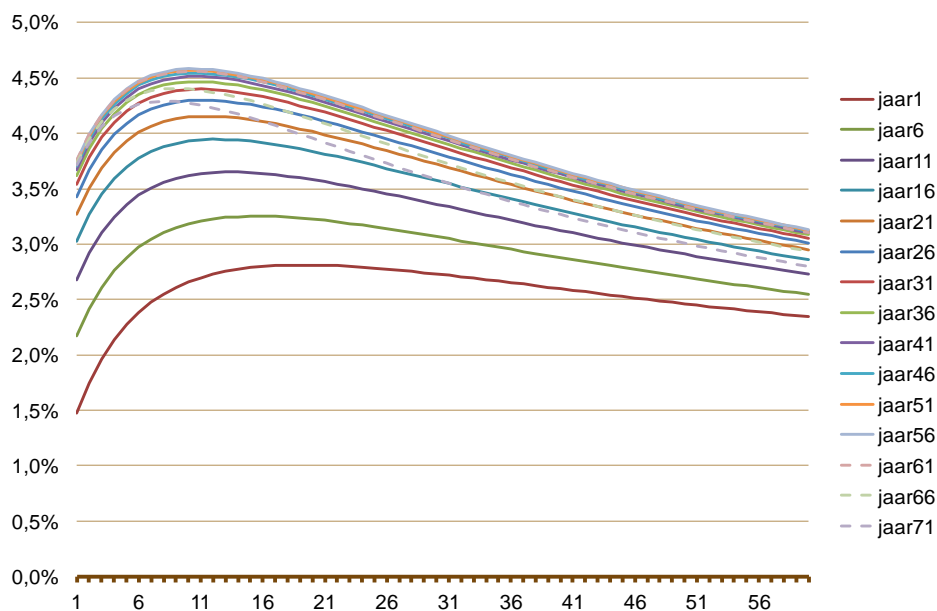
Op grond van overeenkomstige afwegingen is besloten voor gebruik van het KNW-model te kiezen. De in het kader van dit onderzoek gedane kwantitatieve toetsing heeft daarbij ook niet ten doel absolute uitspraken te doen over de hoogte van pensioenresultaten, maar wel over de relatieve kracht van een voorgestelde oplossing ten opzichte van het huidige praktijk.

Voor een nader toelichting op het KNW-model verwijzen wij naar het advies van de Commissie Parameters van 27 februari 2014.

### Rentetermijnstructuur

Bij aanvang is de 3-maands gemiddelde rentetermijnstructuur (RTS) inclusief UFR, afgeleid van de RTS per 31 december 2013, zoals gepubliceerd door De Nederlandsche Bank. Op basis van de forward rentes in deze RTS worden de RTS'en voor de komende jaren gemodelleerd.

**Figuur 13. Rentetermijnstructuur**



De in het model opgenomen rentevisie is dat de rente de komende decennia over de volle lengte van de rentecurve zal stijgen. Vanaf jaar 31 is de stijging beperkt en vanaf jaar 61 gaat de rente dalen (zie de onderbroken lijnen).

### Inflatie

	Verwachting	Standaarddeviatie
Looninflatie	3,0%	1,5%
Prijsinflatie	2,0%	1,5%

Premiestaffel	Fiscale premiestaffel I, op basis van pensioenleeftijd 67
Pensioenleeftijd	67
Rekenrente in premiestaffel	3%
Franchise, niveau 2015	€ 12.803
Franchise stijgt jaarlijks met	prijsstijging
Aanvangssalaris op leeftijd 25	€ 20.000
Algemene loonstijging per jaar (exclusief inflatieaanpassing)	1%
Salarisstijging per jaar als gevolg van carrière:	
- tot leeftijd 35	3%
- tot leeftijd 45	2%
- tot leeftijd 55	1%
- vanaf leeftijd 55	0%

De beleggingen worden geacht jaarlijks te worden gerebalanced volgens de van toepassing zijnde lifecycle.

Er is geen rekening gehouden met kosten. Uiteraard worden er in de praktijk wel kosten in rekening gebracht, waardoor de pensioenuitkomsten lager uitkomen dan nu in het rapport zijn vermeld. De focus ligt op de vraag of er verbetering in pensioenuitkomsten te verwachten zijn, als gevolg van het accepteren van meer beleggingsrisico, en niet op het absolute niveau van de uitkomsten.

Het aan te kopen gelijkblijvend ouderdomspensioen wordt gemaximeerd op 140% van de pensioengrondslag op pensioenleeftijd. Dit komt overeen met een 3% samengesteld stijgend ouderdomspensioen van 100% van de pensioengrondslag. Indien hierdoor een deel van het pensioenkapitaal niet kan worden aangewend voor pensioenaankoop, wordt dit geacht te zijn vervallen.

In de variant met doorbeleggen wordt op de pensioendatum vastgesteld wat het op dat moment aan te kopen vaste pensioen zou zijn. Dit pensioen wordt vervolgens jaarlijks onttrokken aan de beleggingen bij wijze van pensioenuitkering. Het pensioen wordt jaarlijks geïndexeerd op basis van de prijsontwikkeling. Het pensioen daalt niet ingeval van deflatie. In dat geval wordt de uitkering weer geïndexeerd zodra het prijspeil boven het niveau van vóór de deflatieperiode uitkomt. De pensioenopname kan in enig jaar echter niet groter worden dan het pensioen dat met het kapitaal in dat jaar zou kunnen worden aangekocht.

In de variant "50% garantiépensioen en 50% variabele annuïteit" wordt de beleggingsmix voor de variabele annuïteit vastgesteld door de belegging in vastrentende waarden te

Pagina 65 van 72 verminderen met de waarde van de aangekochte vaste annuïteit. Hierdoor blijft het risicobudget grotendeels intact, terwijl toch een neerwaartse bescherming ter grootte van 50% van het pensioeninkomen wordt verkregen

### Methode vaststelling variabele annuïteit

De variabele annuïteit wordt op de pensioendatum vastgesteld op basis van de alsdan geldende risicovrije rentetermijnstructuur. De koersontwikkeling van de variabele annuïteit is afhankelijk van de beleggingsresultaten op basis van het lifecycle model enerzijds en de benodigde interest op basis van het gehanteerde aankooptarief anderzijds.

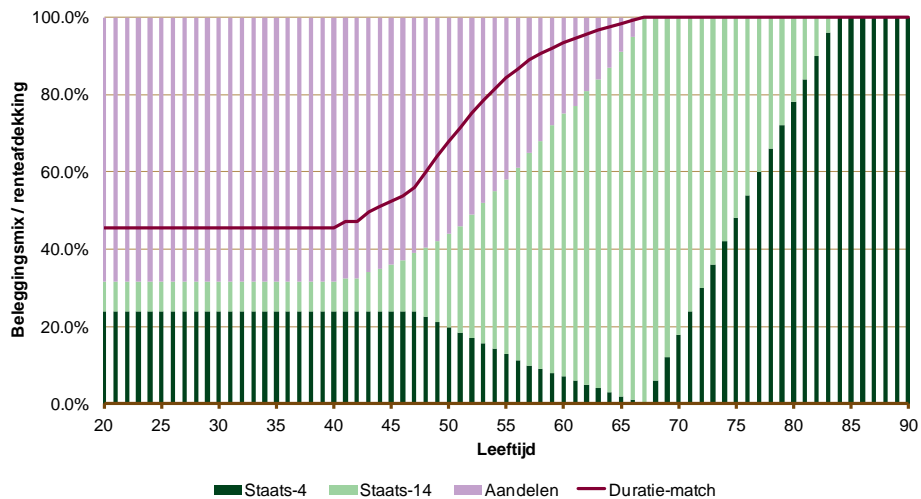
Afhankelijk van de waarderingmethode op de balans van de verzekeraar voor variabele annuïteiten kan er verschil ontstaan tussen de balanswaarde van de activa en de balanswaardering van de verplichtingen. Voor dit risico zal een verzekeraar een premie in rekening brengen. Anderzijds zou voor het vaststellen van de uitkering in units een opslag op deze risicovrije rente toegepast kunnen worden, omdat de verzekerde beleggingsrisico blijft lopen. Met beide factoren is door ons geen rekening gehouden, omdat dit onderdeel is van besluitvorming door marktpartijen bij de ontwikkeling van nieuwe producten.

### Gehanteerde premiestaffel

Netto premiestaffel 1 bij 1,875% opbouw en pensioenleeftijd 67	
Leeftijdsklasse	Premiepercentage
25-29	7,4%
30-34	8,6%
35-39	10,0%
40-44	11,7%
45-49	13,6%
50-54	15,9%
55-59	18,7%
60-64	22,2%
65-66	25,1%

Voor de kwantitatieve toetsing van de diverse varianten is uitgegaan van een gemiddelde neutrale lifecycle, zoals deze in de markt wordt aangeboden.

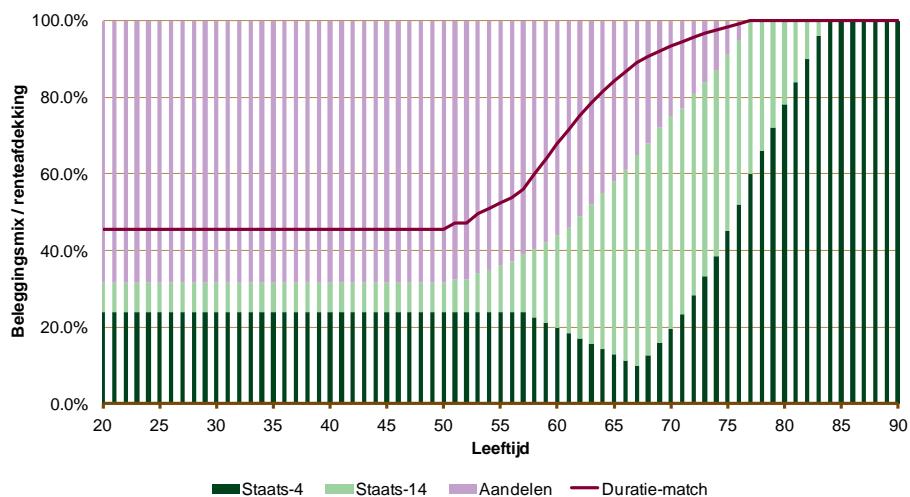
**Figuur 14. Gemiddeld neutraal lifecycle model**



Vanaf leeftijd 47 worden de beleggingen in zakelijke waarden geleidelijk afgebouwd. Op de beoogde pensioenleeftijd van 67 zijn er alleen nog beleggingen in vastrentende waarden. Er wordt gestreefd naar volledige renteafdekking op de pensioendatum, wat in het model vorm gegeven is, door te veronderstellen dat op de pensioendatum volledig in 14- jaars staatsleningen is belegd. Daarna wordt in 16 jaar looptijd van de beleggingen in vastrentende waarden geleidelijk teruggebracht naar 4 jaar.

Voor de varianten waarin de beleggingshorizon met vijf jaar of tien jaar wordt verschoven, wordt de gehele lifecycle opgeschoven.

**Figuur 15. Lifecycle model voor de met 10 verlengde beleggingshorizon**





Pagina 67 van 72 Op leeftijd 67 is nu nog deels in zakelijke waarden belegd. Tevens is het renterisico nog niet geheel afgedekt. Net als in de basisvariant wordt de looptijd van de vastrentende beleggingen geleidelijk in 16 jaar teruggebracht naar 4 jaar.

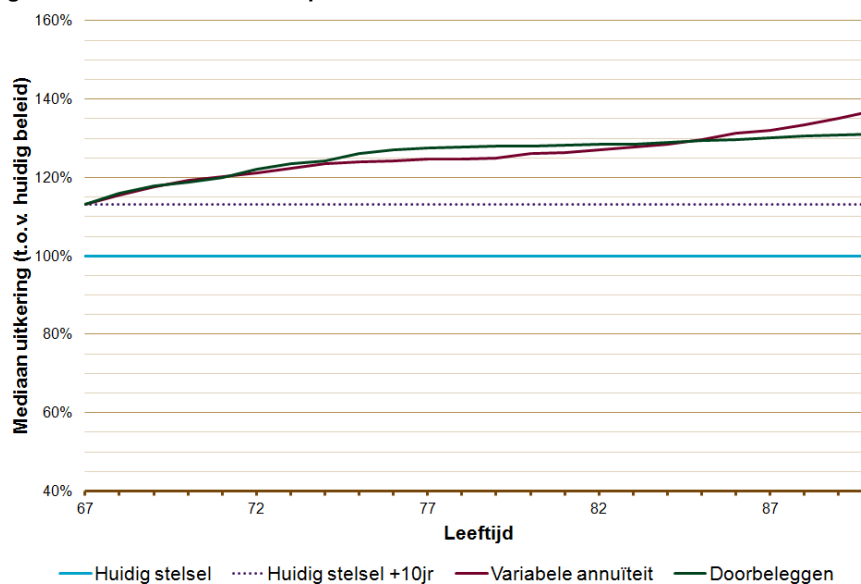
De op basis van de economische scenario's berekende beleggingsportefeuilles worden jaarlijks aangepast aan de beleggingsmix volgens de gehanteerde lifecycle.

Omdat het KNW-model uitgaat van een duidelijke rentevisie, hebben wij voor een aantal varianten ook berekeningen uitgevoerd op basis van ons eigen model om economische scenario's te genereren, zodat nagegaan kon worden of de modelkeuze een doorslaggevend effect heeft op de pensioenuitkomsten in de diverse varianten.

Het LCP-model is gebaseerd op het "Extended two-factor Cox Ingersoll Ross model". Dit model is arbitragevrij, en kan worden gekalibreerd op basis van in de markt waarneembare rentecurves.

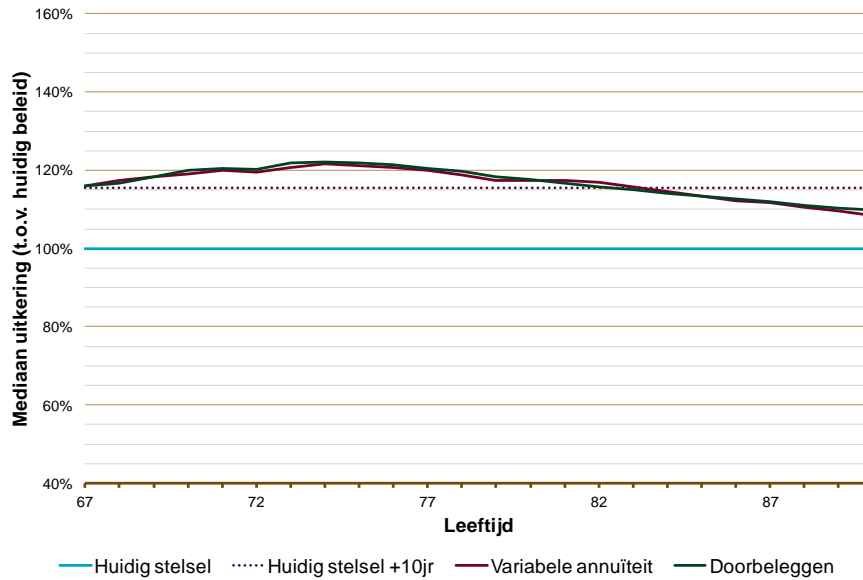
In Figuur 16 staan de medianen van de resultaten op basis van het KNW-model. Verlengen van de beleggingshorizon met tien jaar levert op de pensioendatum naar verwachting een circa 13% hoger pensioenkapitaal op. In de jaren daarna zal bij doorbeleggen in de premieovereenkomst of middels een variabele annuïteit na de pensioendatum het pensioenresultaat verder toenemen. Dit is mede het gevolg van de renteverwachting in het KNW-model

**Figuur 16. Mediaan resultaten op basis van KNW-model**



In Figuur 17 zijn voor de met het LCP-model verkregen resultaten de medianen van de hoofdvarianten (inclusief het huidige stelsel) weergegeven.

**Figuur 17. Mediaan resultaten op basis van LCP-model**



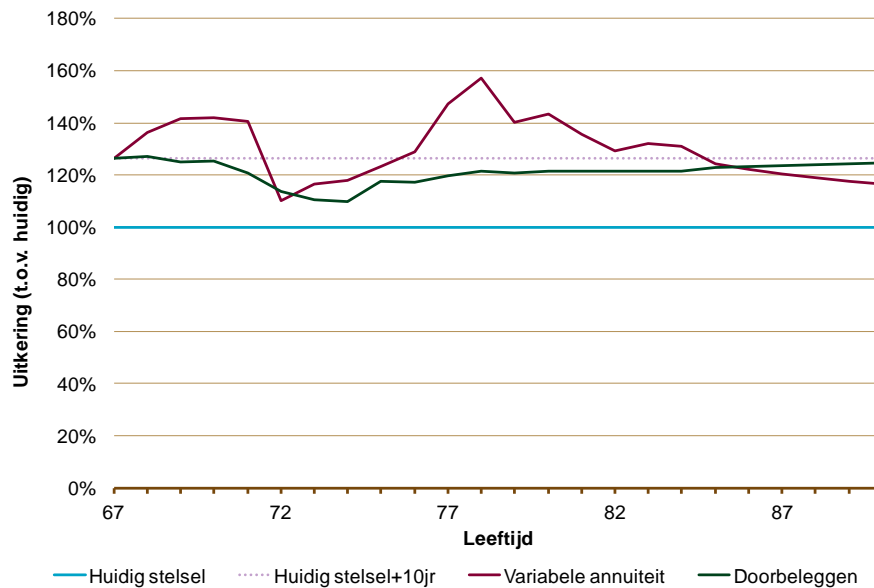
Het pensioenresultaat op de pensioendatum is nu circa 15% hoger dan bij het huidige stelsel, hetgeen vergelijkbaar is met de uitkomsten volgens het KNW-model. Na de pensioendatum ontstaat een wat ander beeld. In de twee varianten waar ook na pensioeningang wordt doorbelegd, zien wij nu na circa 7 jaar een daling. Overigens blijven ook nu de mediane waarden steeds boven het niveau dat in het huidige stelsel zou worden bereikt.

De conclusie dat doorbeleggen tot een verbetering van de verwachte pensioenresultaten leidt, blijft dus onveranderd. De mate waarin dat gebeurt hangt mede af van de toekomstige renteontwikkelingen.

**BIJLAGE 6. Enkele voorbeelden van pensioenresultaten in individuele scenario's**

Op deze bijlage geven we in enkele figuren weer wat er in een scenario kan gebeuren.

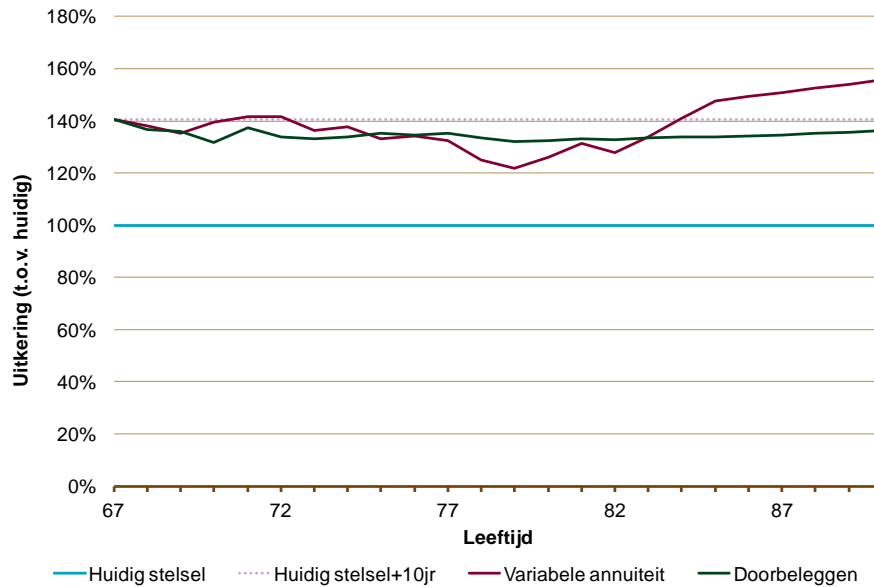
**Figuur 18. Scenario voorbeeld 1**



In dit scenario is op de pensioendatum sprake van een hoge rente (circa 9%), welke in de jaren daarna, met enkele tussentijdse incidentele renteschokken, daalt richting 3%. Het aandelenrendement is gemiddeld genomen beperkt positief. Omdat het renterisico niet volledig is afgedekt, zien we dat de uitkeringen bij de variant doorbeleggen een dalende tendens vertonen. Na leeftijd 77 is de uitkering stabiel, omdat dan een vrijwel volledige durationmatch is verondersteld. De variabele annuïteit laat een iets ander beeld zien, omdat daar de renteafdekking niet volledig is en de verzekerde uitkering daardoor in de loop der jaren blijft reageren op renteveranderingen.

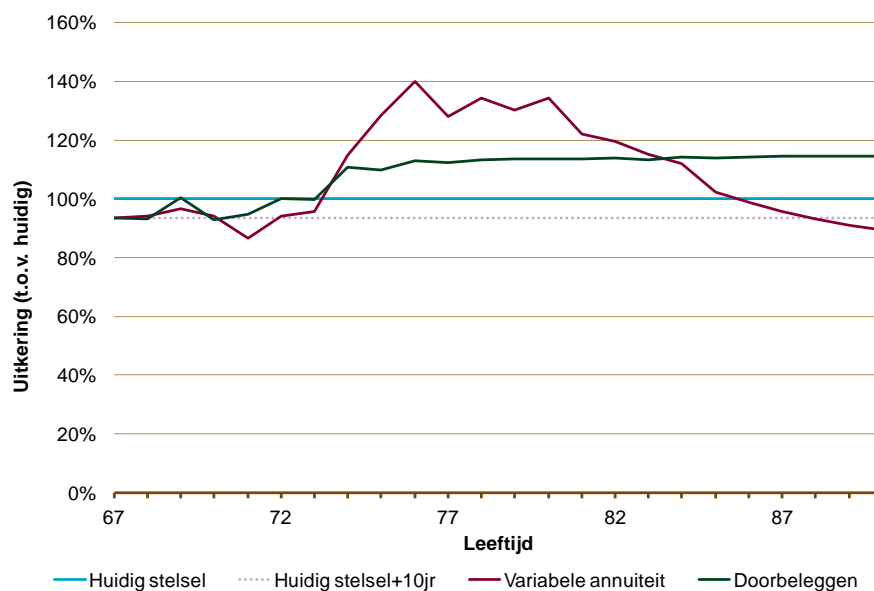
In Figuur 19 is sprake van een redelijk stabiel renteniveau van circa 6%. Als gevolg hiervan blijven de pensioenuitkeringen zowel bij de doorbelegvariant als de variabele annuïteit ook op een redelijk stabiel niveau en zijn er onderling ook geen grote verschillen te zien.

**Figuur 19. Scenario voorbeeld 2**



In het derde voorbeeld is het op de pensioendatum aan te kopen pensioen lager dan het pensioen volgens het huidige stelsel.

**Figuur 20. Scenario voorbeeld 3**



De gerealiseerde rendementen tot de pensioendatum zijn tegengevallen als gevolg van een stijgende rente (wat koersverlies tot gevolg heeft gehad) en een negatief rendement op zakelijke waarden in de laatste tien jaar voor pensionering. In de jaren daarna treedt herstel op. Als gevolg van het ontbreken van een volledige renteafdekking bij de variabele annuïteit treedt vanaf leeftijd 83 een daling van de uitkering op.

LCP Netherlands Onderzoeksrapport Ministerie SZW 10 juli 2014



*Evert van Ling*

**Partner**

evert.vanling@lcpnl.com  
+31 (0)6 2453 3001



*Jeroen Koopmans*

**Partner**

jeroen.koopmans@lcpnl.com  
+31 (0)6 5099 9120

Lane Clark & Peacock (LCP) is een Europees actuariel adviesbureau. LCP heeft vestigingen in Utrecht, Londen, Winchester, Dublin, Brussel en Abu Dhabi.

Lane Clark & Peacock  
Netherlands B.V.  
Utrecht, Netherlands  
Tel: +31 (0)30 256 76 30  
info@lcpnl.com

Lane Clark & Peacock LLP  
London, UK  
Tel: +44 (0)20 7439 2266  
enquiries@lcp.uk.com

Lane Clark & Peacock LLP  
Winchester, UK  
Tel: +44 (0)1962 870060  
enquiries@lcp.uk.com

Lane Clark & Peacock  
Belgium CVBA  
Brussels, Belgium  
Tel: +32 (0)2 761 45 45  
info@lcpbe.com

Lane Clark & Peacock  
Ireland Limited  
Dublin, Ireland  
Tel: +353 (0)1 614 43 93  
enquiries@lcpireland.com

Lane Clark & Peacock  
UAE  
Abu Dhabi, UAE  
Tel: +971 (0)2 658 7671  
info@lcpgcc.com