

**OCCASIONAL PAPERS**

*Ilja Boelaars, Lans Bovenberg, Dirk Broeders, Peter Gortzak,  
Sacha van Hoogdalem, Theo Kocken, Marcel Lever,  
Theo Nijman en Jan Tamerus*

**Duurzame vormgeving van het  
Nederlandse collectieve aanvullende pensioen**

## **Inhoudsopgave**

### **Deel I: Samenvatting analyse en beleidsaanbevelingen**

i.	Samenvatting analyse	5
ii.	Gedeelde uitgangspunten	7
iii.	Mogelijke verbeteringen	7
iv.	Transitievraagstukken	9

### **Deel II: Analyse**

1.	Inleiding	11
2.	Pensioenfonds als platform	12
2.1.	Keuzearchitectuur	13
2.1.1.	Inlegfunctie	16
2.1.2.	Uitkeringsfunctie	16
2.1.3.	Beleggingsfunctie	17
2.1.4.	Verzekeringsfunctie	18
2.1.5.	Communicatie	19
2.2.	Inkoopfunctie	19
2.2.1.	Collectiviteit vormen tbv inkoopkracht en lagere distributiekosten	19
2.2.2.	Organiseren van verzekeringssolidariteit	20
2.2.3.	Herverdelingsfunctie bij beprijzen van collectief ingekochte levenslange uitkeringen	21
2.3.	Risicodeling	21
2.3.1.	Onderlinge verzekeraar met deelnemers als risicodragers langlevensrisico	22
2.3.2.	Interne handel in andere systematische risico's dan langlevensrisico	23
2.3.3.	Discretionaire heronderhandeling van lange-termijn solidariteitsafspraken	23
2.3.4.	Betrek meer partijen bij risicodeling	24
3.	Trends en probleemanalyse	25
3.1.	Vergrijzing en betaalbaarheid: risico's bij deelnemers	25
3.2.	Maatschappelijke trends	27
4.	Gezamenlijke uitgangspunten	29
I.	Keuzearchitectuur	30
II.	Inkoopfuncties	33
III.	Risicodelingsfuncties	35

5. Concrete contracten	36
5.1. Contracten met externe verzekeraars	40
A.1 Nederlandse beschikbare premieregelingen	40
A.2 Beschikbare premieregelingen zonder verzekeren langlevensrisico	41
A.3 Beschikbare premieregelingen met aankoop variabele annuïteit	43
A.4 PPR via externe verzekeraar	44
5.2. Contracten met collectieve risicodeling	46
B.1 Huidige uitkeringsregelingen	47
B.2 Aangepaste uitkeringsregelingen	49
B.3 Eerst kapitaal, daarna aankoop collectieve annuïteit	50
B.4 PPR met beperkte risicodeling	52
B.5 PPR met uitgebreide risicodeling	53
5.3. Kernafruilen	54
5.3.1. Optimale risicodeling versus gebreken collectieve besluitvorming	54
5.3.2. Risicodeling via collectieve dekkingsgraad versus maatwerk	55
5.3.3. Levenslange annuïteiten versus PPR	55

### **Deel III: Transitie**

6. Herverdelingsfunctie en inlegfunctie: transitie naar actuariële opbouw en leeftijdsonafhankelijke inleg	58
6.1. Herverdelingsfuncties	59
6.1.1. Herverdelingsfunctie onder druk	60
6.1.2. Overgangsproblematiek	62
6.1.3. Omgaan met overgangsproblematiek	63
6.2. Inlegfunctie	67
6.2.1. Leeftijdsafhankelijke inleg	67
6.2.2. Overgangsproblematiek	68
6.2.3. Oplossen overgangsproblematiek	69
7. Omzetten van annuïteitspunten in kapitaal	70
7.1. Omgaan met overgangsproblematiek	70
7.2. Invaren	73
7.3. Verschillende varianten	73
8. Afsluitende opmerkingen	77
Referenties	78

## **Duurzame vormgeving van het Nederlandse collectieve aanvullende pensioen**

Ilja Boelaars, Lans Bovenberg, Dirk Broeders, Peter Gortzak, Sacha van Hoogdalem,

Theo Kocken, Marcel Lever, Theo Nijman en Jan Tamerus<sup>1</sup>

December 2014<sup>2</sup>

### *Deel I: Samenvatting analyse en beleidsaanbevelingen*

**Pensioen staat prominent op de agenda vanwege vergrijzing, veranderende maatschappelijke opvattingen en wijzigende arbeidspatronen.** De overheid heeft een maatschappelijke pensioendialoog geïnitieerd waarin wordt nagedacht over het pensioenstelsel van de toekomst. Ook werkt het kabinet aan het verbeteren van premiereregelingen, bijvoorbeeld door het collectief delen van risico's mogelijk te maken binnen deze regelingen. Als bijdrage aan deze initiatieven heeft Netspar een projectgroep gevormd waarin bovengenoemde negen pensioenspecialisten de beleidsopties en afruilen in kaart hebben gebracht die zich voordoen bij een duurzame vormgeving van de aanvullende pensioenen. De negen auteurs participeren in deze projectgroep op persoonlijke titel en vertegenwoordigen niet de organisaties waaraan zij verbonden zijn. Het eerste deel van de studie bevat een korte samenvatting van die analyse alsmede de posities van de auteurs op de afruilen. Deze posities blijken vaak samen te vallen, maar soms ook te verschillen. Verder bevat het eerste deel ook de argumentatie voor die verschillen. Het tweede deel van de studie beschrijft de achterliggende analytische studie.

De belangrijkste boodschappen zijn:

#### **1. Duurzame vormgeving van het stelsel vereist het realiseren van drie doelen:**

- A. *Het realiseren van stabiele, goede pensioenuitkomsten tegen een betaalbare premie.*
  - Optimale spreiding van consumptie over de tijd en over verschillende omstandigheden gedurende het leven van deelnemers is de hoofddoelstelling van het pensioenstelsel.
- B. *Het versterken van het vertrouwen door meer transparantie over individuele eigendomswaarden.*
  - Deelnemers krijgen inzicht in hoeveel pensioenvermogen voor hen is gereserveerd en waardoor dit bedrag jaarlijks verandert. Dit neemt het gevoel weg dat er “geen geld meer is als ik met pensioen ga.”
- C. *Het bieden van meer maatwerk en flexibiliteit.*
  - Maatwerk betekent dat het pensioen aansluit bij de verschillende fases in de levenscyclus. Dit voorkomt dat gepensioneerden blootgesteld worden aan te grote beleggings- en renterisico's of aan het risico dat de levensverwachting voor jongeren

---

<sup>1</sup> Alle auteurs participeren op persoonlijke titel.

<sup>2</sup> Het eerste deel van de studie is in november 2014 gepubliceerd.

toeneemt. Omgekeerd geldt dat maatwerk voorkomt dat jongeren te weinig beleggingsrisico nemen. Maatwerk kan maar hoeft niet samen te gaan met keuzevrijheid van de deelnemer. Flexibiliteit houdt in dat de risico- en uitkeringsprofielen aanpasbaar zijn als veranderende macro-economische omstandigheden daarom vragen. Maatwerk houdt ook in dat collectieven de mogelijkheid hebben om de gewenste reikwijdte van risicodeling in te stellen.

**2. Een duurzaam pensioenstelsel is gebaseerd op een collectieve aanpak.** Een collectief stelsel met verplichte solidariteitskringen biedt professionele aansturing, schaalvoordelen en toegang tot risicodeling in het collectief. In een collectief stelsel kunnen risico's op vele manieren gedeeld worden. Bij de reikwijdte van risicodeling heeft men te maken met een afruil tussen betere risicodeling enerzijds en de gebreken van collectieve besluitvorming (waaronder subjectieve parameters) anderzijds. De auteurs verschillen in hun positie op deze afruil. Sommige auteurs pleiten voor ruime risicodeling vanuit de visie dat dit bijdraagt aan stabielere, betere pensioenuitkomsten (doelstelling A). Zo kunnen toekomstige generaties delen in de huidige financiële risico's (beleggingsrisico's en renterisico's) via herstellpremies en buffers. Ook kunnen solidariteitskringen niet-op-financiële-markten verhandelbare risico's (zoals langlevensrisico en inflatierisico) delen. Ten slotte kunnen discretionaire contractaanpassingen inspelen op niet voorziene omstandigheden. Andere auteurs pleiten voor minder ruime risicodeling vanuit de visie dat deze gepaard kan gaan met bestuurlijke risico's en discontinuïteitsrisico's. Zo is het waarborgen van evenwichtige risicodeling met generaties die nog niet in staat zijn zichzelf te vertegenwoordigen niet vanzelfsprekend. Overigens zijn alle auteurs het er over eens dat het delen van langlevensrisico gewenst is.

**3. Alle auteurs pleiten voor registratie van de waarde van de persoonlijke pensioenopbouw.** Pensioenuitvoerders leggen verantwoording af hoe deze persoonlijke waarde zich ontwikkelt als gevolg van premie-inleg of uitkeringen, beleggings- en verzekeringsresultaten en solidariteitsafspraken, inclusief de eventuele discretionaire aanpassingen daarvan. Transparantie over eigendomswaarden versterkt het vertrouwen van deelnemers (doelstelling B). Pensioenopbouw en de impact daarop van de keuzes inzake inleg, beleggingen, verzekeringen en solidariteit worden transparant.

**4. Het definiëren van individueel eigendom in termen van financiële vermogenstitels (kapitaal) met daaraan gekoppeld aparte verzekeringen en solidariteitsafspraken maakt het mogelijk meer maatwerk te leveren (doelstelling C).** Dit geldt in het bijzonder in de opbouwfase en eventueel ook in de uitkeringsfase. Dit impliceert contracten in de vorm van premieovereenkomsten met risicodeling. Kapitaalopbouw biedt de meeste mogelijkheden voor besturen om de beleggingen, uitkeringen en risicodeling af te stemmen op de uiteenlopende karakteristieken en risicovoorkeuren van deelnemers. Bovendien vermijdt deze aanpak complexe en politiek gevoelige waarderingskwesties, die voortvloeien uit de keuze van de rekenrente, c.q. stelt die uit tot de

uitkeringsfase waardoor de impact dan veel kleiner is. Verder biedt het elke solidariteitskring ruimte om de reikwijdte van collectieve risicodeling naar wens in te stellen.

**5. Nadat uitkeringsovereenkomsten zijn omgezet in premieovereenkomsten met collectieve risicodeling pleiten de auteurs voor een leeftijdsonafhankelijke premie bij het opbouwen van kapitaal.** Ten opzichte van een progressieve premieopbouw zoals in de huidige leeftijdsstaffel voor premieregelingen wordt zodoende op jonge leeftijd meer premie ingelegd. Hierdoor neemt de beleggingshorizon toe en profiteert het vermogen langer van risicopremies met als gevolg een hoger pensioen bij dezelfde premie-inleg over het leven. Vergeleken met de huidige doorsneesystematiek in uitkeringsovereenkomsten wordt de inleg op jonge leeftijd geheel aangewend voor de eigen pensioenopbouw en werkt deze niet meer door in de pensioenopbouw van oudere deelnemers.

**6. De overstap op kapitaalopbouw leidt tot twee belangrijke transitieproblemen.** Het eerste transitievraagstuk betreft het uitfaseren van de doorsneesystematiek in uitkeringsovereenkomsten en de fiscale leeftijdsstaffel voor premieovereenkomsten. Zonder aanvullende maatregelen treden voor de transitiegeneraties nadelige effecten op. Er zijn verschillende mogelijkheden om deze effecten evenwichtig over de generaties te spreiden, bijvoorbeeld door de fiscale leeftijdsstaffel voor premie-inleg geleidelijk te kantelen. Ook is denkbaar dat transitiegeneraties extra publieke pensioenrechten opbouwen via een tijdelijke of permanente aanvulling op de AOW. Het tweede transitievraagstuk betreft het omzetten van de bestaande aanspraken in uitkeringsovereenkomsten naar financiële vermogenstitels. Ook hier zijn er verschillende opties. Het heeft de voorkeur van de auteurs dat bestaande aanspraken worden omgezet in kapitaal door de waarde van deze aanspraken zo goed mogelijk te bepalen.

## **Toelichting**

**De hierboven geschetste belangrijkste boodschappen worden hieronder nader toegelicht.** Eerst volgt een korte samenvatting van de achterliggende probleemstelling en het analytische kader. Daarna benoemen we een aantal gezamenlijke uitgangspunten. Vervolgens bespreken we mogelijke verbeteringen van het stelsel. Ten slotte gaan we in op de transitievraagstukken.

### ***(i) Samenvatting analyse***

#### *Probleemanalyse*

**Het huidige pensioenstelsel kent verschillende uitdagingen.** Het premie-instrument wordt steeds minder effectief bij het opvangen van risico's die pensioenfondsen lopen. Daardoor komen de risico's bij de deelnemers te liggen en dreigen belangenconflicten tussen verschillende generaties. Het karakter van het risicomanagement ten behoeve van een goed pensioenresultaat tegen een acceptabel risico verandert: maatwerk en flexibiliteit zijn vereist om de afruil tussen rendement en risico voor deelnemers met verschillende gewenste risicoprofielen te accommoderen. Verder vraagt behoud van vertrouwen in het pensioenproduct transparantie en heldere verantwoording. Ook

flexibele arbeidspatronen vragen om meer evenwicht tussen ingelegde premies en de opgebouwde waarde van pensioenrechten.

**Het huidige institutionele kader voor premieovereenkomsten en uitkeringsovereenkomsten is onvoldoende toekomstbestendig in het licht van deze ontwikkelingen.** De bestaande regelgeving voor premieovereenkomsten dwingt deelnemers op pensioendatum een nominale uitkering aan te schaffen en laat het collectief delen van risico's onbenut. Uitkeringsovereenkomsten leiden in de huidige opzet tot potentiële conflicten tussen generaties door risicodeling op basis van één collectieve nominale dekkingsgraad. Daarnaast is er een ondoorzichtige relatie tussen de ingelegde premie en de uitgekeerde pensioenen. De overheidsregulering die deze conflicten tracht te bezweren beperkt de speelruimte voor fondsen om het risico- en uitkeringsprofiel optimaal af te stemmen op het deelnemersbestand. Zo ontstaat bijvoorbeeld een beleggingsspagaat tussen enerzijds de wens om risico's voor gepensioneerden te beperken en anderzijds de behoefte aan risicodragende beleggingen ten behoeve van de pensioenopbouw van werkenden.

*Functies bij opbouwen en uitkeren van pensioen*

**De achterliggende analytische studie onderscheidt verschillende functies die relevant zijn bij het opbouwen en uitkeren van pensioen.** We onderscheiden drie hoofdcategorieën: keuzefuncties, inkoopfuncties en risicodelingsfuncties. Het meer collectief uitoefenen van een functie kent voor- en nadelen. Deze afruilen vinden hun oorsprong in de beperkingen van deelnemers om adequate lange-termijn financiële keuzes te maken enerzijds en de gebreken van markten en collectieve besluitvorming anderzijds.

**De eerste functie van een pensioenstelsel is het maken van keuzes.** Pensioen is complex. Hierbij zijn belangrijke keuzes aan bod: hoeveel premie in te leggen of hoeveel pensioen uit te keren, hoe te beleggen en welke risico's te delen of te verzekeren. Individuen hebben vaak moeite met financiële beslissingen voor de lange termijn. De auteurs pleiten dan ook allen voor een belangrijke rol voor collectieve besluitvorming om deelnemers te helpen bij het maken van dit soort keuzes. Sociale partners spelen een belangrijke rol bij de invulling van de keuzearchitectuur ten aanzien van de inleg, dus welk deel van de loonruimte bestemd wordt voor de arbeidsvoorwaarde pensioen. Pensioenfondsbesturen en pensioenuitvoerders vervullen vervolgens een cruciale functie als vertrouwenspersoon bij het ondersteunen van deelnemers bij het selecteren van beleggings- en uitkeringsprofielen.

**De tweede functie is het creëren van inkoopkracht door het vormen van collectiviteiten.** Bij het collectief inkopen van diensten gaat het om pensioenadministratie, risicobeheer (bijvoorbeeld ALM), vermogensbeheer en verzekeringen. Sociale partners bepalen met hulp van de overheid in de vorm van de verplichtstelling de reikwijdte van de collectiviteiten. Door verzekeringen gezamenlijk in te kopen zorgt het collectief voor verzekerings solidariteit. Dit voegt waarde toe omdat de individuele verzekeringsmarkt worstelt met informatieproblemen. Hoe homogener het collectief, hoe minder herverdeling tot stand komt. Sommige auteurs pleiten er daarom voor pensioenopbouw zo veel mogelijk te laten plaatsvinden in collectieven die min of meer homogeen zijn naar inkomensprofiel en levensverwachting.

**De derde functie is het delen van risico's.** Dit betreft het toerekenen van risico's aan de verschillende deelnemers, maar ook het waarderen daarvan door bijvoorbeeld het vaststellen van kostendekkende premies en conversietarieven. Het gaat dan bijvoorbeeld om niet-op-financiële markten verhandelbare risico's, zoals langlevensrisico en inflatierisico of om toekomstige generaties die delen in de huidige risico's via herstellpremies en buffers. Tenslotte kunnen discretionaire contractaanpassingen inspelen op niet voorziene omstandigheden.

***(ii) Gedeelde uitgangspunten***

**Alle auteurs onderschrijven dat het ontvlechten van de verschillende functies in een pensioencontract nuttig is om van daaruit een duurzaam pensioenstelsel te bouwen.** Door de verschillende functies te ontvlechten en vervolgens op nieuwe manieren te combineren ontstaat ruimte voor pensioeninnovatie met meer ruimte voor maatwerk en flexibiliteit zonder dat dit tot complexiteit en belangenconflicten leidt. Het onderscheiden van functies biedt beter inzicht in de pensioenopbouw en de waarde van de financiële risico's die deelnemers daarbij lopen.

**In de achterliggende analytische studie onderscheiden de auteurs een groot aantal gedeelde uitgangspunten voor een duurzaam pensioenstelsel.** Een belangrijk uitgangspunt om een goed pensioen tegen beperkt risico te kunnen bieden is voldoende speelruimte voor besturen om risicoprofielen af te stemmen op de specifieke omstandigheden van deelnemers. Daarnaast is transparantie over eventuele herverdeling een belangrijk uitgangspunt. Een vorm van verplichtstelling bij premie-inleg en het organiseren van solidariteitskringen is ook een gedeeld uitgangspunt. Dit om de deelnemers te behoeden voor verkeerde beslissingen en om verzekeringssolidariteit en risicodeling te faciliteren. De auteurs pleiten voor het behoud van de Nederlandse traditie om langlevensrisico binnen solidariteitskringen te delen om zo een levenslange uitkering mogelijk te maken.

**Alle auteurs onderschrijven het belang van een objectieve, marktconsistente waardering van pensioenrechten en het belang van stabiele goede pensioenuitkeringen.** Er bestaat een belangrijke afruil tussen objectieve marktconsistente waardering enerzijds en de voordelen van het delen van niet-op-financiële markten verhandelbare risico's binnen het collectief. Eenzelfde afruil bestaat tussen dit uitgangspunt en het delen van financiële schokken tussen generaties via herstellpremies en buffers. Deze vormen van risicodeling leiden tot subjectieve waardering. De auteurs verschillen in hun weging van het relatieve belang van objectieve waardering enerzijds en risicodeling anderzijds. Alle auteurs zijn het er echter over eens dat in elk geval het delen van langlevensrisico gewenst is en dat daarbij aan een bepaalde mate van subjectiviteit niet valt te ontkomen. Ook zijn alle auteurs het er over eens dat waar subjectieve waarderings- en verdeelregels worden toegepast, dit voor de individuele deelnemer transparant gebeurt.

***(iii) Mogelijke verbeteringen***

**Alle auteurs pleiten voor het registreren van de waarde van de persoonlijke pensioenopbouw.** Pensioenuitvoerders leggen verantwoording af hoe de waarde van deze opbouw zich ontwikkelt als



gevolg van premie-inleg of uitkeringen, beleggings- en verzekeringsresultaten en solidariteitsafspraken, inclusief de eventuele discretionaire aanpassingen daarvan. Pensioenopbouw en de impact daarop van de keuzes inzake inleg, beleggingen, verzekeringen en solidariteit worden zo transparant.

**De auteurs zijn van mening dat in beperkte mate risicovol beleggen in de uitkeringsfase van premieovereenkomsten het stelsel kan versterken.** Door ook in de uitkeringsfase van premieovereenkomsten in enige mate risicovol te beleggen wordt een hoger verwacht pensioenresultaat bereikt tegen een beperkt risico. Sommige auteurs vinden dat het collectief delen van marktrisico's hierbij een belangrijke aanvullende functie kan hebben.

**De auteurs pleiten voor de mogelijkheid om eigendom te definiëren in termen van financiële vermogenstitels (kapitaal) met daaraan gekoppeld aparte verzekeringen en solidariteitsafspraken.** Dit impliceert contracten met kapitaalopbouw zoals we die al kennen in premieovereenkomsten. Deze contractvorm sluit aan op de verbeterde premieovereenkomsten waaraan op dit moment wordt gewerkt. Kapitaalopbouw biedt ruimte om het beleggingsbeleid af te stemmen op de leeftijd en eventueel andere karakteristieken van de individuele deelnemer. Risico's hoeven niet langer op basis van slechts één collectieve, nominale dekkinggraad te worden toegedeeld zoals in de huidige uitkeringsovereenkomsten. Dit voorkomt bijvoorbeeld dat ouderen te veel en jongeren te weinig worden blootgesteld aan beleggings- en renterisico's of dat deze risico's voor ouderen in een te grote mate worden afgedekt ten koste van het indexatieperspectief van jongeren. Aparte solidariteitsafspraken maken het ook mogelijk om alleen die risicodeling te implementeren die gewenst is. Verder biedt kapitaal als eigendomsrecht meer speelruimte om bij te sturen als de toekomstverwachtingen wijzigen zonder dat dit tot generatieconflicten leidt. Door eigendom te definiëren in termen van financiële activa worden namelijk complexe waarderingsproblemen van financiële risico's vermeden. Zo leiden nieuwe inschattingen over bijvoorbeeld het te verwachten rendement er niet automatisch toe dat waarde verschuift van de ene groep deelnemers naar een andere.

### **Het pensioenlandschap**

Het pensioenlandschap van de toekomst kent twee hoofdvormen: (i) het verbeteren van de uitkeringsovereenkomsten; (ii) premieovereenkomsten met eigendomsrechten in termen van financiële vermogenstitels ("kapitaal") met daaraan gekoppeld aparte verzekeringen en solidariteitsafspraken.

**Uitkeringsovereenkomsten** waarin toeslagen gebaseerd zijn op een collectieve dekkinggraad zouden ook meer maatwerk kunnen bieden. Dit is evenwel complex en er is minder maatwerk mogelijk dan bij de andere varianten. Daarenboven is een belangrijk nadeel van deze oplossingsrichting dat veranderingen in verdeelregels (toeslagbeleid, herstelbeleid) en subjectieve veronderstellingen (over verwachte rendementen en verwachte inflatie) waarde verschuiven tussen generaties. Hierdoor kunnen gemakkelijk intergenerationele conflicten ontstaan. Mede daarom heeft deze variant niet de voorkeur van de auteurs. Het pensioenlandschap kan zo sterk versimpeld

worden: er zijn in de tweede pijler alleen collectieve premieovereenkomsten met kapitaalopbouw. Deze kunnen alleen verschillen in het wel of niet (en al dan niet geleidelijk) omzetten van kapitaal in annuïteiten later in het leven. Kapitaal (met aanvullende afspraken over risicodeling) leidt er toe dat optimaal gebruik kan worden gemaakt van de mogelijkheden tot maatwerk in beleggingsrisico, het verzekeren en risicodeling.

**Kapitaal kan later in het leven worden omgezet in uitkeringsovereenkomsten** met variabele annuïteiten als eigendom. Dit beperkt complexe en politiek gevoelige waarderingsvraagstukken tot de uitkeringsfase, met als belangrijke meerwaarde dat de collectiviteiten waarin een dekkingsgraad de financiële risicodeling bepaalt homogener zijn. Dit vermindert potentiële conflicten over het beleggings- en uitkeringsbeleid. Een voordeel is ook dat deze invulling beter aansluit bij de huidige uitkeringsovereenkomsten en daardoor tot minder transitieproblemen leidt. Deze invulling speelt daarom nu al een belangrijke rol in het actuele beleidsdebat.

**Ook kan gekozen worden voor kapitaal ook in de uitkeringsfase.** In dat geval is nog steeds sprake van levenslange uitkeringen, maar vindt er geen omzetting plaats naar uitkeringsovereenkomsten. Intergenerationele conflicten worden geminimaliseerd en maatwerk en flexibiliteit gemaximaliseerd. Tegelijkertijd blijven traditionele sterkmakers van het Nederlandse pensioenstelsel behouden, zoals levenslange uitkeringen en collectieve risicodeling. Bij overlijden van de verzekerden valt het vermogen namelijk niet toe aan de nabestaanden, maar aan het collectief. Degenen die een hoge leeftijd bereiken profiteren zo van sterftewinst. Deelnemers dekken via deze aanvullende afspraken over risicodeling hun langlevensrisico af. Deze variant met kapitaal ook in de uitkeringsfase duiden we aan als Persoonlijke Pensioenrekeningen (PPR). Het financiële eigendom van een deelnemer bij leven is het vermogen op zijn of haar persoonlijke beleggingsdepot. In deze zin lijkt de PPR op een beschikbare premieovereenkomst. Maar wat betreft de uitkeringsfunctie en verzekeringsfunctie lijkt de PPR op een uitkeringsovereenkomst. Men kan namelijk niet vrij over het kapitaal beschikken: het is geoormerkt voor een levenslange uitkering na pensionering. Na pensionering wordt het kapitaal 'toekomstbestendig' uitgekeerd. Dit houdt in dat de uitkering van vandaag naar verwachting de rest van het leven kan worden volgehouden. Hierbij wordt rekening gehouden met de geambieerde stijging van de uitkeringen (bijvoorbeeld de prijs- of loonstijgingen) en het verwachte rendement. Collectief kan bepaald worden in hoeverre welke risico's worden gedeeld tussen de persoonlijke beleggingsdepots.

#### ***(iv) Transitievraagstukken***

**Alle auteurs onderschrijven dat er twee belangrijke transitievraagstukken zijn bij de overstap op kapitaalopbouw.** Deze transitievragen zijn moeilijk, maar mogen naar het oordeel van de auteurs de noodzakelijke doorontwikkeling niet belemmeren.

**Het eerste vraagstuk betreft de doorsneesystematiek in uitkeringsovereenkomsten en de fiscale leeftijdsstaffel voor premieovereenkomsten.** De solidariteit impliciet in de doorsneesystematiek is onaantrekkelijk voor deelnemers met vooral pensioenopbouw op jonge leeftijd, het verstoort de arbeidsmarkt en het is moeilijk te verenigen met kapitaalopbouw. Met leeftijdsstaffels wordt op

jonge leeftijd weinig premie ingelegd, neemt de beleggingshorizon af en profiteert het vermogen weinig van risicopremies.

**De auteurs zien mogelijkheden om deze problematiek op te lossen door geleidelijk over te schakelen op een leeftijdsonafhankelijke premie-inleg.** Zonder aanvullende maatregelen treden voor de transitiegeneraties nadelige effecten op. Dit geldt vooral voor hen die op het moment van de hervorming van middelbare leeftijd zijn. Zij hebben op jonge leeftijd weinig fiscale ruimte voor eigen pensioenopbouw gehad en hebben geen mogelijkheid deze lage opbouw in de tweede helft van hun arbeidzame leven te compenseren. Door de fiscale ruimte voor hogere leeftijden geleidelijk af te bouwen en de fiscale leeftijdsstaffel geleidelijk minder steil te laten stijgen met de leeftijd wordt de transitielast over meer generaties gespreid. Synchron met het geleidelijk kantelen van de fiscale leeftijdsstaffel kunnen bedrijfstakpensioenfondsen de solidariteit impliciet in de doorsneesystematiek uitfaseren. Door de kosten van de tijdelijk hogere premie-inleg voor oudere werknemers te verevenen in een doorsneepremie binnen een sector blijven de loonkosten voor oudere werknemers in bedrijfstakpensioenfondsen binnen de perken na de overstap op kapitaalopbouw.

Ook kan bij een verdere stijging van de levensverwachting de premievrijval worden ingezet die het gevolg is van een hogere pensioenleeftijd in lijn met de AOW-leeftijd. Ten slotte is denkbaar dat de transitiegeneraties extra publieke pensioenrechten opbouwen via een tijdelijke of permanente inkomensafhankelijke kop op de AOW.

**Het tweede transitievraagstuk betreft het omzetten van de bestaande aanspraken naar financiële vermogenstitels.** De auteurs zijn het erover eens dat bestaande aanspraken idealiter worden omgezet in kapitaal door de waarde van de bestaande aanspraken zo goed mogelijk te bepalen. Als dit 'invaren' onmogelijk blijkt, is een alternatieve optie dat (jonge) deelnemers de keuze krijgen om op individuele basis in te varen. Hierbij is een gedegen keuzemenu essentieel inclusief een goede default voor degenen die niet willen of kunnen kiezen. Daarnaast is het een optie om alleen bij nieuwe opbouw met kapitaal met aanvullende risicodeling te werken. Bestaande aanspraken blijven dan in de bestaande fondsen die vervolgens sluiten voor nieuwe opbouw. Bij een lage dekkingsgraad kan een tijdelijke herstellpremie of een bruidsschat van de werkgever voorkomen dat bestaande rechten waarde verliezen als gevolg van het sluiten van het fonds.

## Duurzame vormgeving van het Nederlandse collectieve aanvullende pensioen

Ilja Boelaars, Lans Bovenberg, Dirk Broeders, Peter Gortzak, Sacha van Hoogdalem,

Theo Kocken, Marcel Lever, Theo Nijman en Jan Tamerus<sup>3</sup>

December 2014<sup>4</sup>

### Deel II: Analyse

#### 1. Inleiding

Pensioen staat prominent op de agenda vanwege vergrijzing, veranderende maatschappelijke opvattingen en wijzigende arbeidspatronen. Het analyseren van de vormgeving van het Nederlandse stelsel van aanvullende pensioenen door negen auteurs met verschillende achtergronden en invalshoeken bleek een verrassend en vruchtbaar avontuur. Het onderling begrip is na vele bijeenkomsten gegroeid. Ten aanzien van een belangrijk aantal beleidsvoorkeuren is er eensgezindheid, al blijven de beleidsaanbevelingen soms verschillen. Het tweede deel van de studie beschrijft de beleidsopties en afruilen die wij geïdentificeerd hebben ten behoeve van een duurzame vormgeving van de aanvullende pensioenen. Niet elke zin zou zo door elke individuele auteur geformuleerd zijn, maar alle auteurs onderschrijven de hoofdlijnen van de analyse. Het eerste deel van deze studie bespreekt de preferenties van de verschillende auteurs op de afruilen die in dit stuk worden geschetst.

Deze studie onderscheidt in paragraaf 2 verschillende functies die relevant zijn bij het opbouwen en uitkeren van pensioen. Het ontvlechten van die functies is van belang om de duurzaamheid van het pensioenstelsel te versterken. We onderscheiden drie hoofdcategorieën: keuzefuncties, inkoopfuncties en risicodelingsfuncties. De eerste functie van een pensioenstelsel is het maken van keuzes. Pensioen is een complex financieel product waar belangrijke keuzes aan bod zijn zoals hoeveel premie in te leggen of hoeveel pensioen uit te keren, hoe te beleggen en welke risico's te verzekeren. Bijna alle individuen hebben veel moeite met financiële beslissingen voor de lange termijn. De tweede functie is het creëren van inkoopkracht door het vormen van collectiviteiten. Bij het collectief inkopen van diensten gaat het om pensioenadministratie, risicobeheer (bijvoorbeeld ALM), vermogensbeheer en verzekeringen. Sociale partners bepalen met hulp van de overheid in de vorm van de verplichtstelling de reikwijdte van de collectiviteiten. De derde functie is het delen van risico's. Het gaat dan om het toerekenen van risico's aan de verschillende deelnemers maar ook om het waarderen daarvan door bijvoorbeeld het vaststellen van kostendekkende premies en conversietarieven. Dit is vooral van belang voor niet-op-financiële markten verhandelde risico's, zoals langlevensrisico en inflatierisico. Ook kunnen toekomstige generaties delen in de huidige risico's via herstellpremies en buffers.

---

<sup>3</sup> Alle auteurs participeren op persoonlijke titel.

<sup>4</sup> Het eerste deel van de studie is in november 2014 gepubliceerd.

Paragraaf 3 analyseert de trends in de samenleving die van belang zijn voor de vormgeving van het pensioenstelsel en gaat nader in op bedreigingen voor de duurzaamheid van het bestaande stelsel.

Paragraaf 4 presenteert een aantal uitgangspunten waar de invulling van de in paragraaf 2 genoemde functies van een pensioenstelsel idealiter aan zou moeten voldoen. Voorbeelden van uitgangspunten zijn een levenslang pensioen, keuzevrijheid voor collectieven, optimale risicodeling en objectieve waardering van pensioenaanspraken om conflicten tussen groepen deelnemers te voorkomen. Sommige uitgangspunten staan op gespannen voet met elkaar. Deze paragraaf bespreekt daarom ook de belangrijkste afruilen die hieruit voorkomen.

In paragraaf 5 wordt ingegaan op een aantal concrete invullingen van het pensioencontract. Naast de bestaande regelgeving rond premieovereenkomsten en uitkeringsovereenkomsten wordt onder meer ingegaan op beleggen in de uitkeringsfase bij premieovereenkomsten en op het werken met kapitaalopbouw voordat een (al dan niet collectieve) annuïteit wordt aangekocht. Kenmerkend is daarbij dat de waarde van de pensioentoezegging transparant wordt bijgehouden en fluctuaties daarin worden verantwoord. Ook worden verschillende invullingen verkend van Persoonlijke PensioenRekeningen (PPR) op basis van kapitaal met aanvullende risicodeling (zie ook Bovenberg en Nijman (2014)). In een PPR vormt het vermogen op zijn of haar persoonlijke beleggingsdepot ook tijdens de uitkeringsfase het eigendomsrecht van de deelnemer. Na pensionering wordt het kapitaal op de PPR 'toekomstbestendig' uitgekeerd. Dit houdt in dat de uitkering van vandaag naar verwachting de rest van het leven kan worden volgehouden. Als gekozen wordt om van het huidige systeem over te stappen naar kapitaalopbouw is sprake van twee belangrijke transitievraagstukken. Deze worden besproken in het derde deel van deze studie. Het gaat daarbij om het uitfaseren van de doorsneesystematiek en het omzetten van bestaande aanspraken (annuïteitspunten) naar nieuwe aanspraken (in kapitaalseenheden). Deze twee vraagstukken komen aan de orde in paragraaf 6 en 7.

Paragraaf 6 bespreekt de twee deelproblemen die zich voordoen als afscheid genomen wordt van de doorsneesystematiek: (1) het feit dat de meeste pensioenopbouw aan het einde van het arbeidzame leven plaatsvindt en (2) de impliciete subsidie aan (bedrijven met voornamelijk) oudere werknemers in bedrijfstakpensioenfondsen.

Paragraaf 7 onderzoekt de mogelijkheden voor "invaren" bij het omzetten van bestaande aanspraken naar nieuwe aanspraken maar verkent ook de alternatieve optie om alleen bij nieuwe opbouw met kapitaalopbouw te werken.

In paragraaf 8 worden ten slotte een aantal afsluitende opmerkingen gemaakt.

## **2. Pensioenfonds als platform**

### *Drie hoofdfuncties*

Deze paragraaf beschrijft de functies die relevant zijn bij het opbouwen en uitkeren van pensioen. Er wordt een denkraam gepresenteerd waarin de gedeelde uitgangspunten en afruilen worden geformuleerd. We delen de functies in drie hoofdcategorieën in: keuzearchitectuur, inkoop en

risicodeling. De met deze hoofdcategorieën corresponderende functies zijn de keuzefuncties, de inkoopfuncties en de risicodelingsfuncties. De imperfecties die te maken hebben met de keuzefuncties liggen vooral op het terrein van de gedragsproblemen. De risicodelingsfuncties beogen marktimperfecties te ondervangen. De inkoopfuncties betreffen zowel gedragsproblemen als marktimperfecties.

#### *Verschillende partijen oefenen functies uit*

De voornoemde functies kunnen worden uitgeoefend door verschillende partijen, bijvoorbeeld sociale partners, het pensioenfonds, andere financiële stellingen, de overheid en individuele deelnemers. Soms spelen meerdere partijen een rol bij het uitoefenen van een functie. Zo kunnen de sociale partners de premie-inleg en pensioenopbouw vaststellen binnen de door de overheid bepaalde fiscale ruimte en kan de individuele deelnemer de door het fonds vastgestelde inleg en de daarbij horende pensioenopbouw soms nog verhogen binnen de beschikbare fiscale ruimte.

#### *Afruilen*

Elke institutionele vormgeving van een pensioenstelsel definieert een platform waarop de verschillende functies zijn belegd. Tabel 2.1 geeft aan hoe de combinaties van functies en de voor deze functies verantwoordelijke partijen er momenteel uitzien binnen uitkeringsovereenkomsten die door verplicht gestelde pensioenfondsen worden uitgevoerd. Bij het al of niet meer collectief uitoefenen van een functie blijkt sprake te zijn van afruilen. Zowel aan het overlaten van een functie aan individuele deelnemers als aan het collectief invullen van deze functie (door de sociale partners, een pensioenfondsbestuur of de overheid) blijken voor- en nadelen te kleven. Deze afruilen vinden hun oorsprong in gedragsproblemen en marktimperfecties. Tabel 2.2 geeft de invulling van functies bij premieovereenkomsten.

### **2.1 Keuzearchitectuur**

In elk pensioenstelsel worden op vele niveaus keuzes gemaakt. Het bieden van de juiste keuzeruimte (niet te weinig maar ook niet te veel) aan de verschillende belanghebbenden is een belangrijk element van een aantrekkelijk pensioenplatform. Deze paragraaf werkt dit nader uit voor de pensioeninleg, het uitkeren van pensioen, het beleggen, het verzekeren van risico's en de communicatie over keuzes en pensioenvooruitzichten. We beperken ons daarbij tot de vraag hoe het "platform" nu voor door pensioenfondsen uitgevoerde uitkeringsovereenkomsten is ingericht.

Tabel 2.1. Wie doet wat in uitkeringsovereenkomsten ?

De huidige verdeling van verantwoordelijkheden in uitkeringsovereenkomsten die door verplicht gestelde pensioenfondsen worden uitgevoerd.

Wat / Wie	Overheid	Sociale partners	Pensioenfondsen	Individuele deelnemers
<b>Keuzearchitectuur</b>				
Inleggen	Fiscale ruimte en FTK regels voor kostendekkende doorsneepremie	Bepaling verplichte opbouw en premie-inleg	Administratie premie en opbouw, bepalen prijs voor opbouw	Vrijwillige extra opbouw
Uitkeren	Fiscale grenzen en FTK indexatieregels	Bepalen minimale pensioenleeftijd	Indexatiebeslissing, administratie en bepalen actuariel neutrale prijzen voor individuele keuzes	Pensioenleeftijd, hoog-laag constructies, uitruil nabestaanden- en ouderdomspensioen
Beleggen	FTK toezicht en disconteringsregels		ALM en keuze risicoprofiel	
Verzekeren	Verplichte levenslange uitkering voor fiscale omkeerregel	Default partnerpensioen	Bepalen actuariel neutrale prijzen voor individuele keuzes	Vrijwillige extra nabestaanden- of arbeidsongeschiktheid dekking
Communicatie	Communicatie voorschriften;		Implementatie communicatievoorschriften	
<b>Inkoopfuncties</b>				
Collectieve inkoop	Grote en kleine verplichtstellingen	Vormen van verplichte collectiviteiten	Uitoefenen inkoopfunctie door aanbesteding	
Organiseren verzekerings-solidariteit	Grote en kleine verplichtstellingen	Vormen van verplichte solidariteitskringen	Eventueel aanbesteden externe verzekeraar, Beprijzen langlevensverzekering (inclusief de doorsneesystematiek)	
Herverdelingsfunctie	Doorsneesystematiek verplicht bij grote verplichtstelling	Vaststellen doorsneeopbouw	Vaststellen doorsneepremie	
<b>Risicodelingsfuncties</b>				
Onderlinge verzekeraar	Grote en kleine verplichtstellingen	Keuze voor grote verplichtstelling	Beprijzen verzekeringen (incl. beloning risicodragers)	
Interne handel macro risico's			Beprijzen interne handel	
Discretionaire heronderhandelingen afspraken	Wetgeving evenwichtige belangenbehartiging door fonds bestuur		Discretionaire bevoegdheid	
Buffers, uitsmeren en premiestuur	FTK grenzen buffers en kostendekkende premies + hersteltermijn	Onderhandelen met pensioenfondsbestuur over premiestelling	Onderhandelen met sociale partners over premiestelling	

Tabel 2. 2 Wie doet wat in premieovereenkomsten ?

De huidige verdeling van verantwoordelijkheden in premieovereenkomsten in tweede pijler die door PPI of verzekeraar worden uitgevoerd.

Wat / Wie	Overheid	Sociale partners	PPI of verzekeraar	Individuele deelnemers
<b>Keuzearchitectuur</b>				
Inleggen	Fiscale ruimte	Bepaling premie-inleg	Administratie gevolgen inleg voor opgebouwd kapitaal	Vrijwillige extra inleg
Uitkeren	Voorschrijven nominale annuïteit en minimale pensioenleeftijd		Onderhandelen met verzekeraars over prijzen annuïteit	Pensioenleeftijd, keuze levens waarop annuïteit wordt geschreven, shoprecht
Beleggen	AFM regels zorgplicht	Keuze defaults life-cycles	Aanbod verschillende default life-cycles	Keuze life-cycles als men wil afwijken van default
Verzekeren	Voorschrijven aankopen nominale annuïteit op pensioenleeftijd	Keuze default partnerpensioen en andere verzekeringsproducten	Onderhandelen met verzekeraars over prijzen verzekeringen	Vrijwillige extra nabestaanden- of arbeidsongeschiktheid dekking
Communicatie	Communicatie voorschriften		Implementatie communicatievoorschriften	
<b>Inkoopfuncties</b>				
Collectieve inkoop	Kleine verplichtstelling	Vormen van verplichte collectiviteiten en kiezen PPI	Inkoopfunctie bij andere financiële instellingen	
Organiseren verzekerings-solidariteit	Kleine verplichtstelling	Vormen van verplichte solidariteitskringen mogelijk voor bepaalde verzekeringen	Aanbesteden externe verzekeraar	
Herverdelingsfunctie		Vaststellen individueel shoprecht	Verzekeringstarieven en individueel shoprecht bepalen mogelijke herverdeling	
<b>Risicodelingsfuncties</b>				
Onderlinge verzekeraar	Nvt	Nvt	Nvt	
Interne handel macro risico's	Nvt	Nvt	Nvt	
Discretionaire heronderhandelingen afspraken	Nvt	Verschuiven geen marktwaarde tussen deelnemers	Verschuiven geen marktwaarde tussen deelnemers	
Buffers, uitsmeren en premiestuur	Nvt	Nvt	Nvt	



### 2.1.1 Inlegfunctie

#### *Rol voor sociale partners, pensioenfondsen en fiscus*

Als onderdeel van de arbeidsvoorwaarden wordt een deel van de arbeidsvoorwaardenruimte benut om verplicht pensioen op te bouwen. De sociale partners kunnen dus een belangrijke rol spelen bij het uitvoeren van de inlegfunctie. De overheid bepaalt door middel van het Witteveenkader de maximale fiscale ruimte voor de sociale partners. In sommige sectoren wordt niet de volledige fiscale ruimte benut en kunnen individuele deelnemers kiezen om meer premie in te leggen dan het door de cao-partijen afgesproken premieniveau. Verder legt het FTK eisen op aan de voor een bepaalde pensioenopbouw vereiste premie.

#### *Afruil*

Bij het collectief vastleggen van de premie-inleg bestaat er een afruil tussen het voorkomen van verkeerde beslissingen van het individu enerzijds en het bieden van voldoende individueel maatwerk anderzijds. Collectieve en individuele elementen spelen allebei een rol bij de bepaling van de inleg. Een collectieve invulling van de inlegfunctie beschermt werkenden tegen hun eigen myopische gedrag (d.w.z. tegen korte termijn denken). Bovendien kunnen collectieve elementen voorkomen dat individuen te weinig sparen en ze tijdens hun pensioen een beroep moeten doen op inkomensafhankelijke voorzieningen (zoals de huurtoeslag of de WMO en AWBZ). Collectieve besluitvorming over de premie-inleg om dergelijke interne of externe effecten te voorkomen gaat echter wel gepaard met bestuurlijke risico's. Verder kan het spaarniveau dat collectief wordt gekozen te laag of te hoog zijn voor een specifiek individu zodat het gekozen spaarniveau niet goed is afgestemd op de individuele omstandigheden van sommige deelnemers.

### 2.1.2 Uitkeringsfunctie

#### *Rol voor pensioenfondsen, fiscus en wetgever*

Het pensioenfonds voert de uitkeringsfunctie uit, bijvoorbeeld door pensioenen te indexeren of juist te korten en door individuele deelnemers de mogelijkheid te bieden pensioen eerder of later in te laten gaan. De wetgever legt via het FTK het bestuur bepaalde grenzen op ten aanzien van kortings- en indexatiebesluiten. Zo kent het nieuwe FTK regels voor zogenaamde toekomstbestendige indexatie.

Verder begrenst de fiscus niet alleen de inlegfunctie maar ook de uitkeringsfunctie<sup>5</sup>. Fiscaal gefaciliteerde pensioenopbouw in de tweede pijler is alleen toegestaan als pensioenrechten worden uitbetaald in de vorm van levenslange uitkeringen. Hoog-laag constructies, het door de deelnemer zelf kiezen van de ingangsdatum van het pensioen en het uitruilen van ouderdomspensioen en nabestaandenpensioen zijn daarbij binnen zekere grenzen geoorloofd. Pensioenregelingen bieden de individuele deelnemer meestal een zekere keuzeruimte op deze dimensies. Dergelijke keuzes

---

<sup>5</sup> De inleg- en uitkeringsfunctie kunnen als één (ont)spaarfunctie worden gezien waarin de uitkering een negatieve inleg is.

voor het individu worden doorgaans actuarieel fair ingericht zodat individuele keuzes de economische waarde van de pensioentoezegging niet of nauwelijks beïnvloeden.

### *Afruil*

Bij het collectief vastleggen van de uitkeringsgrenzen bestaat er evenals bij de inlegfunctie een afruil tussen het voorkomen van verkeerde beslissingen van het individu enerzijds en het bieden van voldoende individueel maatwerk anderzijds. Een collectieve invulling van de uitkeringsfunctie (inclusief de wettelijke verplichting dit als levenslange uitkering te doen) beschermt deelnemers tegen myopisch gedrag. Bovendien voorkomen deze beperkingen op de uitkeringsfunctie dat burgers aan het einde van hun leven een beroep moeten doen op inkomensafhankelijke publieke voorzieningen. Wel kan het zo zijn dat de collectief vastgestelde uitkeringen niet goed zijn afgestemd op de individuele omstandigheden van deelnemers.

### 2.1.3 Beleggingsfunctie

Door de keuze van de beleggingen bepaalt het pensioenfondsbestuur het risicoprofiel van de individuele uitkeringen van de deelnemers. Deze taak van risicobeheerder wint aan belang voor deelnemers, nu het premie-instrument fors aan kracht heeft ingeboet en sociale partners zich daardoor steeds meer hebben moeten terugtrekken als risicodragers. Hierdoor komen de risico's veel nadrukkelijker dan voorheen expliciet bij de deelnemers te liggen.

### *Beleggingsportefeuille gericht op stabiliteit uitkering*

In haar functie van risicobeheerder bepaalt het pensioenfondsbestuur hoe men de beleggingsportefeuille wil richten op de gewenste risico's in de uitkeringen. De 'verplichtingen' worden zo goed mogelijk afgedekt via deze *liability matching* portefeuille (of *hedge* portefeuille). Deze 'verplichtingen' zijn (deels of geheel onzekere) levenslange uitkeringen inclusief de eventuele indexatieambitie waarbij gekozen kan worden voor bijvoorbeeld prijsindexatie of loonindexatie.<sup>6</sup> Het helder definiëren van het beleggingsdoel (in termen van ambitie, risicohouding en de keuze tussen een nominale of een reële pensioenambitie) bevordert dat het afdekken van het risico van wijzigingen in verwachte toekomstige rendementen voldoende aandacht krijgt.

Naast het pensioenfondsbestuur speelt ook de overheid een rol bij de bepaling van de *liability matching* portefeuille. De keuze van de *liability matching* portefeuille wordt namelijk mede beïnvloed door de in het FTK opgelegde disconteringsmethodiek met de nominale, risicovrije rente. De nominale disconteringsmethodiek resulteert in een beleggingsspagaat bij het afdekken van renterisico voor de fondsen die hun verplichtingen in reële termen wensen te definiëren. Deze spagaat vindt zijn oorsprong in een sturing bij veranderingen in de nominale rente die niet automatisch past bij het door het fonds geprefereerde risicoprofiel van de geambieerde uitkeringsstroom. Zowel de overheid als het pensioenfondsbestuur speelt dus een rol bij de bepaling

---

<sup>6</sup> Prijs- en loonindexatie worden niet of nauwelijks verhandeld op financiële markten. De *liability matching* portefeuille die het beste de verplichtingen afdekt is dan niet objectief gegeven maar hangt af van subjectieve *investment beliefs* over de samenhang van verhandelbare risicofactoren met de lonen en de prijzen.

van de *liability matching* portefeuille. Doordat een liquide markt voor (Nederlandse) prijs- en looninflatie ontbreekt, is het sturen op veranderingen in de reële rente complex.

#### *Portefeuille gericht op rendement*

Naast de *liability matching* portefeuille kiest het pensioenfonds een *return* portefeuille gericht op het verdienen van risicopremies in de financiële markten. Deze return portefeuille wordt naast de risicobereidheid van de deelnemers ook bepaald op basis van door het bestuur geformuleerde *investment beliefs* over verwachte rendementen en de volatiliteit van beleggingen. Voor elke op de financiële markten verhandelde risicofactor en voor elke beleggingshorizon kan men in principe een *liability matching* en *return* portfolio definiëren.

#### *Afruil*

Bij het collectief uitoefenen van de beleggingsfunctie bestaat er evenals bij het collectief uitoefenen van de inleg- en uitkeringsfuncties een afruil tussen het voorkomen van onverstandige beslissingen van het individu enerzijds en het bieden van voldoende maatwerk (afgestemd op de voorkeuren en kennis van de situatie van het individu) anderzijds. In de huidige uitkeringsovereenkomsten vult het pensioenfondsbestuur de beleggingsfunctie op collectief niveau in. Het bestuur kan ook voor elk individu een eigen beleggingsbeleid (bv. in de vorm van een *liability matching* en *return* portfolio) definiëren afhankelijk van individuele preferenties (over de pensioenambitie, intertemporele substitutie en risicoaversie) en *investment beliefs* (over verwachte rendementen, verwachte (loon)inflatie en (correlaties tussen) risico's).

#### 2.1.4 Verzekeringsfunctie

De beleggingsfunctie betreft systematische ('macro') risico's maar de verzekeringsfunctie gaat vooral over de idiosyncratische ('micro') risico's. Deze micro risico's zijn individuele risico's die niet gecorreleerd zijn tussen individuen. Voorbeelden van verzekeringen die dergelijke micro risico's *poolen* zijn ouderdomspensioen (verzekering tegen individueel langlevensrisico), nabestaandenpensioen (verzekering tegen individueel kortlevensrisico) of arbeidsongeschiktheidspensioen (verzekering tegen het risico van arbeidsongeschiktheid).

#### *Aard, looptijd en flexibiliteit van de verzekeringen*

Sociale partners schrijven de verschillende verzekeringen voor, bijvoorbeeld of er sprake is van nabestaandenverzekering. Eventueel kan er hier ook keuzeruimte geboden worden aan de deelnemers, waarbij het collectief aangeeft welke keuzes mogelijk zijn en standaarden ontwikkelt die gelden als de individuele deelnemer geen actieve keuze maakt voor de verschillende verzekeringen. Een belangrijke dimensie daarbij is de looptijd van de verzekeringen. Een nabestaandenverzekering op risicobasis houdt bijvoorbeeld in dat er geen risicodekking meer is als de betreffende deelnemer geen premie meer betaalt. In een nabestaandenverzekering op opbouwbasis daarentegen bouwt de deelnemer rechten op voor de rest van zijn leven, ook al betaalt de deelnemer geen premie meer.

De looptijd van de verzekeringen is gerelateerd aan de flexibiliteit om verzekeringen aan te passen aan nieuwe omstandigheden. Zo zijn verzekeringen tegen langlevensrisico (en de levens waarop deze verzekering is afgesloten) na een bepaalde conversieleeftijd (meestal de pensioenleeftijd) onomkeerbaar om selectie te voorkomen. Voor deze conversieleeftijd is het nog wel mogelijk om bijvoorbeeld ouderdomspensioen en nabestaandenpensioen uit te ruilen. De nabestaandenverzekering is dan dus nog wel omkeerbaar.

#### *Systematische risico's en verzekeringen*

Hoe de verzekering reageert op systematische schokken is een volgende relevante dimensie van verzekeringen. Het gaat dan vooral om schokken in systematisch langlevensrisico. Beweegt de verzekerde uitkering mee met een aanpassing van de prognose sterftetabels of niet? Als dat niet het geval is wordt niet alleen het idiosyncratische maar ook het systematische langlevensrisico van het betrokken individu verzekerd.<sup>7</sup>

#### *Afruil*

Bij het collectief uitoefenen van de verzekeringsfunctie bestaat er evenals bij het collectief vormgeven aan de inleg- en uitkeringsfuncties een afruil tussen het voorkomen van verkeerde beslissingen enerzijds en het bieden van voldoende maatwerk anderzijds.

#### 2.1.5 Communicatie

Een belangrijke functie is communicatie over het verwachte pensioenresultaat en de risico's daaromheen. Deze resultaten zijn parameter- en modelafhankelijk en de overheid begrenst daarom de mogelijke parameters en modellen. Communicatie is extra van belang als individuen keuzeruimte hebben. De manier waarop informatie wordt verstrekt blijkt de gemaakte keuzes namelijk vaak te beïnvloeden. De communicatie is dus nauw gerelateerd aan de zorgplicht als er sprake is van individuele keuzeruimte.

### **2.2 Inkoopfunctie**

#### 2.2.1 Collectiviteit vormen ten behoeve van inkoopkracht en lagere distributiekosten

Inkoopkracht vraagt het vormen van collectiviteiten van vragers. Sociale partners vervullen de rol van het creëren van collectiviteiten in de tweede pijler. De overheid helpt hen hierbij door de verplichtstelling. Werkgever worden immers verplicht zich aan te sluiten bij het in de sector opgerichte pensioenfonds.

Naast de creatie van inkoopkracht heeft deze verplichte winkelnering als voordeel dat marketingkosten worden bespaard. Verplichte aansluiting van werknemers bij een entiteit die de in te kopen financiële diensten gezamenlijk aanbesteedt, beperkt de transactiekosten verbonden aan

---

<sup>7</sup> Daarbij moet wel worden opgemerkt dat veranderingen in de prognosetabel doorwerken in de dekkingsgraad en op deze manier de uitkeringen kunnen beïnvloeden als er sprake is van een onderlinge verzekeraar in de vorm van een pensioenfonds.

de distributiefunctie van complexe *low-interest* pensioenproducten. Het zorgt ook voor continuïteit bij illiquide beleggingen als onderdeel van de beleggingsfunctie. Deze illiquide beleggingen kunnen niet alleen de risk-return trade-off van het fonds verbeteren maar ook een maatschappelijk belang vertegenwoordigen.

De inkoopfunctie (c.q. aanbestedingsfunctie) zelf wordt vervuld door pensioenfondsen. Bij het collectief inkopen van diensten gaat het om administratie, riskmanagement (bijvoorbeeld ALM), vermogensbeheer en verzekeringen. Met collectieve aanbesteding staan pensioenfondsen financieel analfabete deelnemers bij om op de financiële markten en verzekeringsmarkten te navigeren bij hun financiële planning gedurende de levensloop. Zo verzachten pensioenfondsen de *agency* en *governance* problemen op financiële markten die voortkomen uit gedragsproblemen. Verder kunnen deelnemers zo profiteren van schaalvoordelen in bijvoorbeeld vermogensbeheer.

#### *Afruïl tussen individuele en collectieve besluitvorming*

Tegenover de voordelen van verplichte deelname (in termen van inkoopkracht, schaalvoordelen, minder transactiekosten en het verzachten van inkoopproblemen) staan de mogelijke risico's van collectieve besluitvorming en het beperken van individuele keuzevrijheid en daarmee concurrentie. Zo moeten de voordelen van collectieve inkoop op een bepaalde manier verdeeld worden over de individuele deelnemers. Hierover kunnen conflicten ontstaan binnen de collectiviteit: tegenover het parallel lopende belang om de inkooprijzen te verlagen, staat het conflicterende belang van de verdeling van deze voordelen van het samen optrekken. Er worden dan ook hoge eisen gesteld aan de governance van de collectiviteit om evenwichtige belangenafweging te waarborgen.

#### 2.2.2 Organiseren van verzekeringssolidariteit

De functie van het creëren van verzekeringssolidariteit wordt vervuld door de sociale partners met hulp van de overheid in de vorm van de verplichtstelling. Het organiseren van deze solidariteit in verplichte solidariteitskringen voegt waarde toe omdat de individuele verzekeringsmarkt worstelt met informatieproblemen; asymmetrische informatie over de risico's bij specifieke individuen leidt in de individuele verzekeringsmarkt tot kosten van *selectie, screening en signaling*. Collectieve risicodeling binnen een voldoende homogene verplichte solidariteitskring zorgt er voor dat deelnemers geen externe verzekeraar hoeven te betalen voor het organiseren van deze verzekeringssolidariteit en dat ongewenste solidariteit tussen ongerelateerde, heterogene groepen wordt voorkomen. Collectieve risicodeling binnen een verplichte solidariteitskring is ook de basis van intergenerationele risicodeling waardoor tot efficiëntere pensioenuitkomsten kan worden gekomen (zie paragraaf 2.3.2 en 2.3.4). Daar staat wel tegenover dat verplichte aansluiting bij een solidariteitskring concurrentie op de verzekeringsmarkt elimineert met mogelijk negatieve gevolgen voor de prikkels om in te spelen op individuele wensen. Ook kan ongewenste herverdeling optreden omdat concurrentie niet langer afdwingt dat inkooptarieven dicht in de buurt liggen van de waarde van de pensioenproducten.

#### *Afruïl tussen reikwijdte verzekeringssolidariteit en mogelijke interne verdelingsconflicten*

Hoe groter de reikwijdte en hoe meer heterogene groepen (in termen van resterende

levensverwachting op een bepaalde leeftijd) bij de risicodeling worden betrokken, hoe beter de risicodeling in principe kan zijn, maar ook hoe ingewikkelder de beprijzing en *governance* vragen worden. Dan gaat het bijvoorbeeld om de vraag in hoeverre degenen met een lagere levensverwachting (op een bepaalde leeftijd) solidair moeten zijn met anderen door deze deelnemers in te delen in een solidariteitskring met deelnemers met een hogere levensverwachting zonder dat er prijsdifferentiatie wordt toegepast bij het inkopen van de (uitgestelde) annuïteiten. Beter risicodeling door het verhelpen van marktfalen op de verzekeringsmarkt gaat dus gepaard met mogelijk controversiële solidariteitsvragen.

In feite betreft het hier een afruil tussen optimale risicodeling enerzijds en het risico dat deze collectiviteit door onderlinge conflicten over de beprijzing (d.w.z. het verdelen van de voordelen van gezamenlijk optrekken) uiteen valt anderzijds. Het feit dat individueel langlevensrisico niet goed verhandelbaar is vanwege asymmetrische informatie over de individuele levensverwachting biedt meerwaarde aan een verplichte solidariteitskring, maar die slechte verhandelbaarheid creëert tegelijkertijd ook potentiële conflicten over de beprijzing van individuele langlevensrisico's binnen zo'n verplichte collectiviteit. Elke solidariteitskring zal daarin een eigen keuze moeten maken afhankelijk van bijvoorbeeld de samenhang en de continuïteit van de betreffende solidariteitskring en de kwaliteit van de governance.

### 2.2.3 Herverdelingsfunctie bij beprijzen van collectief ingekochte levenslange uitkeringen

Een potentieel controversiële verdelingsvraag betreft de doorsneesystematiek. Verplicht gestelde pensioenfondsen zijn wettelijk verplicht de doorsneesystematiek te hanteren. Voor alle deelnemers wordt een zelfde percentage van het pensioengevend salaris afgedragen. In ruil daarvoor krijgen deelnemers het recht op een levenslange pensioenuitkering ter grootte van een leeftijdsonafhankelijk percentage van dat pensioengevende salaris. Het uitsluiten van prijsdifferentiatie bij de aankoop van een uitgestelde levenslange annuïteit resulteert niet alleen in (herverdelende) solidariteit binnen een generatie (tussen bijvoorbeeld mannen met een relatief lage levensverwachting en vrouwen met een relatief hoge levensverwachting), maar ook in generatiesolidariteit. De pensioenrechten die jongere werknemers opbouwen zijn namelijk goedkoper dan die van ouderen. De rechten van jongeren komen immers later tot uitkering. Beleggingsopbrengsten financieren daardoor een groter deel van de uitkering. Omdat zij dezelfde doorsneepremie inleggen als ouderen betalen jongeren mee aan het pensioen van oudere werknemers. Zo is er sprake van een omslagelement in kapitaalgedekte pensioenen en oefenen pensioenfondsen in feite een herverdelingsfunctie (tussen generaties) uit.

## **2.3 Risicodelingsfunctie**

*Collectieve risicodeling breidt financiële markt uit, maar resulteert in bestuurlijke risico's*  
De risicodelingsfunctie betreft het organiseren van risicodeling binnen een collectiviteit (c.q. onderlinge verzekeraar). Het gaat om het creëren van interne handel in risico's via solidariteitsafspraken tussen partijen die op de financiële markten niet of nauwelijks kunnen handelen in deze risico's.

*Afruïl reikwijdte risicodeling enerzijds en subjectieve beprijzing anderzijds*

Bij de invulling van de reikwijdte van deze risicodelingsfunctie heeft men te maken met een afruïl tussen het terugdringen van marktfalen (en de daarmee gepaard gaande meerwaarde van collectieve en intergenerationele risicodeling ten behoeve van een hoger en stabiel pensioen) enerzijds en de risico's van collectieve besluitvorming anderzijds. Naarmate we meer marktfalen oplossen door uitgebreidere interne handel, wordt het beprijzen van de onderlinge handel subjectiever en kwetsbaarder voor bestuurlijke risico's met zachtere individuele eigendomsrechten als gevolg. Als markten immers ontbreken, kan men geen beroep doen op objectieve marktwaardering om de solidariteitsafspraken te beprijzen. De uitdaging is om zowel de meerwaarde als de risico's van verkeerde beprijzing te kwantificeren bij iedere vorm van collectieve risicodeling.

*Afruïl tijdshorizon enerzijds en discontinuïteitsrisico anderzijds..*

Bij de reikwijdte van de risicodeling gaat het ook om de tijdshorizon waarover de afspraken zich uitstrekken. Naarmate het om langer lopende contracten gaat, neemt het risico toe dat één van de partijen niet aan zijn verplichtingen voldoet. Het daarmee gepaard gaande discontinuïteitsrisico en mogelijke heronderhandeling van eerdere solidariteitsafspraken vergroot de risico's van collectieve besluitvorming en maakt de waardering van de afspraken moeilijker. Eigendomsrechten worden daarmee zachter.

*...alsmede tussen beperken kredietrisico en ruimte voor individuele keuzevrijheid*

De lange-termijn solidariteitsafspraken worden geloofwaardiger door middel van solvabiliteitsvereisten en moeilijk overdraagbare collectieve buffers als onderpand. Beperkingen in individuele keuzevrijheid en concurrentie zijn dus het gevolg van het beperken van tegenpartijrisico (c.q. discontinuïteitsrisico) in de onderlinge verzekeraar. Er is dus een afruïl tussen de geloofwaardigheid van lange-termijn, illiquide (d.w.z. niet-verhandelbare) solidariteitsafspraken enerzijds en ruimte voor individuele keuzevrijheid, concurrentie en waardeoverdracht anderzijds.

2.3.1 Onderlinge verzekeraar met deelnemers als risicodragers langlevensrisico

In feite gaat het bij de in paragraaf 2.2.2 beschreven organisatie van verzekeringssolidariteit zowel om het collectief inkopen van verzekeringsdiensten als om het creëren van een interne markt voor het delen van idiosyncratisch langlevensrisico. Er is sprake van zowel een inkoopfunctie als een risicodelingsfunctie. De risicodelingsfunctie van het pensioenfonds kan verder worden uitgebreid door de verzekeringen niet collectief aan te besteden bij een externe verzekeraar, maar zelf uit te voeren. Het pensioenfonds wordt dan een onderlinge verzekeraar waarvan de deelnemers 'eigenaar' zijn. De deelnemers stellen in feite risicodragend vermogen ter beschikking aan de onderlinge verzekeraar.

*Afruïl betere risicodeling en de gebreken van collectieve besluitvorming*

Omdat de risicodragers geen keuzevrijheid hebben worden hoge eisen gesteld aan de collectieve besluitvorming binnen het collectief over de verdeelregels en de subjectieve prijzen waartegen deelnemers verzekeringen kunnen aankopen. Het gaat dan om het verdelen over de deelnemers

van de risico's die de onderlinge verzekeraar loopt alsmede om het vaststellen van de beloning welke toevalt aan de deelnemers die de risico's opvangen. In tegenstelling tot de situatie waarin het pensioenfonds de verzekering inkoopt bij een externe verzekeraar, bestaat er nu een belangentegenstelling tussen de deelnemers van het pensioenfonds over de hoogte van de inkooprijzen. Hoe groter de reikwijdte en hoe meer groepen met een verschillende gevoeligheid voor systematisch langlevensrisico bij de risicodeling worden betrokken, hoe beter de risicodeling in principe kan zijn maar ook hoe ingewikkelder de beprijzing en governance vragen worden. Ook hier zien we dus weer een afruil tussen optimale risicodeling enerzijds en het risico van afbreuk aan de collectiviteit door onderlinge conflicten over verdeelregels en beprijzing anderzijds. Verder moeten de risicodragers voldoende onderpand hebben (in termen van solvabiliteitsbuffers) om het contract voldoende geloofwaardig te maken, zeker als de continuïteit van de betreffende collectiviteit (sector of bedrijfstak) door de dynamiek van de moderne economie niet meer gegarandeerd kan worden. Dat compliceert individuele waardeoverdracht.

### 2.3.2 Interne handel in andere systematische risico's dan langlevensrisico

Pensioenfondsen hebben de mogelijkheid om ook andere risico's (naast individueel en systematisch langlevensrisico) die niet of nauwelijks op financiële markten worden verhandeld uit te ruilen tussen deelnemers. Dan gaat het bijvoorbeeld om (loon)inflatie. Zo kunnen pensioenfondsen gaten in financiële markten vullen.

#### *Afruil*

Verplicht gestelde pensioenfondsen maken rijkere risicodeling mogelijk dan de markt en kunnen daarom betere en stabielere pensioenuitkomsten genereren. Daar staat tegenover dat de discontinuïteit- en kredietrisico's (en de daarmee verbonden beperkingen in termen van individuele keuzevrijheid) alsmede de risico's rondom de collectieve besluitvorming over de verdeelregels en de prijsstelling groter worden naarmate de reikwijdte van de interne handel groter wordt in termen van de tijdshorizon en het aantal betrokken heterogene partijen. Ook kunnen strenge solvabiliteitsvereisten nodig zijn om tegenpartijrisico's te beperken.

### 2.3.3 Discretionaire heronderhandeling van lange-termijn solidariteitsafspraken

Het toelaten van discretie voor een pensioenfondsbestuur om een langlopend contract werkende de rit te wijzigen met herverdeling van marktwaarde tussen deelnemers kan gezien worden als een extra mogelijkheid tot risicodeling, namelijk van risico's die niet van tevoren konden worden voorzien. Het kan maatschappelijke meerwaarde opleveren als verdeelregels niet in beton gegoten zijn en op verstandige en evenwichtige wijze aangepast kunnen worden. Het complete contract betreft in die optiek een leidraad, geen halsband. Pensioenfondsen kunnen na een gebeurtenis die niet voorzien kon worden op een evenwichtige wijze waarde herverdelen tussen deelnemers. Het gaat bij een dergelijke discretionaire aanpassing in feite om het heronderhandelen van een lange-termijn, illiquide contract dat niet kan worden verkocht aan een derde partij. De mogelijkheid van heronderhandelen met herverdeling van marktwaarde kan nodig zijn om de continuïteit van de solidariteitskring te borgen.



*Afruil: betere risicodeling versus risico op interne belangenconflicten ...*

Discretionaire besluitvorming vraagt zeer goede waarborgen dat de besluitvormers de belangen van de verschillende deelnemers evenwichtig wegen. De mogelijkheid voor discretionaire besluitvorming brengt het risico met zich mee dat die tot belangenconflicten tussen deelnemers kan leiden en daarmee bestuurlijke risico's die de meerwaarde van de collectiviteit kunnen aantasten. Tegenover het eventuele voordeel dat onvolkomenheden in de pensioenregeling achteraf kunnen worden bijgestuurd, staat bovendien de extra onzekerheid voor deelnemers of (ex ante) afspraken in de toekomst wel worden nagekomen.

*..en politieke bemoeienis*

Het risico is verder dat de politiek de speelruimte van besturen gaat beperken als er belangenconflicten ontstaan binnen de fondsen. Een voorbeeld is het voorschrijven van regels (bijv. de duurzame indexatieregeling of de nominale discontovoet uit het nieuwe FTK) over hoe collectieve buffers moeten worden opgebouwd en uitgekeerd. Zo schrijft het nieuwe FTK een regel voor toekomstbestendige indexatie en een nominale rekenrente voor. Daarmee worden belangenconflicten binnen de fondsen beheerst maar wordt de keuzeruimte ten aanzien van de vormgeving van het pensioencontract ingeperkt.

#### 2.3.4 Betrek meer partijen bij risicodeling: collectieve buffers, uitsmeren en premiestuur

Pensioenfondsen kunnen financiële markten uitbreiden door meer partijen bij de risicodeling te betrekken door te gaan handelen met toekomstige deelnemers. Deze deelnemers kunnen bereid zijn tegen betere prijzen dan de markt te handelen omdat ze geen toegang hebben tot deze markt. De waarde die deze handel creëert kan worden gedeeld met de huidige deelnemers. Zo ontstaat een win-win situatie. Toekomstige generaties (vertegenwoordigd door sociale partners) zijn een voorbeeld van partijen die huidige deelnemers wellicht tegen betere tarieven dan de markt willen verzekeren. Deze partijen kunnen risicodragend kapitaal ter beschikking stellen tegen lagere tarieven dan de markt.

*Collectieve buffers betrekken toekomstige opbouw bij risicodeling...*

Voor wat betreft toekomstige generaties gaat het dan bijvoorbeeld om het opbouwen van collectieve buffers in goede tijden en het opeten van deze buffers in slechte tijden, waarbij de waardering van nieuwe opbouw mede gebaseerd is op een evenwichtswaarde voor de buffers. Als de collectieve buffers hoog zijn (boven het evenwichtsniveau waarop de premie gebaseerd is) zijn de huidige deelnemers solidair met toekomstige opbouw van huidige of toekomstige deelnemers. Maar als de buffers laag zijn ligt dit net andersom. In het eerste geval ligt de betaalde premie onder de waarde van de hiermee opgebouwde rechten (inclusief de impliciete waarde van de claim op de buffer), terwijl het in het tweede geval net andersom is: de betaalde premie is hoger dan de waarde van de hiermee aangekochte rechten zodat nieuwe opbouw de waarde van de reeds opgebouwde rechten ten goede komt. Er is dan sprake van een impliciete herstellpremie. Hetzelfde kan worden bereikt door schokken uit te smeren en nieuwe opbouw mee te laten delen in de onverwerkte schokken zonder dat de nog te verwerken schokken worden verdisconteerd in het inkooptarief. Ook kan de bestaande opbouw risico's delen met nieuwe opbouw doordat het fonds bij lage (hoge)

rentetarieven nieuwe rechten onder (boven) de economische waarde verstrekt. In dat geval kunnen er in slechte tijden met lage rentes de solidariteitsoverdrachten van bestaande rechten naar nieuwere rechten gaan in plaats van andersom. Hierdoor is een beter pensioenresultaat mogelijk.

*...met bestuurlijke risico's en discontinuïteitsrisico's*

Tegenover het voordeel van betere pensioenresultaten staat het risico van verdelingsconflicten, bijvoorbeeld over de formulering van opbouw en uitdeelregels en de beprijzing van de nieuwe opbouw. Deze regels bepalen de impliciete prijs waartegen deze handel tussen de huidige deelnemers en de toekomstige premiebetalers plaatsvindt. Verder bestaat er voor de huidige generaties bij lage buffers een discontinuïteitsrisico. Alleen het opbouwen van aanzienlijke buffers in goede tijden ten behoeve van toekomstige generaties biedt bescherming in slechte tijden omdat onderdekking maar beperkt mogelijk is. Het betrekken van toekomstige generaties bij het delen van toekomstige generaties resulteert ook in een *governance gap*: de toekomstige generaties zitten alleen via sociale partners aan tafel als er afspraken over hen gemaakt worden.

*Buffers en premiestuur maakt handel met toekomst effectiever...*

Werkenden en werkgevers kunnen risicodragend kapitaal ter beschikking stellen door middel van buffers en in de vorm van inhaalpremies. Ouderen worden verzekerd door het menselijk kapitaal van werkenden en eventueel het risicodragende kapitaal van bedrijven. Het gaat in feite om een solidariteitsafspraken tussen sociale partners enerzijds en het pensioenfondsbestuur als vertegenwoordiger van de deelnemers anderzijds.

*...maar effectiviteit wordt kleiner, terwijl het discontinuïteitsrisico groter wordt*

Daarbij moet wel bedacht worden dat het risicodragende kapitaal van werkenden en werkgevers door de vergrijzing, het volwassen worden van pensioenfondsen en reeds hoog opgelopen pensioenpremies beperkt is ten opzichte van de verplichtingen van pensioenfondsen. Het premie-instrument is 'bot' geworden. Bovendien dient de betreffende collectiviteit van werkenden beschermd te zijn tegen discontinuïteitsrisico. De vraag is hoe geloofwaardig langdurige intergenerationele contracten nog zijn nu de houdbaarheid van langdurige sociale contracten in bepaalde sectoren onder druk staat als gevolg van een steeds dynamischere economie.

### **3. Trends en probleemanalyse**

Een aantal trends vraagt om aanpassing van ons pensioenstelsel. Het gaat dan om trends die samenhangen met de vergrijzing en om maatschappelijke trends. De volgende twee paragrafen werken deze kort uit.

#### **3.1 Vergrijzing en betaalbaarheid: risico's bij deelnemers**

*Terugtrekken premiebetalers als risicodragers...*

Als gevolg van de vergrijzing van het deelnemersbestand van fondsen wordt het instrument van de premie bot bij het opvangen van schokken. De verplichtingen van pensioenfondsen worden te groot ten opzichte van de premiebasis en de toegevoegde waarde van bedrijven. Hierdoor komen de risico's veel nadrukkelijker dan voorheen expliciet bij de deelnemers te liggen. Daarbij komt dat de

levensduur van bedrijven en sectoren afneemt door een steeds dynamischere en meer concurrerende economie. Solidariteitsafspraken met deze partijen als onderdeel van de risicodelingsfunctie van pensioenfondsen worden door deze ontwikkelingen minder toekomstbestendig.

*...vraagt om complete contracten ten behoeve van heldere individuele eigendom...*

Systematische risico's (beleggingsrisico's, renterisico's, inflatierisico's en macro langlevenrisico's) liggen daardoor in toenemende mate bij de deelnemers. In een stelsel waarin risico's bij deelnemers liggen, groeit het belang van heldere afspraken over de verdeling van risico's over de deelnemers. De risicoverdeling is immers een belangrijk onderdeel van het individuele eigendomsrecht. In een *defined-benefit* stelsel (met door externe partijen (zoals bedrijven of verzekeraars) gegarandeerde uitkeringen) waren de eigendomsrechten gedefinieerd in termen van gegarandeerde levenslange uitkeringen (c.q. de ondergrens van nominale garanties). In een stelsel waar de risico's bij de deelnemers liggen is het helder definiëren van eigendomsrechten van groot belang om interne conflicten binnen pensioenfondsen over het verdelen van schokken te voorkomen. 'Zachte' (d.w.z. risicodragende) aanspraken vragen 'harde' eigendomsrechten in de vorm van heldere afspraken wie welke risico's opvangt en hoe de risicodragers daarvoor worden beloond. Dit om conflicten tussen de deelnemers te voorkomen over de verdeling en de waardering van risico's die pensioenfondsen nemen.

*...en om maatwerk in risicobeheer*

Het ontbreken van externe partijen die risico's opvangen vraagt om risicobeheer in het belang van de deelnemers. Dit betekent het afstemmen van risico's op de bereidheid en capaciteit van deelnemers om deze risico's te dragen en de macro-economische omstandigheden. Maatwerk in en flexibiliteit van riskmanagement winnen dus aan belang.

*Heldere eigendomsrechten maken maatwerk en discretie mogelijk*

Heldere eigendomsrechten enerzijds en maatwerk en discretionaire speelruimte in riskmanagement anderzijds hangen nauw samen. Keuzevrijheid voor pensioenfondsbesturen in risicobeheer vraagt om goede prijzen en transparantie over eventuele gevolgen voor de deelnemers, om te voorkomen dat discretionaire keuzes resulteren in negatieve externe effecten voor bepaalde deelnemers. Vrijheid in het vormgeven van beleggingsfunctie vraagt disciplinerende transparantie over de gevolgen daarvan voor individuele deelnemers.

*Zonder heldere eigendomsrechten beperkt overheid discretie besturen...*

Zonder heldere eigendomsrechten lijkt de overheid steeds meer de verantwoordelijkheid van pensioenfondsbesturen om hun eigen risicoprofiel en uitkeringsmethodiek te kiezen de laatste jaren over te nemen, om te voorkomen dat discretionaire keuzes van besturen sommige deelnemers benadelen. De overheid staat besturen bijvoorbeeld niet toe hun eigen toeslagmechanisme en de daarbij horende disconteringsmethodiek te kiezen omdat daarmee marktwaarde herverdeeld kan worden tussen generaties. Naar de toekomst toe zal deze ruimte nog kleiner worden. In het nieuwe FTK schrijft de overheid ook de toeslagregel ('duurzame indexatie') en de disconteringsmethodiek bij het berekenen van de stuurvariable (de 'dekkingsgraad') voor aan alle fondsen.

*...met beleggingsspaat en intergenerationele conflicten over beleggingen als gevolg ....*

De inperking van de keuzeruimte, waarin fondsbesturen terecht komen als onheldere eigendomsrechten de overheid dwingen de disconteringsmethodiek voor te schrijven, resulteert in een spaat in de beleggingsfunctie, bijvoorbeeld bij het afdekken van renterisico. Voor werkenden zal men weinig renterisico willen afdekken om zo de reële ambitie minder te schaden als inflatieverwachtingen oplopen. Door voor de belangen van jongeren te kiezen en weinig renterisico af te dekken lopen de ouderen echter het risico dat hun rechten worden aangetast als de nominale rente daalt. De gepensioneerden betalen dan de prijs voor de risico's die in het belang van werkenden worden genomen.

### **3.2 Maatschappelijke trends**

*Kritische consument vraagt om transparantie*

De kritische consument vraagt om verantwoording en openheid over de gevolgen van discretionaire besluiten voor verschillende belanghebbenden alsmede de risico's waaraan hij of zij blootstaat. Dit om het vertrouwen in het stelsel te handhaven. Deze roep om transparantie kan beantwoord worden door de introductie van heldere eigendomsrechten en complete contracten die zoveel mogelijk objectief gewaardeerd kunnen worden.

*Intragegenerationele heterogeniteit vraagt om maatwerk*

Individen verschillen steeds meer in hun arbeidscarrière en levensloop en daardoor ook in hun gewenste pensioenbesparingen. Denk bijvoorbeeld aan gebroken loopbanen, zzp-ers, participatieverschillen tussen mannen en vrouwen, en verschil tussen huurders en bezitters van een eigen woning.

*Individuele keuzevrijheid en heterogeniteit*

Individuele keuzevrijheid is belangrijker naarmate de heterogeniteit die om maatwerk vraagt minder goed observeerbaar is voor de uitvoerder. Het definiëren en beprijzen van eigendomsrechten wordt belangrijker als er meer maatwerk en uitruilmogelijkheden zouden komen (bijvoorbeeld bij risicoprofiel en bij uitruilmogelijkheden tussen bijvoorbeeld pensioen, hypotheek, zorgverzekering, etc.). Dit om te voorkomen dat keuzes verstoord worden door impliciete belastingen en subsidies.

*Perverse intragegenerationele solidariteit en maatwerk in pensioenleeftijd*

Mede door individualisering roepen collectiviteit en solidariteit niet langer automatisch warme gevoelens op. Dit zet de herverdelingsfunctie onder druk. Perverse solidariteit binnen het pensioenstelsel van laaggeschoolden die een relatief lage levensverwachting kennen met hogeschoolden die naar verwachting langer leven compliceert maatwerk in de feitelijke pensioenleeftijd die past bij de resterende verdien capaciteit van ouderen. Dit maakt het moeilijker het menselijk kapitaal van ouderen optimaal te benutten. Meer maatwerk in de pensioenleeftijd door het beperken van deze perverse solidariteit in de aanvullende pensioenen vraagt om homogener solidariteitskringen of prijsdifferentiatie voor levenslange uitkeringen in heterogene solidariteitskringen.

*Duale arbeidsmarkt met meer werkenden buiten tweede pijler...*

Een toenemend aantal mensen werkt tijdens hun arbeidzame leven als zelfstandige zonder personeel (zzp). De zzp'ers vallen vooralsnog grotendeels buiten het tweede-pijler pensioen. Hetzelfde geldt voor werkenden met een flexibel contract. Er dreigt een duale arbeidsmarkt waarbij laaggeschoolde jongeren (maar soms ook ouderen) grotendeels buiten het aanvullende pensioenstelsel vallen. Daarmee wordt de inlegfunctie voor grote groepen werkenden niet meer optimaal ingevuld.

*..en meer arbeidsmobiliteit vraagt om gestandaardiseerd besturingssysteem..*

Toenemende arbeidsmobiliteit en een dynamische economie waarin sectoren opkomen en verdwijnen, zorgt er voor dat werknemers minder gebonden zijn aan de huidige collectiviteiten en de daarmee verbonden pensioenplatformen en leidt ertoe dat deze collectiviteiten minder duurzaam zijn. Arbeidsrelaties lijken van aard te veranderen en minder duurzaam te worden.

Dit alles vraagt een pensioenstelsel waarin individuen hun rechten mee kunnen nemen van het ene pensioenplatform naar het andere. De huidige discrepantie tussen de doorsneesystematiek in uitkeringsovereenkomsten enerzijds en actuair neutrale systematiek in premiereregelingen in de tweede en derde pijler anderzijds, resulteert in nadelige effecten voor degenen die in het begin van hun arbeidzame leven als werknemer functioneren maar daarna zelfstandige worden. Deze mensen betalen in de eerste helft van hun loopbaan mee aan de overdrachten aan oudere werknemers in een doorsneestelsel, maar profiteren zelf niet van deze omslagelementen vanwege de doorsneesystematiek in de tweede helft van hun arbeidzame leven. Een meer gestandaardiseerde systematiek voor aanvullende pensioenen, onafhankelijk van de vorm van het arbeidscontract, zou deze aansluitingsproblemen voorkomen. Standaardisatie van de opbouwssystematiek vergemakkelijkt ook de communicatie over pensioenen en het introduceren van individuele keuzevrijheid.

*..en maakt intergenerationele herverdeling en risicodeling moeilijker*

Een groeiende mobiliteit tussen werknemerschap en zelfstandig ondernemerschap maakt het moeilijker voor fondsen om een rol te spelen in intergenerationele herverdeling en risicodeling. Overdrachten die voortvloeien uit de herverdelingsfunctie van fondsen worden gemakkelijker afgewenteld op werkgevers in de vorm van compenserende loonverschillen. Verder verstoort deze herverdeling de keuze tussen werknemerschap en ondernemerschap. Als werknemers hun pensioenopbouw en de kosten daarvan niet meewegen in hun arbeidsmarktbeslissingen ontstaan horizontale ongelijkheden waarbij dezelfde mensen verschillend beloond worden afhankelijk van de aard van hun arbeidscontracten tijdens hun werkzame leven.

#### 4. Gezamenlijke uitgangspunten

Deze paragraaf bespreekt de gezamenlijke uitgangspunten voor een duurzaam aanvullend pensioenstelsel. Deze uitgangspunten worden gedeeld door de auteurs. Sommige uitgangspunten staan op gespannen voet met elkaar. Deze paragraaf bespreekt alleen de belangrijkste afruilen die hieruit voorkomen. Andere afruilen komen aan de orde in paragraaf 6, waarin we verschillende mogelijke contracten scoren op de uitgangspunten. We rangschikken de uitgangspunten zoveel mogelijk langs de in paragraaf 2 beschreven functies. Een overzicht van de gezamenlijke uitgangspunten is te vinden in Tabel 4.1.

**Tabel 4.1 Gezamenlijke uitgangspunten per functie**

Funcities	Gezamenlijke uitgangspunten per functie
<b>A. Keuzearchitectuur</b>	
I.1	Algemeen: spreidt consumptie over de tijd en tussen eventualiteiten
I.2	Verplicht sparen vanwege gedragsproblemen ( <i>inlegfunctie</i> )
I.3	Levenslange uitkering door verzekeren langlevensrisico ( <i>uitkerings- en verzekeringsfunctie</i> )
I.4	Verzeker kortlevensrisico tijdens opbouwfase ( <i>verzekeringsfunctie</i> )
I.5	Verzeker systematisch langlevensrisico niet gedurende de opbouwfase ( <i>verzekeringsfunctie</i> )
I.6	Vershaf pensioenfondsbestuur keuzevrijheid risicoprofiel ( <i>beleggingsfunctie</i> )
I.7	Communiceer risicoprofiel van te voren en stem beleggingen daarop af ( <i>beleggingsfunctie</i> )
I.8	Voorkom herverdeling bij aanpassen risicoprofiel ( <i>beleggingsfunctie</i> )
I.9	Biedt behapbare keuzes en voorkom herverdeling als gevolg van individuele keuzevrijheid ( <i>inleg-, uitkerings-, verzekerings- en beleggingsfunctie</i> )
I.10	Beperk complexiteit en bevorder begrijpelijkheid ( <i>communicatiefunctie</i> )
<b>B. Inkoopfuncties</b>	
II.1	Betrek betrouwbare derden bij pensioen vanwege vertrouwensproblemen ( <i>collectieve inkoop</i> )
II.2	Deel individueel langlevensrisico in verplichte solidariteitskring ( <i>organiseren verz. solidariteit</i> )
II.3	Waardeer uitkeringsrechten en meet herverdeling op basis van economische waardering ( <i>organiseren verzekerings-solidariteit</i> )
II.4	Contracten moeten zoveel mogelijk objectief waardeerbaar zijn
II.5	Vershaf informatie over economische waarde bij koop en verkoop nieuwe rechten ( <i>herverdelings- en risicodelingsfunctie</i> )
II.6	Benut vooral de eerste pijler voor herverdeling ( <i>herverdelingsfunctie</i> )
<b>C. Risicodelingsfuncties</b>	
III.1	Borg veilige eigendomsrechten door zo compleet mogelijke contracten ( <i>risicodelingsfunctie</i> )
III.2	Optimaliseer risicodeling: Interne handel macro risico's, collectieve buffers en premiestuur ( <i>risicodelingsfunctie</i> )
III.3	Vermijd intransparante en ongewenste herverdeling bij discretionaire contractaanpassingen ( <i>herverdelings- en risicodelingsfunctie</i> )

## ***1. Gezamenlijke uitgangspunten met betrekking tot keuzearchitectuur***

### 1.1 Keuzearchitectuur algemeen: spreidt consumptie over de tijd en tussen eventualiteiten

Optimale spreiding van consumptie over de tijd en eventualiteiten gedurende het leven van een individu (en eventueel over het leven van partners of kinderen die economisch afhankelijk zijn van dat individu) is de hoofddoelstelling van het pensioenstelsel. Het gaat er om dat individuen en nabestaanden die economisch afhankelijk zijn van het betrokken individu hun levensstandaard kunnen handhaven – ook als ze worden getroffen door idiosyncratische risico's (zoals vroegtijdig overlijden, arbeidsongeschiktheid of langlevens) of macro-economische schokken. Tijdens de opbouwfase dient het voorziene pensioen daarom zo veel mogelijk gelijke tred te houden met de loonontwikkeling. Tijdens de uitkeringsfase is een koopkrachtbestendig pensioen van belang. Bij de planning over de levenscyclus moet het pensioen gezien worden in samenhang met andere voorzieningen voor de oude dag, met name de eigen woning en voorzieningen voor de ouderenzorg. Alle auteurs pleiten ook voor een stelsel waarin pensioenpremies en uitkeringen minder procyclisch variëren met de conjunctuur dan nu het geval is.

### 1.2. Inlegfunctie: verplicht sparen vanwege gedragsproblemen

Individuen hebben moeite met hun financiële planning over het leven. Dat geldt met name voor de beslissing hoeveel opzij te leggen voor later, zodanig dat ze hun levensstandaard ook na pensioen op peil kunnen houden. Mensen zijn vaak financieel analfabeet en bezitten onvoldoende wilskracht. Verder kunnen inkomensafhankelijke voorzieningen aan het einde van het leven (WMO, AWBZ) mensen ontmoedigen te sparen. Zonder dat mensen verplicht worden een deel van hun arbeidsinkomen opzij te zetten voor later, sparen mensen zelf meestal te weinig voor hun pensioen. Alle auteurs bepleiten verplichte pensioenopbouw voor werknemers<sup>8</sup> om deze gedragsproblemen te beteugelen.

### 1.3 Uitkeringsfunctie en verzekeringsfunctie: levenslange uitkering door verzekeren van langlevensrisico

De Nederlandse fiscale wetgeving eist dat pensioenbesparingen in de tweede pijler worden uitbetaald als een levenslange uitkering. Alle auteurs pleiten voor het behoud van deze traditie die Nederland overigens zo langzamerhand redelijk excentriek maakt in de wereld van kapitaalgedekte pensioenen. Het verzekeren van langlevensrisico maakt een levenslange uitkering goedkoper omdat de betrokkene bij leven profiteert van zogenaamde sterftewinst als beloning voor het bij overlijden laten toevallen van de rest van het gespaarde kapitaal aan de solidariteitskring. Deze sterftewinst is vooral van belang aan het einde van het leven wanneer de sterftewinst aanzienlijk is. De sterftewinst is dan aanzienlijk hoger dan het rendement dat financiële markten bieden.

Het betrokken individu moet op een bepaalde conversieleeftijd kiezen op welke levens (alleen dat van het betrokken individu of ook op dat van economisch afhankelijke nabestaanden) deze langlevensverzekering wordt afgesloten. Het gaat dan met name om het uitruilen van

---

<sup>8</sup> Een belangrijke vraag is of de verplichte pensioenopbouw zou moeten worden uitgebreid tot zzp-ers. Op deze vraag gaan we in dit paper niet in.

ouderdompensioen met nabestaandenpensioen. Vanaf de conversiedatum zijn de verzekeringen onomkeerbaar voor de rest van de levens waarop de verzekeringen zijn afgesloten. Dit om selectie te voorkomen en daarmee het verzekeringskarakter te beschermen.

#### I.4 Verzekeringfunctie: verzekering kortlevenrisico tijdens opbouwfase

Zoals aangegeven in het eerste gedeelte uitgangspunt is het spreiden van consumptie van individuen en de nabestaanden die economisch afhankelijk zijn van de individuen een belangrijk doel van het pensioenstelsel – ook als er zich onverwachte schokken voordoen. Tijdens het werkende leven is een belangrijke catastrofaal idiosyncratisch risico het kortlevenrisico vanwege het aan sterfte verbonden verlies aan menselijk kapitaal voor degenen die economisch afhankelijk zijn van de overledenen (partner en kinderen). Voor deelnemers zonder economisch afhankelijke nabestaanden is er geen reden individueel kortlevenrisico af te dekken.

#### I.5 Verzekeringfunctie: verzekering systematisch langlevensrisico niet gedurende de opbouwfase

Werkenden kunnen systematisch langlevensrisico (dat wil zeggen het risico dat toekomstige sterftes dalen) opvangen door hun pensioendatum aan te passen. Daar is geen risicodeling met anderen in de vorm van een verzekering voor nodig. De gezonde levensverwachting beweegt immers in het algemeen mee met de levensverwachting zelf. Tijdens de uitkeringsfase kan het – afhankelijk van de kosten – gewenst zijn om het risico van veranderingen in toekomstige sterftes af te dekken. Uitgangspunt voor de auteurs is dus dat zowel voor idiosyncratisch als voor systematisch langlevensrisico geldt dat het afdekken ervan groeit naarmate het betrokken individu ouder wordt. Voor pensionering dekt men met name kortlevenrisico af, na pensionering neemt het belang van het verzekeren van langlevensrisico toe.

#### I.6 Beleggingsfunctie: verschaft pensioenfondsbestuur keuzevrijheid risicoprofiel

Een belangrijke taak van het pensioenfondsbestuur is het kiezen van een leeftijdsrisicoprofiel dat aansluit bij de preferenties en omstandigheden van de verschillende groepen deelnemers. Het bestuur moet daarbij de ruimte hebben om beleggingsrisico te nemen, ook in de uitkeringsfase. Het moet voldoende speelruimte krijgen om het risicoprofiel (wat betreft bijvoorbeeld aandelenrisico en renterisico) af te kunnen stemmen op niet alleen de macro-economische omstandigheden en de daarmee verbonden *investment beliefs*, maar ook op de leeftijd (en eventueel andere karakteristieken) van de deelnemers. Jongeren (werkenden) zijn beter in staat risico's te dragen dan ouderen (gepensioneerden) en hebben meestal minder nominale renteafdekking nodig. Leeftijdscorrectie in blootstelling aan zowel aandelen- als renterisico is dus gewenst. Voorkomen moet worden dat werkenden door de vergrijzing van fondsen een risicoprofiel krijgen opgelegd dat niet bij hen past. Dit hoeft niet ten koste te gaan van de mogelijkheden van intergenerationele risicodeling. Verder moeten fondsbesturen voldoende speelruimte krijgen om hun eigen liability matching portefeuille te kiezen afhankelijk van de pensioenambitie van de deelnemers (d.w.z. nominale, koopkrachtbestendige, of loongerelateerde pensioenen).

#### I.7 Beleggingsfunctie: communiceer risicoprofiel van tevoren en stem beleggingen daarop af

Speelruimte voor pensioenfondsbesturen om het risicoprofiel zelf te kiezen vereist echter ook discipline. In de eerste plaats dienen zij de beleggingen van het fonds af te stemmen op het



toegezegde risicoprofiel (in termen van de *exposures* met betrekking tot de belangrijkste risicofactoren). In de tweede plaats dient het bestuur het risicoprofiel van de levenslange uitkeringen van te voren op basis van een nationaal gestandaardiseerde methodologie<sup>9</sup> in reële termen te communiceren aan individuele deelnemers. Pensioenfondsen moeten dus doen wat ze zeggen en zeggen wat ze doen. De AFM ziet als toezichthouder toe op de communicatie en DNB op het beleggingsbeleid.

#### I.8 Beleggingsfunctie: aanpassen risicoprofiel aan nieuwe omstandigheden

De auteurs zijn het eens over de voordelen die het heeft als risicoprofielen eenvoudig aanpasbaar zijn aan nieuwe omstandigheden zonder dat dit leidt tot herverdeling tussen en binnen generaties. Dit biedt pensioenfondsbesturen meer discretionaire keuzevrijheid in het beleggingsbeleid in het algemeen en bij het aanpassen van dat beleid aan veranderende macro-economische omstandigheden in het bijzonder.

#### I.9 Keuzearchitectuur: biedt behapbare keuzes en voorkom herverdeling als gevolg van individuele keuzevrijheid

Deelnemers aan pensioenregelingen verschillen in vele opzichten, zowel qua karakteristieken als voorkeuren. Er is dus veel voor te zeggen deelnemers enige keuzeruimte te bieden in keuzes waar ze goed mee kunnen omgaan en waar individueel maatwerk een grote invloed heeft op het welbevinden van het betrokken individu. Dat is overigens niet nieuw. Ook nu hebben deelnemers keuzes bv. ten aanzien van de ingangsdatum van de uitkering, de keuze om in de eerste pensioenjaren meer inkomen te genieten dan later of het al dan niet opgebouwd partner pensioen te converteren naar ouderdompensioen. De auteurs onderschrijven als gewenst uitgangspunt dat dergelijke individuele keuzes geen externe effecten moeten genereren voor andere deelnemers. Door te voorkomen dat individuele keuzes waarde herverdelen tussen deelnemers worden individuele beslissingen niet verstoord en kan maximale individuele vrijheid worden geboden zonder dat dit tot potentiële conflicten tussen deelnemers leidt. Dit uitgangspunt sluit aan bij de bestaande “actuarieel neutrale” verwerking van dergelijke individuele keuzes in de bepaling van de jaarlijkse uitkering.

#### I.10 Communicatiefunctie: beperk complexiteit en bevorder begrijpelijkheid

Om het draagvlak voor het stelsel te vergroten is het van groot belang om de complexiteit van pensioenregelingen te verminderen, de begrijpelijkheid en transparantie te bevorderen, de uitwisselbaarheid van eigendomsrechten beter mogelijk te maken, en een *level playing field* (bijvoorbeeld voor wat betreft fiscale faciliteiten en toezicht voor wat betreft pensioen voor werknemers en zelfstandigen) mogelijk te maken. Verschillende pensioenregelingen (tweede en derde pijler; premieovereenkomsten en uitkeringsovereenkomsten) dienen daarom beter gestandaardiseerd en op elkaar afgestemd te worden.

---

<sup>9</sup> Dit betreft bijvoorbeeld de modelveronderstellingen over verwachte rendementen en risico(correlaties).

## ***II. Gezamenlijke uitgangspunten met betrekking tot inkoopfuncties***

### II.1 Collectieve inkoop: betrek sociale partners of andere betrouwbare derden bij pensioen vanwege vertrouwensproblemen

Individueel lijden niet alleen aan kortzichtigheid vanwege tijdsinconsistente preferenties en gebrek aan wilskracht, ze hebben ook moeite om de mogelijkheden te doorgronden die de financiële markten bieden voor het verhandelen van risico's. Deze beperkingen van het vaak financieel analfabete individu resulteren in aanzienlijke *agency* en *governance* problemen bij het aanbieden van pensioenen. Enerzijds hebben individuen onvoldoende expertise en wilskracht om zelf goede beslissingen te kunnen nemen. Anderzijds kunnen individuen (de 'principalen') onvoldoende controleren in wiens belang de instanties waaraan ze beslissingen delegeren (pensioenfondsen; verzekeraars, de 'agenten') handelen. Alle auteurs onderschrijven het belang van betrokkenheid van partijen die door deelnemers vertrouwd worden bij het verzachten van deze *agency* problemen, bijvoorbeeld door collectieve aanbesteding en het vaststellen van een goede keuzearchitectuur voor individuele deelnemers.

### II.2 Organiseren verzekeringssolidariteit: deel individueel langlevensrisico in verplichte solidariteitskringen

Individueel langlevensrisico kan het best gedeeld worden in een populatie waarin alle deelnemers min of meer dezelfde sterftekansen hebben. Dat voorkomt dat groepen met een lagere levensverwachting (lager opgeleiden) meer betalen voor een levenslange uitkering dan de waarde van hun inleg. Dit kan gerealiseerd worden door verplichte deelname aan een homogene solidariteitskring of door prijsdifferentiatie. Een alternatief is om deelnemers verplicht te laten sparen maar "shoprecht" te geven waarbij zij in de verzekeringsmarkt zelf een pool kiezen waarmee zij risico's delen. Deze laatste optie leidt evenwel tot ongewenste kosten van selectie en screening. De auteurs pleiten dan ook voor verplichte deelname aan solidariteitskringen, gefaciliteerd door de overheid door middel van een verplichtstelling. Het organiseren van verzekeringssolidariteit zien wij als een belangrijke meerwaarde van arbeidsgelateerde pensioenen.

### II.3 Organiseren verzekeringssolidariteit: waarde uitkeringsrechten en meet herverdeling op basis van economische waardering

De thans gangbare juridische en actuariële waardering van uitkeringsrechten in uitkeringsovereenkomsten is gebaseerd op de fictie dat er geen sprake is van kans op toekomstige kortingen of toeslagen. Dit is het ijkpunt in het toezicht op kapitaalgedekte pensioenfondsen om te bepalen of voldoende vermogen in kas is om de toezegde pensioenen na te komen. De auteurs zijn het erover eens dat economische waardering waarbij de waarde van op- en afslagen wel wordt meegenomen te prefereren is bij het waarderen van uitkeringsrechten ten behoeve van waardeoverdracht en voor het meten van herverdeling als gevolg van zowel individuele keuzes als keuzes van een fondsbestuur. Dit impliceert waardering van niet alleen onvoorwaardelijke maar ook voorwaardelijke rechten. Als de verdelingsregels ook risicofactoren bevatten die niet verhandeld worden op liquide financiële markten (bv. macro langlevensrisico) kan de waardering niet plaatsvinden op basis van de objectieve prijzen van op financiële markten verhandelde

vermogenstitels. De waardering van de eigendomsrechten zal dan moeten plaatsvinden mede op basis van een door de overheid voorgeschreven gestandaardiseerde methodologie. Zie Boender e.a. (2013) voor een nadere toelichting op juridische en economische waardering.

#### II.4. Contracten moeten zoveel mogelijk objectief waardeerbaar zijn

Het heeft de voorkeur contracten te waarderen op basis van objectiveerbare financiële prijzen en dat er geen subjectieve veronderstellingen nodig zijn voor de waardering van pensioenrechten. Dit uitgangspunt staat op gespannen voet met uitgangspunt B.2. Het risico van het individuele langlevens is beperkt verhandelbaar op de verzekeringsmarkt vanwege asymmetrische informatie. De verplichting voor de deelnemer om zich aan te sluiten bij een solidariteitskring alsmede het subjectieve karakter van de inschatting van de levensverwachting van een individu maakt de waardering van een individueel pensioenrecht dus in zekere mate subjectief. Alle auteurs accepteren deze subjectiviteit als gevolg van de wens individuen te verzekeren tegen langlevensrisico in verplichte solidariteitskringen. Ze verschillen wel in hun positie op de afruil tussen uitgangspunt II.4 en III.2 (zie de beschrijving van uitgangspunt III.2).

#### II.5 Herverdelingsfunctie en risicodelingsfunctie: verschaf informatie over economische waarde bij koop en verkoop nieuwe rechten

Bij het inkopen van rechten op levenslange uitkeringen (*annuity units*) is het van belang dat naast de door het fonds berekende prijs ook de economische waarde van de aangekochte of verkochte pensioenrechten gerapporteerd worden. Het verschil tussen de gehanteerde prijs en de economische waarde maakt de herverdeling als gevolg van niet-marktconforme prijzen expliciet. Dit voorkomt intransparante herverdeling en resulteert in *comply and explain*. Het pensioenfondsbestuur dient zich te verantwoorden als het nieuwe rechten onder of boven de economische waarde aanbiedt.

De auteurs verschillen van mening over de vraag of er ruimte moet zijn voor fondsen om de inkoopprijs te doen verschillen van de economische waarde van de ingekochte rechten. Sommigen zien de solidariteit die hiervan het gevolg is als een direct gevolg van intergenerationele risicodeling. Anderen daarentegen kiezen voor de disciplinerende regel van inkooprijzen die corresponderen met de ingekochte waarde. Zij verscherpen het *comply or explain* principe naar *comply*. Dit om interne conflicten en verstoringen in arbeidsmarktgedrag te voorkomen die het gevolg zijn van inkooptarieven die niet overeenkomen met de waarde van de ingekochte rechten.

#### II.6 Herverdelingsfunctie: benut vooral de eerste pijler voor herverdeling van inkomen

De auteurs zijn het erover eens dat herverdeling van inkomen een hoofdtaak is van de eerste pijler in het pensioenstelsel en van het belastingstelsel. De overheid beheert immers de grootste collectiviteit waaruit mensen moeilijk kunnen ontsnappen. Systematische herverdeling binnen de tweede pijler wordt moeilijker door de toenemende arbeidsmobiliteit tussen solidariteitskringen. Dit resulteert in afwenteling van overdrachten zodat herverdeling minder effectief en meer verstorend wordt. Bovendien zou onevenwichtige herverdeling kunnen resulteren in belangenconflicten tussen deelnemers. Deze conflicten kunnen de meerwaarde van collectieve pensioenen beperken. Vandaar ook dat het van belang is te gaan zoeken naar alternatieven voor de

doorsneesystematiek in uitkeringsovereenkomsten die uitgevoerd worden door bedrijfstakpensioenfondsen. Sommige auteurs merken hierbij op dat herverdeling door een pensioenfondsbestuur mogelijk moet zijn als evenwichtige belangenafweging daartoe dwingt. Het gaat hier naar hun oordeel om een kerntaak van pensioenfondsbesturen bij het acteren op vaak onvoorziene externe ontwikkelingen, die een beleidsreactie vragen. Het los laten van de doorsneesystematiek kan hiervoor een voorbeeld zijn.

### **III. Gezamenlijke uitgangspunten met betrekking tot risicodelingsfuncties**

#### III.1 Onderlinge verzekeraar: borg eigendomswaarden door zo compleet mogelijke contracten

De auteurs zijn het erover eens dat het vertrouwen in het pensioencontract erbij gebaat is als de regels die schokken in het vermogen (en gezamenlijke verplichtingen) verdelen over de *stakeholders* zo helder en compleet mogelijk zijn. Deze verdeelregels dienen vooraf - voordat de schokken plaatsvinden - te worden vastgesteld en gecommuniceerd. Dit voorkomt conflicten tussen de deelnemers nadat de schokken hebben plaatsgevonden. Heldere regels maken het bovendien mogelijk om de marktconsistente waarde, die uit zo'n compleet contract voortvloeit, voor de verschillende deelnemers te bepalen en te communiceren. Complete contracten voorkomen ook interpretatieverschillen bij heronderhandeling met alle mogelijke conflicten van dien.

#### III.2: Interne handel macro risico's en premiestuur: optimale risicodeling

Bij macro-economische schokken dient er sprake te zijn van optimale risicodeling. Dit houdt in dat verschillende deelnemers bij gelijke risicohouding op dezelfde wijze worden beïnvloed in hun levensstandaard. Dit uitgangspunt staat op gespannen voet met uitgangspunt II.4. Evenwichtige risicodeling vereist namelijk dat pensioencontracten mede afhangen van risicofactoren die niet verhandeld worden op de financiële markten. Dit maakt individuele eigendomsrechten niet meer objectief waardeerbaar op basis van op de financiële markt observeerbare prijzen en vereist subjectieve waarderingsparameters.

#### III.3 Heronderhandelen afspraken: vermijdt intransparante herverdeling bij discretionaire contractaanpassingen

Gegeven de lange tijdspanne van het pensioencontract is het soms onontkoombaar dat het pensioencontract wordt aangepast. Bij deze heronderhandeling is het van belang de gevolgen van de discretionaire aanpassing van de verdeelregels voor de verdeling van waarde over de deelnemers transparant te maken. De auteurs verschillen van mening over wat de impact mag zijn van een dergelijke aanpassing. De auteurs zijn het erover eens dat bij het verantwoorden van de gerapporteerde waardeveranderingen van heronderhandelde pensioencontracten tenminste het principe '*comply or explain*' moet gelden: als de waarde voor een individu verandert als gevolg van discretionaire beleidswijzigingen van het pensioenfondsbestuur, de toezichthouder of de politiek dient de actor die hiervoor verantwoordelijk is dit expliciet te verantwoorden. Het gaat hier dus alleen om de waardeveranderingen als gevolg van discretionaire beleidsmatige veranderingen in de eerdere afspraken en *niet* om veranderingen in marktwaarde als gevolg van *externe* risicofactoren (zoals de rente, sterfte, of beleggingsrendementen), die op de van te voren afgesproken wijze doorwerken in de waarde die toevalt aan de verschillende belanghebbenden. Net als bij het meten

van waardeverschuiving als gevolg van keuzes door individuen dienen de gevolgen van keuzes van pensioenfondsbestuur, toezichthouder of politiek te worden gemeten in termen van economische waarde.

Sommige auteurs willen het *comply and explain* principe verscherpen naar *comply*. Als financiële contracten worden aangepast en dus wordt afgeweken van eerdere afspraken bij premie-inleg dan moeten de partijen die hierdoor schade lijden (in termen van verlaging van de waarde die zij aan het contract ontlenden) financieel worden gecompenseerd. Waarde kan alleen tussen deelnemers verschuiven als gevolg van externe risicofactoren zoals fluctuaties in rentes en aandelenkoersen maar niet als gevolg van keuzes van het pensioenfondsbestuur. Andere auteurs zien in discretionaire collectieve besluitvorming die waarde verschuift tussen deelnemers een extra verzekering tegen onvoorziene omstandigheden die niet beschikbaar is op de financiële markten. Dan kan het bijvoorbeeld gaan om discretionaire veranderingen van subjectieve inflatieverwachtingen of rendementsinschattingen.

## 5. Concrete contracten

Dit hoofdstuk bespreekt een aantal concrete contractvormen en onderzoekt in hoeverre deze varianten aansluiten bij de in hoofdstuk 4 beschreven uitgangspunten.

Paragraaf 5.1 bespreekt contractvarianten waarin externe verzekeraars optreden als risicodragers. Paragraaf 5.2 gaat in op contracten met collectieve risicodeling waarin het collectief alle risico's zelf opvangt door ze te delen binnen het collectief. Het risicodelende collectief kan worden ondergebracht bij een verzekeraar, maar ook bij een pensioenfonds of een ander pensioenplatform. Bij elke contractvariant die in deze paragraaf wordt beschreven bespreken we eerst de belangrijkste eigenschappen van de betreffende variant voordat we deze variant toetsen op de uitgangspunten. In de keuze van het gewenste contract spelen drie belangrijke afruilen een rol: de mate waarin men objectieve waardering belangrijk vindt versus het potentieel voor betere risicodeling, de keuze voor annuïteiten versus Persoonlijke Pensioenrekeningen (PPR)<sup>10</sup> en de keuze om al dan niet risico's te delen via een collectieve dekkingsgraad. Deze belangrijkste afruilen in de keuze tussen de contracten worden nader uitgewerkt in paragraaf 5.3.

De structuur van deze paragraaf is ook terug te vinden in drie tabellen. Tabel 5.1 vat de belangrijkste karakteristieken van de beschreven contractvarianten samen. Tabel 5.2 beziet hoe de verschillende contracten omgaan met verschillende risico's. Tabel 5.3 geeft een indicatie hoe de verschillende contracten scoren op een aantal belangrijke uitgangspunten. Merk daarbij dat de scores in deze tabellen slechts ruwe indicaties betreffen. Merk verder op dat het relatieve belang dat men hecht aan uitgangspunten kan verschillen. De weging van de uitgangspunten komt in de tabel niet tot uitdrukking terwijl deze weging van belang is voor beleidsconclusies omdat sommige uitgangspunten op gespannen voet met elkaar staan.

---

<sup>10</sup> Dit begrip wordt in paragrafen 5.1 en 5.2 nader uitgewerkt. Zie ook Bovenberg en Nijman (2014).

**Tabel 5.1: Belangrijkste karakteristieken te bespreken contractvormen**

Contracten A.1 tot A.4 vereisen externe verzekeraars (paragraaf 5.1); contracten B.1 tot B.5 zijn gebaseerd op collectieve risicodeling (paragraaf 5.2)

Contractvorm		Karakteristieken
A.1	Huidige NL premieovereenkomst	Beleggen tot conversie naar nominaal gegarandeerd levenslang uitkeringsrecht. Tot pensioendatum eigendom financiële activa met losgekoppelde verzekeringen
A.2	Beschikbare premieregeling zonder verzekeren langlevensrisico ("doorbeleggen")	Beleggen ook in uitkeringsfase; eigendomsrecht financiële activa zonder gekoppeld verzekeringcontract
A.3	Individuele variabele annuïteit bij externe verzekeraar	Eigendomsrecht na conversie voorwaardelijk levenslang uitkeringsrecht; aanpassing uitkering wijziging objectieve beleggingsindex en sterfteprognose-index. A.1 tot conversie
A.4	PPR via externe verzekeraar	Eigendom financiële activa (ook na conversie). Daarnaast verzekeringcontract dat biometrisch rendement toerekent
B.1	Huidige NL uitkeringsovereenkomst	Direct opbouw als voorwaardelijk levenslang uitkeringsrecht; aanpassing uitkering op basis nominale dekkingsgraad, d.w.z. vergelijking collectief vermogen met waarde nominale pensioenrechten
B.2	Aangepaste uitkeringsregeling (Collectieve variabele annuïteit met collectief delen langlevensrisico)	Direct opbouw als voorwaardelijk levenslang uitkeringsrecht; aanpassing uitkering op basis dekkingsgraad gebaseerd op macrostabile disconteringscurve
B.3	Eerst kapitaal, daarna omzetten in collectieve annuïteit	Premieregeling (A.1) in opbouwfase; daarna collectieve annuïteit (B.3v1 nominaal, B.3v2 nominaal disconto; B.3v3 macrostabil disconto)
B.4	PPR met beperkte risicodeling (alleen langlevensrisico) binnen solidariteitskring	Eigendom financiële activa met collectieve verzekering langlevensrisico (met biometrisch rendement) en risicodeling actuariel resultaat onderlinge verzekeraar; uitkering vergelijking individueel vermogen en waardering uitkeringsdoelen; geen IGR via herstellpremies
B.5	PPR met uitgebreide risicodeling	Eigendom financiële activa met collectieve verzekering langlevensrisico (met biometrisch rendement) en risicodeling actuariel resultaat onderlinge verzekeraar; ook andere niet verhandelde risico's; uitkering vergelijking individueel vermogen en waardering uitkeringsdoelen; IGR via herstellpremies, uitsmeren en collectieve buffers mogelijk

Tabel 5.2: Risico exposures in de verschillende contracten

Exposures naar risicofactoren per contract

Soort contract		Risicofactoren					
		Delen van micro langlevens risico	Delen van macro langlevens risico	Optimale exposure aandelen risico	Optimale exposure nominaal renterisico	Delen van verandering verwachte inflatie en/of risicopremie	Delen van risico's met toekomstige generaties
A.1	Huidige NL DC	+	-	alleen opbouwfase	inflatie risico open	-	-
A.2	Doorbeleggen	-	-	+	+	-	-
A.3	VA verzekeraar	+	via index	geen uitsmeren	+	-	-
A.4	PPR via externe verzekeraar	+	maatwerk	+	+	-	-
B.1	Huidige NL DB	+	via dekgr:	impliciet beperkte mate via uitsmeren	-	-	+
B.2	Verbeterde NL DB	+	zie B.1	zie B.1	+	mogelijk maar subj.	+
B.3v1	Eerst DC, daarna nominale annuïteit	+	zie B.1	alleen buiten annuïteit	inflatie risico open	-	-
B.3v2	Eerst DC, daarna DB (nominaal disconto)	+	via dekgr:	in DC deel expliciet; DB deel via uitsmeren	via dekgr; te veel exposure ouderen	-	-
B.3v3	Eerst DC, daarna DB (macrostabiel disconto)	+	via dekgr	Zie B.3v2	via dekgr; minder exposure ouderen dan B.3v2	-	-
B.4	PPR met beperkte risicodeling	+	maatwerk en delen act resultaat	+	+	-	-
B.5	PPR met uitgebreide risicodeling	+	maatwerk en delen act resultaat	+	+	mogelijk maar subj.	via expliciete contracten

**Tabel 5.3: Toetsing van de contractvormen aan een aantal in paragraaf 4 benoemde gezamenlijke uitgangspunten**

*Aansluiting bij uitgangspunten van aantal contractvarianten*

Contractvarianten		Uitgangspunten							
		I.1: Spreid consumptie over tijd en eventualiteiten	I.3: Verzekeren langlevensrisico	I.5: Macro langlevensrisico niet verzekeren in opbouwfase	I.6: Keuzevrijheid t.a.v risicoprofiel	I.10: Beperk complexiteit	II.b4: Objectief waardeerbaar	III.2: Optimale allocatie niet-verhandelde risico's	III.3: Geen herverdeling bij opbouw of contractaanpassing
A.1	Huidige NL DC	-	+	+	-	+	+	-	+
A.2	Doorbeleggen	-	-	+	+	+	+	-	+
A.3	VA verzekeraar	+	+	+	+	- (indien uitsmeren)	-	-	+
A.4	PPR via externe verzekeraar	+	+	+	+	+	+	-	+
B.1	Huidige NL DB	+/-	+	-	-	-	-	-	-
B.2	Verbeterde NL DB	+	+	+	+	-	-	+	-
B.3v1	Eerst kapitaal, daarna nominale annuïteit	+	+	+/-	+/-	+/-	+ afgezien langlevens	-	+
B.3v2	Eerst kapitaal, daarna variabele annuïteit (nominaal disconto)	+	+	+/-	+/-	-	+/-	-	+/-
B.3v3	Eerst DC, daarna variabele annuïteit (macrostabiel disconto)	+	+	+/-	+	-	-	+/-	-
B.4	PPR met beperkte risicodeling	+	+	+	+	+	+ afgezien langlevens	-	+
B.5	PPR met uitgebreide risicodeling	+	+	+	+	+/-	-	+	-



## 5.1. Contracten met externe verzekeraars

In deze paragraaf bespreken we contractvarianten waarin externe verzekeraars optreden als risicodragers. Achtereenvolgens gaan we in op de bestaande Nederlandse premiereregelingen, op twee varianten die een rol spelen in de actuele beleidsdiscussie (zie bv. Lane, Clark and Peacock, 2014) en op de introductie van Persoonlijke PensioenRekeningen op basis van kapitaal met aanvullende risicodeling via een externe verzekeraar. In paragraaf 5.2 zal worden ingegaan op contracten gebaseerd op collectieve risicodeling.

### A.1 Nederlandse beschikbare premiereregelingen

#### Beschrijving

Nederlandse regelgeving eist dat deelnemers aan premieovereenkomsten op pensioendatum een annuïteit aankopen. Als deze annuïteit wordt ingekocht bij een externe verzekeraar moet dit een nominale annuïteit zijn met een gegarandeerd nominaal levenslang inkomen. De aankoop van een gegarandeerde nominale annuïteit op pensioendatum werpt zijn schaduw vooruit tijdens het laatste deel van de opbouwfase wanneer beleggingsrisico's en nominale renterisico's moeten worden afgebouwd.

#### Toetsing aan uitgangspunten

De grote tekortkoming van beschikbare premiereregelingen die in de uitkeringsfase worden verzekerd bij externe verzekeraars is dat de beleggingsfunctie en de uitkeringsfunctie onvoldoende afgestemd kunnen worden op voorkeuren en omstandigheden van deelnemers. Nederlandse beschikbare premiereregelingen staan dus op gespannen voet met uitgangspunten I.1 en I.6 uit paragraaf 4 (en samengevat in Tabel 4.1). Regelgeving dwingt deelnemers in premiereregelingen tot een extreme keuze in de afruil tussen kosten, ambitie en risico (zie o.a. Bakels e.a. (2014)). Enerzijds mogen deelnemers blootstaan aan geen enkel beleggingsrisico en systematisch langlevensrisico tijdens de uitkeringsfase, anderzijds worden ze juist gedwongen veel inflatierisico te nemen vanwege het nominale karakter van de uitkering. Nu steeds meer ondernemingen overschakelen op beschikbare premiereregelingen dreigen veel werknemers een suboptimaal pensioen te krijgen.

De regelgeving voor de uitkeringsfase van premiereregelingen verstoort ook de keuze tussen uitkeringsovereenkomsten en premieovereenkomsten. In uitkeringsovereenkomsten mogen gepensioneerde deelnemers immers wel blootstaan aan beleggingsrisico en systematisch langlevensrisico.

Ook is de fiscale ruimte voor premiereregelingen bij de huidige rentestanden beperkter dan de fiscale ruimte voor uitkeringsovereenkomsten (zie o.a. Bakels e.a. (2014)). Een ander probleem voor Nederlandse beschikbare premiereregeling is de progressieve fiscale leeftijdsstafel waardoor premies relatief laat in het leven worden ingelegd. Samen met vroeg afbouwen van beleggingsrisico vanwege de verplichting tot het aankopen van een gegarandeerde nominale annuïteit impliceert dit dat deelnemers weinig kunnen profiteren van de premie op beleggingsrisico.

## A.2 Beschikbare premieregelingen zonder verzekeren langlevensrisico

### Beschrijving

#### *Buitenlandse regelingen zonder verzekeringsfunctie...*

Veel beschikbare premieregelingen in het buitenland verzekeren het langlevensrisico in het geheel niet. De deelnemer mist daardoor bij leven de sterftewinst maar bij overlijden valt het resterende vermogen toe aan de nabestaanden (zie Box 1). Na de pensioenleeftijd wordt elke periode een deel van de beleggingsportefeuille geliquideerd om in de kosten van levensonderhoud te voorzien. Als een gepensioneerde een hoge leeftijd bereikt, is het beleggingsdepot meestal zo klein dat er nog maar weinig consumptie uit gefinancierd kan worden. Ouden van dagen moeten dan leven van publieke voorzieningen, zoals omslaggefinancierde pensioenvoorzieningen in de eerste pijler of inkomensafhankelijke regelingen.

#### Box 1. Het rendement op het collectief poolen van sterftewinst

We leggen het concept van sterftewinst uit aan de hand van een eenvoudig voorbeeld. Beschouw de volgende twee beleggingsmogelijkheden voor de periode van een jaar: een obligatie en een annuïteit. De risicovrije rente is 3 procent en de overlevingskans van een gepensioneerde deelnemer (in een homogeen collectief) is 79 procent. Na een jaar is de waarde van beide beleggingen als volgt:

	Nog in leven	Niet meer in leven
Obligatie	103 (=100*(1+0,03))	103 (=100*(1+0,03) ten gunste van de nabestaanden
Annuïteit	130 (=100*(1+0,03)/0,79)	0, het vermogen komt ten gunste van het collectief

Het rendement bij leven op de annuïteit is aanzienlijk hoger dan het rendement in de financiële markt. Dit rendement is met name op hoge leeftijd aanzienlijk omdat de overlevingskansen dan afnemen. Het is een compensatie voor het feit dat de nabestaande geen aanspraak maken op het vermogen van de deelnemer.

#### *...mede omdat overheid verzekeringsfunctie invult*

Hierbij moet wel worden opgemerkt dat veel andere continentaal Europese landen een grotere eerste pijler kennen met een opbouwsysteem. De overheid voorziet dus ook voor de middeninkomens in een aanzienlijk deel van hun pensioeninkomen via publieke annuïteiten. In sommige meer Angelsaksische landen (zoals bijvoorbeeld Australië) maar ook Scandinavische landen (Denemarken, Zweden) is sprake van inkomensafhankelijke pensioenvoorzieningen. Ook dan draagt de overheid een deel van het langlevensrisico. Mensen kunnen een beroep doen op deze inkomensafhankelijke voorzieningen als ze ouder worden dan werd verwacht toen ze met pensioen gingen. Het pensioeninkomen waarin de overheid voorziet stijgt dan in feite met de leeftijd. Jongere

gepensioneerden financieren hun levensonderhoud nog voor een aanzienlijk deel uit privaat vermogen, maar de oudste gepensioneerden vertrouwen grotendeels op publieke voorzieningen.

### Toetsing aan uitgangspunten en alternatieven

#### *Afruil tussen verzekeren en liquiditeit*

Deze buitenlandse beschikbare premieregelingen zonder verzekeringsfunctie staan op gespannen voet met uitgangspunt 1.3. Het zorgdragen van een bepaald inkomen op hoge leeftijd is duur, omdat niet geprofiteerd wordt van sterftewinst (zie box 2). Daar staat wel tegenover dat zonder het verzekeren van langlevensrisico gepensioneerden over meer flexibiliteit beschikken om het eigen uitkeringsprofiel te bepalen als onvoorziene omstandigheden daarom vragen. Een langlevensverzekering vereist namelijk dat het uitkeringsprofiel grotendeels vastligt om selectie te voorkomen en daarmee het verzekeringskarakter te behouden. Er bestaat dus een afruil tussen het verzekeren van langlevensrisico enerzijds en liquiditeit anderzijds.

#### *Langlevensrisico kan deels verzekerd worden boven bepaald inkomensniveau....*

Brown en Nijman (2011) pleiten daarom voor het beperken van de verplichting om een annuïteit aan te kopen tot een zeker minimum inkomensniveau. Daarboven zou het kopen van een annuïteit niet verplicht moeten zijn, maar wel gestimuleerd kunnen worden door een goede standaard: degenen die geen expliciete keuze willen maken krijgen een levenslange uitkering gebaseerd op een levenslang verzekeringscontract.

#### *...of alleen voor gegarandeerd deel pensioeninkomen*

Een andere mogelijkheid om het langlevensrisico maar voor een deel te verzekeren is een vorm van het zogenaamde combi-contract. Dit contract genereert een escalerende pensioenuitkering dat in nominale termen alleen kan stijgen maar niet kan dalen. Hierbij gebruikt men een deel van het op pensioendatum opgebouwde vermogen om bij een verzekeraar een nominale annuïteit aan te kopen. Daarnaast houdt men een beleggingsportefeuille aan die in verwachting en bij de verwachte levensduur precies de geambieerde indexatie oplevert. Er is in feite sprake van een levenslange nominale uitkering met daarboven een toekomstbestendige geambieerde indexatie in die zin dat de indexatieambitie in verwachting gerealiseerd kan worden. Het langlevensrisico op de beleggingsportefeuille wordt niet afgedekt.

Elke periode dat betrokkene in leven blijft berekent men opnieuw de toekomstbestendige indexatie. Als deze toekomstbestendige indexatie boven de geambieerde indexatie ligt (als gevolg van onverwachte meevallers op de beleggingsportefeuille die groter zijn dan de kosten van de langere resterende levensduur als gevolg van overleven) dan koopt men nominale annuïteiten bij, zodanig dat de toekomstbestendige indexatie weer spoort met de indexatieambitie. Zonder meevallers op de beleggingsportefeuille zal de toekomstbestendige indexatie onder de geambieerde indexatie komen te liggen. Dit is ook het geval als betrokkene een deel van de beleggingsportefeuille benut voor eenmalige uitgaven. Als betrokkene overlijdt, valt de resterende beleggingsportefeuille toe aan de nabestaanden. Dit staat vooralsnog op gespannen voet met Nederlandse wetgeving voor de tweede pijler.

### A.3 Beschikbare premieregelingen met aankoop variabele annuïteiten op pensioendatum

#### Beschrijving

De wetgeving zou ook zo kunnen worden ingericht dat deelnemers aan beschikbare premieregelingen op pensioendatum ook een variabele annuïteit kunnen aankopen. Het gaat dan om een uitkeringsrecht op een verzekeraar dat op een van te voren vastgestelde manier varieert met een objectieve beleggingsindex. Het LCP rapport (Lane, Clark and Peacock, (2014)) pleit voor deze variabele annuïteiten.

De meest eenvoudige variabele (unit-linked) annuïteiten gaan uit van een bepaald vast projectierendement. Als het feitelijke beleggingsrendement op een bepaalde benchmark portefeuille verschilt van het projectierendement worden uitkeringen direct aangepast met het onverwachte rendement (dit is het saldo van het feitelijke rendement en het projectierendement).

Een alternatief is om het projectierendement ook af te laten hangen van de macro-economische omgeving, bijvoorbeeld de rentestand. De periodieke aanpassing van de uitkeringen hangt dan niet alleen af van de onverwachte rendementen op de beleggingsportefeuille, maar ook van de veranderingen in de 'verplichtingen', d.w.z. het effect van veranderingen in het projectierendement op het benodigde vermogen voor een in verwachting constante levenslange uitkering. Als de matching portefeuille het risico van wijzigingen in verplichtingen afdekt, wordt de aanpassing van de uitkering volledig bepaald door het onverwachte rendement op de return portefeuille.

Daarnaast is het ook mogelijk de uitkering te laten meebewegen als gevolg van veranderingen in de sterftetabellen. Op deze manier dragen de deelnemers het systematische langlevensrisico gedurende de uitkeringsfase. De periodieke aanpassing van de uitkeringen hangt dan niet alleen af van de onverwachte rendementen op de return portefeuille, maar ook van onverzekerde veranderingen in de levensverwachting.

Het nadeel van onmiddellijke aanpassing van de uitkering is dat het uitkeringspatroon van de jaar-op-jaar volatiliteit van de uitkering groot kan zijn en dat gepensioneerden regelmatig te maken krijgen met nominale kortingen in hun pensioeninkomen. Een alternatief is om schokken individueel uit te smeren over de resterende verwachte levensduur van het individu. Dit leidt er toe dat risico zich verplaatst naar de latere levensfase. Als men de variabiliteit van de jaar-op-jaar aanpassingen niet wil laten toenemen met de leeftijd moet men beleggingsrisico terugnemen als men ouder wordt en de resterende levensduur waarover men schokken kan uitsmeren afneemt. Een in verwachting constante uitkering vereist dan een met de leeftijd dalend projectierendement en bijpassende beleggingsbenchmark. Als men met een constant projectierendement rekent zal de verwachte periodieke aanpassing van de uitkering (in absolute waarde) dalen met de leeftijd als men het risico in de benchmark portefeuille terugneemt bij het ouder worden.

### Toetsing aan uitgangspunten

Het LCP rapport bespreekt de mogelijkheid van het uitsmeren van schokken en het onverzekerd laten van systematisch langlevensrisico niet, wellicht omdat het tot extra complexiteit leidt. Een beschikbare premieregeling met een variabele annuïteit in de uitkeringsfase waarin sprake is van het uitsmeren van schokken staat inderdaad op gespannen voet met uitgangspunt I.10 (beperken van complexiteit en bevorderen van begrijpelijkheid).

Het LCP rapport laat ook mogelijke combinaties onbesproken van enerzijds ‘doorbeleggen’ zonder verzekeren van langlevensrisico (en met de mogelijkheid van uitsmeren) en anderzijds gegarandeerde annuïteiten (zie de combi-variant zoals besproken onder variant A.2 hierboven). In deze variant vindt de aankoop van nominale annuïteiten meer geleidelijk plaats en kan men langer risicovol blijven beleggen zonder dat men complexe variabele annuïteiten hoeft aan te kopen.

#### **A.4 PPR via externe verzekeraar**

##### Beschrijving<sup>11</sup>

###### *PPR versus variabele annuïteiten*

Net als nu het geval is in de opbouwfase bij een beschikbare premieregeling is er bij een persoonlijke pensioenrekening op basis van kapitaal met aanvullende risicodeling (PPR) ook in de uitkeringsfase sprake van een individueel beleggingsdepot. Dit depot is het eigendom van de individuele deelnemer en maakt geen deel uit van de balans van de verzekeraar. De eigenaar van een PPR staat dus minder bloot aan het default risk van verzekeraars dan bij annuïteiten. Daartegenover staat dat het risico dat de beleggingen zich anders gedragen dan de benchmark voor de individuele deelnemer is.

###### *Langlevensverzekering: biometrisch rendement conditioneel op leven*

De verzekeringsfunctie wordt ingevuld als een afspraak met een verzekeraar over hoe de waarde van de PPR fluctueert met het al of niet in leven zijn van de deelnemer. Bij overlijden van de verzekerden vervalt de PPR dus niet toe aan de nabestaanden maar aan de verzekeraar. Als vergoeding voor deze overdracht schrijft de verzekeraar bij leven van de verzekerden een biometrisch rendement bij op de pensioenrekening. Verzekeraars concurreren op dit biometrische rendement. In tegenstelling tot een annuïteit is er in een PPR geen conversie moment waarop kapitaal wordt omgezet in een recht op een levenslange uitkering. Er is dus ook geen sprake van inkoop tarieven met de bijbehorende waarderingsvragen. Wel is er ook bij een PPR een bepaalde conversiedatum en moet een onomkeerbare beslissing genomen worden op welke levens de langlevensverzekering wordt geschreven. Tot het conversiemoment kan er sprake zijn van flexibele kortlopende verzekeringsafspraken waarvan de waarde niet afhangt van de inschatting van sterftেকansen over een lange reeks van jaren. Conversie heeft in een PPR dus betrekking op de verzekeringsfunctie. Dit levenslange verzekeringscontract kan het systematische langlevensrisico

---

<sup>11</sup> Een meer gedetailleerde beschrijving van de PPR is te vinden in Bovenberg en Nijman (2014).

(deels) bij de verzekerden leggen door het biometrisch rendement (deels) mee te laten bewegen met veranderingen in sterfteprognoses.

*Pensioenrekening: toekomstbestendige levenslange uitkeringen*

Het individuele beleggingsdepot op de persoonlijke *pensioenrekening* is geormerkt voor een levenslange uitkering aan verzekerden. Vandaar dat we spreken van een persoonlijke *pensioenrekening*. Het percentage van het vermogen dat elk jaar uit de PPR mag worden uitgekeerd is gebaseerd op het concept van een toekomstbestendige uitkering. Toekomstbestendigheid houdt in dat de verwachte uitkeringen zich zullen ontwikkelen conform de geambieerde stijging van de uitkeringen (bijvoorbeeld de prijs- of loonstijgingen) als de financiële en biometrische rendementen zich volgens verwachting gedragen. Om grote jaar-op-jaar volatiliteit van de uitkering te voorkomen kunnen schokken worden uitgesmeerd over de tijd, bijvoorbeeld de resterende verwachte levensduur van het individu. Op deze manier vertalen schokken zich in toekomstbestendige indexatie; na onverwachte schokken gaat de verwachte indexatie afwijken van de indexatieambitie.

*Beleidsvrijheid in projectierendement en renteafdeckingsbeleid*

Het projectierendement is het saldo van de financiële rendementsverwachtingen en de verwachte indexatie. De individualisering van financiële vermogens in een PPR biedt elk verzekeraar (in samenspraak met een collectief of een individuele deelnemer) beleidsvrijheid om binnen zekere fiscale grenzen het projectierendement zelf te kiezen, afhankelijk van de geambieerde stijging van de uitkering (en de gevoeligheid van deze ambitie voor de rente), subjectieve inflatieverwachtingen, en het beleggingsrisico (en het daaraan gekoppelde verwachte rendement). De keuze van het projectierendement heeft namelijk alleen invloed op de snelheid waarmee de rekening wordt uitbetaald en zorgt dus niet voor herverdeling van waarde tussen generaties en de daarmee gepaard gaande belangenconflicten. De vrijheid om de rentegevoeligheid van deze rekenrente te bepalen impliceert ook beleidsruimte om het renteafdeckingsbeleid af te stemmen op elke leeftijdsgroep, zonder dat het impliciete beleggingsbeleid van andere generaties daardoor wordt beïnvloed. De overheid dient grenzen te stellen aan de subjectieve veronderstellingen die in het projectierendement een rol spelen. Dit om bijvoorbeeld te voorkomen dat het projectierendement te hoog wordt gekozen en het zwaartepunt van de uitkeringen uit de PPR naar voren wordt gehaald zodat het karakter van een levenslange uitkering wordt aangetast. Ook dient te worden voorkomen dat de verzekeraar het risicoprofiel vergroten om op korte termijn meer te kunnen indexeren.

*Beperkte individuele keuzevrijheid mogelijk*

De PPR biedt mogelijkheden maar geen noodzaak voor individuele keuzevrijheid in de beleggingsfunctie en de verzekeringsfunctie. Na een bepaalde conversieleeftijd moet wel een onomkeerbare beslissing worden genomen door het individu over het verzekeringscontract. Er kan ook in uitkeringsfase individuele vrijheid in het beleggingsbeleid worden geboden, maar niet in de uitkeringen die aan het kapitaal mogen worden onttrokken om selectie te voorkomen en het verzekeringskarakter van de PPR te behouden. Dit argument komt bovenop paternalistische redenen (en het beschermen van de openbare financiën) om individuele keuzevrijheid in de ontspaarfunctie te beperken. Het collectieve niveau kan wel over discretie beschikken over de

uitkeringsfunctie zonder dat dit tot intergenerationele herverdeling leidt of de verzekeringsfunctie uitholt.

#### *Combi-contract*

Het combi-contract (of escalerende annuïteit, zie de beschrijving onder variant A.2) kan ook via een PPR worden ingevuld. Het eigendomsrecht is dan gedefinieerd als een individueel beleggingsdepot in plaats van een claim op een verzekeraar. Samen met een verzekeringscontract voor systematisch langlevensrisico garandeert een *matching* portefeuille een levenslange nominale uitkering. Daarnaast houdt men een return portefeuille die samen met het biometrische rendement op een langlevensverzekering in verwachting precies de geambieerde indexatie oplevert. Men kan er voor kiezen systematisch langlevensrisico niet te verzekeren zodat onverwachte stijgingen in de levensverwachting ten koste gaan van toekomstbestendige indexatie.<sup>12</sup>

Elke periode berekent men de toekomstbestendige indexatie. Als deze boven de geambieerde indexatie ligt (als gevolg van onverwachte meevallers), dan verhoogt men de uitkeringsgarantie extra door de matching portefeuille uit te breiden ten koste van de return portefeuille zodanig dat de toekomstbestendige indexatie weer spoort met de indexatieambitie. Bij onverwachte financiële tegenvallers (als gevolg van schokken in de return portefeuille of onverzekerde veranderingen in de levensverwachting) zal de toekomstbestendige indexatie onder de geambieerde indexatie komen te liggen. Terwijl meevallers voor een groter deel direct worden uitgekeerd impliceert deze systematiek dat tegenvallers worden uitgesmeerd over het gehele resterende leven. Verder neemt men beleggingsrisico terug bij hogere leeftijden: het benodigde risicovolle vermogen voor toekomstbestendige, geambieerde indexatie neemt immers af met de resterende levensduur.

#### Toetsing aan uitgangspunten

PPR voldoet niet aan uitgangspunt B.4 uit paragraaf 4 omdat individueel langlevensrisico niet verhandelbaar en daarom niet goed objectief waardeerbaar is. Dat geldt des te meer als deelnemers systematisch langlevensrisico verzekeren. Verder is er geen optimale risicodeling van andere niet-verhandelbare risico's (zie uitgangspunt C.2).

### **5.2 Contracten met collectieve risicodeling**

In paragraaf 5.1 hebben we ons beperkt tot contractvarianten waarin externe verzekeraars optreden als risicodragers. In deze paragraaf komen contracten gebaseerd op collectieve risicodeling aan de orde (zie ook het overzicht in tabel 5.1). Allereerst wordt ingegaan op de huidige uitkeringsregelingen. Vervolgens wordt nagegaan hoe bestaande uitkeringsovereenkomsten verbeterd kunnen worden door de risicodeling te optimaliseren en de beleggingsspagaat te verzachten. Daarna komen drie contractvormen aan de orde waarin sprake is van kapitaalopbouw. In het eerste contract wordt op enig moment alsnog een collectieve annuïteit ingekocht. Hier worden drie subvarianten onderscheiden: nominale annuïteit, een variabele annuïteit met nominale

---

<sup>12</sup> Bij zeer grote verbeteringen in de levensverwachting zal men de uitkering ook in nominale termen moeten verlagen.

discontering en een variabele annuïteit met macrostabele discontering. Vervolgens komt de PPR aan de orde, respectievelijk met beperkte en uitgebreide collectieve risicodeling.

## B.1. Huidige uitkeringsregelingen

### Beschrijving

#### *Annuïteiten als eigendomsrecht*

In uitkeringsregelingen zijn individuele eigendomsrechten gedefinieerd in termen van levenslange uitkeringen (annuïteiten) die ingaan op een bepaalde pensioenleeftijd. Het gaat hierbij dus om een uitkeringsrecht op een verzekeraar of pensioenfonds. Ook tijdens de opbouwfase betreffen de eigendomsrechten dus levenslange uitkeringen in de vorm van *uitgestelde* annuïteiten. Reeds bij premie-inleg wordt het kapitaal omgezet in deze zogenaamde annuïteitspunten.

#### *Annuïteiten zijn variabel door collectieve risicodeling*

De annuïteiten zijn variabel omdat er geen externe verzekeraar is die de uitkeringen garandeert. Er is sprake van collectieve risicodeling. Ook de sociale partners zijn als vertegenwoordiger van de premiebetalers niet of nauwelijks beschikbaar als risicodragers. Het premie-instrument is bot en wordt nauwelijks gebruikt om schokken op te vangen. Wel deelt nieuwe pensioenopbouw in tekorten of overschotten zonder dat de inkooprijs van nieuwe annuïteitspunten daar rekening mee houdt. Dit betekent dat een deel van bestaande overschotten of tekorten kan worden doorgeschoven naar nieuwe opbouw. Op deze manier verzekert nieuwe opbouw bestaande rechten tegen beleggingschokken.

#### *Aanpassing uitkeringsrechten met collectief vermogen*

De uitkeringsrechten variëren met de omvang van een gezamenlijk financieel vermogen van een bepaalde solidariteitskring. Met een gezamenlijk beleggingsdepot spreekt men ook wel van CDC (collective defined contribution) om deze regeling te onderscheiden van een individuele beschikbare premieregeling (iDC) met individuele beleggingsdepots of een DB regeling met een externe risicodragers. De individuele eigendomsrechten in een uitkeringsregeling --de annuïteitspunten-- worden aangepast als de waarde van de gezamenlijke annuïteitspunten ('de verplichtingen') binnen de solidariteitskring niet overeenkomt met de waarde van de gezamenlijke beleggingen en er dus sprake is van een collectieve buffer (die ook negatief kan zijn). De herstelmethodiek bij reservetekorten alsmede de regels voor toekomstbestendige indexatie schrijven voor hoe de annuïteitspunten worden aangepast als functie van de dekkingsgraad (het totale vermogen als deel van de totale verplichtingen).

#### *Waardering gebaseerd op risicovrije rente zonder voorwaardelijke opslagen..*

Om de waarde van de annuïteitspunten in de verdeelregel te berekenen is een waarderingsystematiek nodig van individuele uitkeringsrechten. Het FTK schrijft voor dat de waarderingsystematiek in de verdeelregel gebaseerd dient te zijn op de nominale, risicovrije rente. Deze waardering neemt mogelijke toekomstige op- of afslagen niet mee. De individuen kunnen ook



geen directe rechten doen gelden op de collectieve buffers als ze hun annuïteitspunten verkopen bij waardeoverdracht.

### Toetsing aan uitgangspunten

#### *Uitkeringsregelingen resulteren in perverse risicodeling....*

De huidige uitkeringsregelingen voldoen niet aan uitgangspunten I.1, I.5 en III.2 omdat risicodeling plaatsvindt op basis van slechts één ruwe indicator: de collectieve nominale dekkingsgraad. Wat betreft bijvoorbeeld uitgangspunt I.5, loopt het systematische langlevensrisico van werkenden in de dekkingsgraad en wordt daarmee mede door de gepensioneerden gedragen. Ook falen de huidige uitkeringsregelingen op criterium I.6. De nominale disconteringsmethodiek voor het berekenen van de dekkingsgraad resulteert in een beleggingsspagaat bij het afdekken van renterisico. De gepensioneerden dragen via de nominale dekkingsgraad mede het renterisico dat in het belang van werkenden wordt genomen. Dit beperkt de vrijheidsgraden voor fondsen om hun eigen renteafdekkingsbeleid vorm te geven en resulteert in ongewenste risicodeling (zie ook criterium III.2). Verder staan de uitkeringsregelingen onder het FTK op gespannen voet met criteria I.7 en I.10. De nominale uitkeringsrechten en de risicovrije discontering suggereren nominale zekerheid terwijl dit niet wordt waargemaakt in het beleggingsbeleid. Verder zijn de uitkeringsregelingen uitermate complex geworden door gedetailleerde regelgeving. De overheid schrijft het pensioenproduct verregaand voor. Sommige van deze regels, zoals die voor toekomstbestendige indexatie, zijn gericht op het voorkomen van intergenerationele herverdeling, maar beperken de speelruimte van pensioenfondsen om de beleggingsfunctie en de uitkeringsfunctie vorm te geven.

#### *...en voldoen niet aan comply and explain vanwege gebrekkige waardering*

Ook voldoen de huidige uitkeringsregelingen niet goed aan criterium II.3. De hierboven beschreven 'juridische' waardering van bestaande individuele rechten bij het berekenen van de totale 'verplichtingen' in de verdeelregel spoort niet met de economische waardering. Dit is het gevolg van asymmetrische contracten<sup>13</sup> om schokken te verwerken en het niet meenemen van de rechten op voorwaardelijke op- en afslagen in de waardering. Boender e.a. (2013) gaat dieper in op het verschil tussen juridische en economische waardering. Een derde reden waarom de waardering van nieuwe opbouw niet spoort met de economische waarde is dat de gehanteerde discontering bij het bepalen van de premie mag verschillen van de discontering van bestaande rechten. De verschillen tussen juridische en economische waardering impliceren dat intergenerationele herverdeling als gevolg van nieuwe inkoop, veranderingen in parameters in de herstelplansystematiek, beleggings- en indexatiebeleid niet transparant is. Het vraagt veel van pensioenfondsbesturen om inzicht te krijgen in niet alleen de juridische maar ook de economische waarde van rechten. Hierdoor kan niet goed vorm gegeven worden aan de uitgangspunten II.5 en II.3.

---

<sup>13</sup> In het nieuwe FTK mogen schokken langer worden uitgesmeerd – ook al is sprake van onderdekking. Dit vermindert het asymmetrische karakter van het nominale contract.

## B.2. Aangepaste uitkeringsregelingen

### Beschrijving

Het is mogelijk de bestaande uitkeringsovereenkomsten te verbeteren door ongewenste risicodeling te elimineren en interne risicodeling te optimaliseren (zie uitgangspunten I.1 en III.2). Een direct gerelateerd doel is om intergenerationele conflicten over het beleggingsbeleid en de daarbij horende beleggingsspagaat te verzachten door pensioenfondsbesturen meer speelruimte te geven in risicobeheer en de uitkeringsfunctie in het algemeen en renteafdekkingsbeleid in het bijzonder (zie uitgangspunt I.6). Dergelijke contracten kunnen ook helderheid verschaffen over de economische waarde van individuele pensioenaanspraken.

Het betreft hier uitkeringsregelingen waarin individuele eigendomsrechten vanaf het moment van premie-inleg gedefinieerd zijn in termen van (variabele) annuïteitspunten. De uitkeringsrechten variëren net als in de huidige uitkeringsregelingen met een collectieve dekkinggraad maar de berekening van de dekkinggraad verschilt door een andere waarderingssystematiek van de 'verplichtingen.' Er zou gewerkt kunnen worden met macrostabiele discontering en met waardering van pensioenrechten waarin de aard van de pensioentoezegging (al dan niet uitsmeren van schokken, reel of nominaal) wordt gereflecteerd.

#### *Maatwerk in delen van systematisch langlevensrisico...*

Dit contract biedt meer maatwerk in het delen van langlevensrisico door werkenden hun eigen systematisch langlevensrisico te laten dragen (zie uitgangspunt I.5). Dit vereist dat de waarde van de verplichtingen aan werkenden niet wijzigt bij een onverwachte verandering van sterftetafels, maar dat de rekenleeftijd voor het begin van de levenslange uitkering opschuift. Als het langlevensrisico na de pensionering ook nog bij het betreffende cohort ligt is leeftijdsafhankelijke indexatie nodig. Men kan er ook voor kiezen de door het collectief verzekerde sterftetafels na pensionering vast te zetten zodat onverwachte wijzigingen van de levensverwachting in de dekkinggraad lopen.

#### *...en renteafdekkingsbeleid en delen van renterisico...*

Deze contracten bieden meer maatwerk in het renteafdekkingsbeleid door horizontdifferentiatie in de rentegevoeligheid van een zogenaamde macrostabiele disconteringsvoet. De rentegevoeligheid van de rekenrente zal ook afhangen van de visie van het pensioenfondsbestuur op het risico van veranderende inflatieverwachtingen en de aard van de pensioenambitie: gaat het om een nominaal pensioen, een koopkrachtbestendig pensioen of een pensioen dat gelijke tred wil houden met de loonontwikkeling?

#### *...en delen van niet-verhandelbaar inflatierisico...*

Een verdergaande variant is om de collectieve dekkinggraad ook te laten afhangen van stochastische parameters zoals de inflatieverwachtingen en verwachte rendementen op zakelijke waarden en deze parameters mee te laten veranderen met een subjectieve index, bijvoorbeeld geconstrueerd op basis van een door de overheid samengestelde commissie van experts. Op deze

manier creëert men een extra markt voor het verhandelen van risico's tussen generaties. Deze indices worden namelijk niet verhandeld in financiële markten.

*Transparantie over economische waardering....*

Het bestuur verschaft helderheid over de economische waarde van pensioenaanspraken. Op deze wijze biedt het bestuur openheid over waardeverschuivingen bij de inkoop van nieuwe rechten of het veranderen van de verdeelregels, inclusief de disconteringsmethodiek.

*...en gestandaardiseerde methodologie voor waardering niet-verhandelbare risicofactoren*

Voor zover niet-verhandelbare risicofactoren in de verdeelregels zijn opgenomen moeten de pensioenrechten gewaardeerd worden met een door de overheid voorgeschreven gestandaardiseerde methodologie. Dan gaat het bij langlevensrisico bijvoorbeeld om nationaal voorgeschreven prognose sterftetafels (met eventueel gemotiveerde af- of opslagen op basis van ervaringssterfte) en bij (loon)inflatierisico om door de commissie parameters vastgestelde inflatieverwachtingen en vergoedingen voor het lopen van inflatierisico.

Toetsing aan uitgangspunten

De economische waardering van pensioenaanspraken is complex en staat daarmee op gespannen voet met uitgangspunten I.10, II.5 en III.3. De complexiteit resulteert in het risico dat de disconteringsmethodiek wordt gewijzigd zonder dat de herverdelingseffecten transparant worden gerapporteerd. Mede daardoor is het beschermen van deelnemers tegen ongewenste discretionaire herverdeling minder geloofwaardig en staan deelnemers bloot aan besluitvormingsrisico's en zijn uitkeringsovereenkomsten moeilijk aanpasbaar aan nieuwe omstandigheden. Het intern handelen op subjectieve indices vraagt bovendien vertrouwen in de kwaliteit en objectiviteit van deze indices en resulteert in bestuurlijke risico's. Deze indices worden bovendien niet verhandeld in liquide financiële markten en zijn daarom niet objectief waardeerbaar (zie uitgangspunt II.4).

Deze variant met een macrostabiele discontovoet scoort beter op uitgangspunten I.1 en I.6 dan een variant met een risicovrij disconto (variant B.1) maar scoort slechter op uitgangspunten I.10 en III.3 en, als er gehandeld wordt op subjectieve indices, op uitgangspunt II.4.

**B.3. Eerst kapitaal, daarna aankoop van collectieve annuïteit**

Beschrijving

Deze variant combineert premiereregelingen in het begin van het arbeidzame leven met uitkeringsregelingen op latere leeftijd. In het begin van de opbouwfase is de deelnemer eigenaar van een individueel beleggingsdepot. Later in het leven wordt het opgebouwde kapitaal geconverteerd in een uitkeringsrecht.<sup>14</sup> Deze conversie kan plaatsvinden op pensioendatum maar kan ook geleidelijk plaatsvinden waarbij al begonnen wordt met de inkoop van uitkeringsrechten

---

<sup>14</sup> Eventueel is ook een ander transitieprotocol mogelijk van kapitaal naar uitkeringsrechten waarbij kapitaal op een ander tijdstip of geleidelijk wordt omgezet in uitkeringsrechten. Voor dit laatste alternatief, zie bijvoorbeeld het combi-contract zoals beschreven onder variant A.2.

tijdens de opbouwfase. De uitkeringsrechten variëren met de omvang van een gezamenlijk financieel vermogen van een bepaalde solidariteitskring. Er is dus sprake een CDC regeling. We onderscheiden drie subvarianten. Allereerst kan (variant B.3v1) sprake zijn van een nominale annuïteit met risicoloos beleggingsbeleid, vergelijkbaar met variant A.1 uit tabel 5.1. Ook kan er sprake zijn van variabele annuïteiten met risicovolle beleggingen en risicodeling via de collectieve dekkingsgraad. De berekening van de collectieve dekkingsgraad kan dan gebaseerd zijn op de nominale risicovrije rente (variant B.3v2, vergelijk variant B.1) of op een minder rentegevoelige rekenrente (variant B.3v3, vergelijk variant B.2). Als in de eerste variant de nominale verplichtingen worden afgedekt in het beleggingsbeleid (als in B.3v1) variëren de uitkeringen alleen met veranderingen in de levensverwachting. Dit sluit aan bij het pensioenmodel dat o.a. Keith Ambachtsheer al enige tijd propageert met een return-seeking instrument (lees: premiereregeling) dat tijdens het leven geleidelijk wordt omgezet in een safety instrument (lees: nominale annuïteit).

### Toetsing aan uitgangspunten

De nominale disconteringsvariant B.3v2 kent minder nadelen dan wanneer de nominale discontering ook geldt voor de opbouwfase. Ongewenste risicodeling tussen ouderen en jongeren bij schokken in systematisch langlevensrisico en niet afgedekt renterisico is minder aan de orde, omdat jongeren niet of nauwelijks deel uit maken van de solidariteitskring waarin de dekkingsgraad de risicodeling bepaalt. Deze solidariteitskring is nu homogener van samenstelling, zeker als collectieve annuïteiten pas laat in het leven (op of na de pensioendatum) worden ingekocht. Het mogelijke nadeel dat ouderen worden opgezadeld met het niet afgedekte renterisico van jongere deelnemers kan worden voorkomen door het nominale renterisico van alle deelnemers aan de solidariteitskring geheel af te dekken. Schokken in de rendementsportefeuille of in systematisch langlevensrisico kunnen op een symmetrische wijze worden uitgesmeerd via het principe van duurzame indexatie.

Mogelijke minpunten zijn dat nominale discontering de speelruimte beperkt voor het pensioenfondsbestuur om het al of niet afdekken van renterisico zelf te kiezen in het licht van reële pensioenambities en de inschatting van het inflatierisico (zie uitgangspunt I.6). Dit geldt vooral als collectieve annuïteiten al vroeg in het leven worden ingekocht en voor de berekening van duurzame indexatie een risicovrij rendement wordt benut. Het alternatief is dat duurzame indexatie wordt gebaseerd op het verwachte rendement maar dan is de economische waardering van de in te kopen rechten complex, als schokken worden uitgesmeerd, en vraagt een objectieve, economische waardering restricties op de verdeelregel (zie uitgangspunt I.10). Bovendien bestaat er het risico dat de verdeelregels na inkoop van de annuïteiten worden gewijzigd met intransparante herverdeling als gevolg (zie uitgangspunt III.3).

De laatst genoemde nadelen gelden in versterkte mate voor variant B.3v3 waarin een macrostabile disconteringsmethodiek wordt benut in de verdeelregel, zeker als er niet-verhandelbare risicofactoren (zoals verwachte inflatie gebaseerd op een stochastische, subjectieve index) in de verdeelregel worden opgenomen. Daar staat echter betere risicodeling tegenover (zie uitgangspunten I.1 en III.2). Ook hier zien we dus weer de afruil tussen enerzijds meer

vrijheidsgraden om optimale risicodeling te bereiken en anderzijds de risico's als gevolg van complexiteit, subjectiviteit en collectieve besluitvorming. De variant met een macrostabile discontovoet B.2 kent minder van de genoemde risico's dan wanneer deze variant ook geldt voor de opbouwfase. Een solidariteitskring met alleen gepensioneerden is namelijk homogener dan wanneer deze kring ook werkenden omvat. Het gevaar van intergenerationele conflicten over het verdelen en beleggen van de collectieve vermogens is dus beperkter.

#### **B.4 PPR met beperkte risicodeling**

##### Beschrijving

Het verschil met de PPR variant A.4 is dat de verzekeringsfunctie wordt uitgevoerd door het collectief in plaats van een externe verzekeraar. Het collectief is dan in feite een onderlinge verzekeraar waarvan de deelnemers zelf 'eigenaar' zijn. De biometrische risico's - zowel het idiosyncratische als het systematische langlevensrisico - worden gedeeld tussen de deelnemers van de solidariteitskring. De waarde van de PPR van elk individu wordt volledig bepaald door de individuele inleg, biometrische (c.q. actuariële) factoren en rendementen op financiële vermogenstitels in de rekening. Het gaat dus om 'gesloten' rekeningen in de zin dat er geen overdrachten tussen rekeningen plaatsvinden op basis van solidariteitsafspraken (anders dan op basis van biometrische factoren) tussen deelnemers of met externe partijen (zoals de sociale partners als vertegenwoordigers van toekomstige opbouw). Er is sprake van beperkte risicodeling.

##### Toetsing aan uitgangspunten

Persoonlijke pensioenrekeningen met aanvullende risicodeling (PPR) beogen de afruil tussen optimale risicodeling enerzijds en de risico's van collectieve besluitvorming anderzijds te optimaliseren door de verhandelbare financiële risico's zoveel mogelijk te individualiseren en de collectieve risicodeling te beperken tot biometrische risico's. Door te werken met persoonlijke pensioenrekeningen met goed waardeerbare financiële vermogenstitels worden complexe waarderingsproblemen beperkt tot actuariële risico's.<sup>15</sup> Dit combineert de sterke punten van individuele regelingen (transparantie, aanpasbaarheid, vrijheidsgraden voor risicobeheer) met de sterke punten van collectieve regelingen (pensioeninleg als arbeidsvoorwaarde, collectief beleggen, collectieve inkoop, bescherming tegen onverstandige individuele keuzes door collectief vastgestelde keuzearchitectuur). Pensioenfondsen ontsnappen zo aan de grote rentegevoeligheid van nominale uitkeringsregelingen en kunnen een meer reëel contract implementeren zonder daarbij complexiteit en belangenconflicten te introduceren tussen deelnemers over de verdeling van collectieve vermogens. Langere uitsmeerperiodes zijn mogelijk zonder dat dit resulteert in intergenerationele herverdeling.

Uiteraard ontsnapt ook de PPR niet aan afruilen. De PPR met beperkte risicodeling staat nog meer dan variant A.4 op gespannen voet met uitgangspunt II.4. Verplichte deelname aan een

---

<sup>15</sup> Collectieve risicodeling van financiële risico's heeft geen toegevoegde waarde in systemen waarin tarieven op het moment van inkoop marktwaardeneutraal zijn. Er zijn dan geen externe effecten van nieuwe inkoop op bestaande deelnemers.

solidariteitskring voorkomt selectie. Maar daartegenover staat dat keuzevrijheid en concurrentie op de verzekeringsmarkt niet langer de waardering van individueel langlevensrisico disciplineren. Collectieve risicodeling binnen een onderlinge verzekeraar vereist besluitvorming over de verdeling van het actuariële resultaat van het collectief<sup>16</sup> en over hoe de deelnemers die dit risico dragen worden beloond. Daarnaast gaat het om de aard en de beprijzing van de verzekeringscontracten die aan individuele deelnemers worden aangeboden en de daarbij eventueel te betrachten solidariteit als gevolg van voorspelbare verschillen in levensverwachting. Hoe groter de reikwijdte en hoe meer heterogene groepen bij de risicodeling worden betrokken en hoe langer de verzekeringscontracten zich uitstrekken over de tijd, hoe beter de risicodeling in principe kan zijn maar ook hoe ingewikkelder de beprijzing, governance en solidariteitsvragen worden (zie ook uitgangspunt III.3).

Omdat deze variant zich beperkt tot het collectief delen van biometrische rendementen is de risicodeling van andere niet-verhandelbare risico's niet optimaal (zie uitgangspunt III.2). Ook is er geen sprake van risicodeling met toekomstige generaties omdat collectieve herstellpremies en/of buffers ontbreken. Daar staat tegenover dat extra stortingen van kapitaal in de PPR van werknemers aantrekkelijker worden door de directe relatie tussen de betaalde premie en het extra kapitaal in deze PPR. Over deze herstellpremies kunnen op de cao-tafel eventueel afspraken worden gemaakt.

## **B.5 PPR met uitgebreide risicodeling**

### Beschrijving

In deze vorm van een PPR worden ook andere risico's gedeeld (naast individueel en systematisch langlevensrisico) die niet of nauwelijks op financiële markten worden verhandeld tussen de deelnemers van een solidariteitskring dus ook met toekomstige generaties. Deze solidariteitsafspraken vullen gaten in financiële markten en leiden tot stabielere, betere pensioenuitkomsten. Zo kunnen toekomstige generaties delen in de huidige financiële risico's (beleggingsrisico's en renterisico's) via herstellpremies en buffers. Ook kunnen solidariteitskringen niet-op-financiële-markten verhandelbare risico's (zoals langlevensrisico en inflatierisico) delen. In feite hebben deelnemers ook niet-verhandelbare, illiquide (c.q. synthetische) activa in hun PPR. Dan gaat het bijvoorbeeld om (loon)inflatie: de pensioenrekening van gepensioneerden kan worden aangevuld uit de rekening van werkenden als de looninflatie boven een bepaald niveau komt (en andersom). Deze solidariteitsafspraken (verdeelregels en beprijzing) kunnen heronderhandeld worden bij onvoorziene omstandigheden. De discretionaire collectieve besluitvorming die in deze invulling van de PPR mogelijk is, kan worden gezien als extra risicodeling in geval van onvoorziene omstandigheden. Die risicodeling is niet beschikbaar op de financiële markten.

---

<sup>16</sup> Het actuariële resultaat van een collectief betreft het gerealiseerde sterfteresultaat (het saldo van de ontvangen vermogens van de overleden deelnemers en de bijgeschreven biometrische rendementen op de PPR van andere deelnemers) en de verandering in de waarde van de verplichtingen als gevolg van betere inschattingen van toekomstige sterftekanssen.

### Toetsing aan uitgangspunten

Een PPR met uitgebreide risicodeling scoort beter dan een PPR met beperkte risicodeling op uitgangspunt III.2 maar slechter op uitgangspunt II.4. Tegenover het voordeel van betere risicodeling en dus pensioenresultaten staat het risico dat de formulering van de solidariteitsafspraken en de beprijzing tot verdelingsconflicten leidt. Daarbij komt dat de contractpartijen geconfronteerd worden met tegenpartijrisico (c.q. discontinuïteitsrisico), zeker als de solidariteitsafspraken zich uitstrekken over een lange periode waardoor onvoorziene omstandigheden soms om discretionaire aanpassing zullen vragen. De illiquide afspraken zijn verder beperkt overdraagbaar en resulteren in solvabiliteitseisen. Het waarderen van de verdeelregels gebaseerd op een collectieve buffer vraagt complexe numerieke technieken en subjectieve veronderstellingen over de toekomstige instroom. We hebben dus weer te maken met een fundamentele afruil. Enerzijds is betere risicodeling en een betere pensioenuitkomst mogelijk als de reikwijdte van de interne handel groter wordt in termen van de tijdshorizon, het aantal risicofactoren dat verhandeld wordt en het aantal betrokken heterogene partijen. Anderzijds groeien daardoor de politieke risico's rondom de collectieve besluitvorming over de verdeelregels (en de waardering en discretionaire aanpassing daarvan).

### **5.3 Kernafruil**

De toetsing van de besproken contractvormen aan de in paragraaf 4 weergegeven uitgangspunten die in paragrafen 5.1 en 5.2 en in tabel 5.3 zijn beschreven kan in de kern tot drie afruilen worden teruggebracht. Deze drie kernafruilen worden in deze paragraaf benoemd en in tabel 5.4 schematisch weergegeven.

#### 5.3.1 Optimale risicodeling versus gebreken collectieve besluitvorming

Het binnen een pensioenplatform verhandelen van niet op markten verhandelde risico's (langlevenrisico, inflatierisico, subjectieve inschattingen van verwacht rendement of verwachte inflatie, discretionaire contractaanpassingen) kan leiden tot betere risicodeling en dus tot hogere of stabielere pensioenuitkomsten. Hetzelfde geldt voor het via herstellpremies en buffers laten delen van toekomstige generaties (die nu nog niet kunnen handelen op de financiële markten) in de huidige financiële risico's. Maar hier is sprake van een eerste belangrijke afruil. Enerzijds is betere risicodeling mogelijk als de reikwijdte van de interne handel groter wordt in termen van de tijdshorizon, het aantal risicofactoren dat verhandeld wordt en het aantal betrokken heterogene partijen. Anderzijds groeien daardoor de bestuurlijke risico's en potentiële intergenerationele conflicten rondom de collectieve besluitvorming over de verdeelregels (en eventuele discretionaire aanpassing van langlopende solidariteitsafspraken als onvoorziene omstandigheden hierom vragen) en de prijsstelling. Ook vereisen discontinuïteits- en kredietrisico's (tegenpartijrisico's) strengere solvabiliteitsvereisten en beperkingen op de overdraagbaarheid en verhandelbaarheid van een PPR. Verder neemt de complexiteit toe.

Deze afruil is bijvoorbeeld relevant bij het vergelijken van contractvarianten B.1 en B.2 waarbij variant B.2 meer niet-verhandelbare risico's betreft in de risicodeling. Eenzelfde afruil speelt ook bij het vormgeven van de uitkeringsregelingen in B.3. Maar in B.3 zijn de afruilen minder scherp dan in B.1 en B.2 omdat de groep met een uitkeringsregeling homogener is in termen van leeftijd. Dit vermindert het risico van intergenerationele conflicten maar beperkt ook de meerwaarde van intergenerationele risicodeling. De afruil tussen optimale risicodeling enerzijds en het beperken van bestuurlijke risico's en discontinuïteitsrisico's anderzijds is ook van belang bij de vergelijking van B.4 en B.5: B.4 kiest voor het beperken van bestuurlijke risico's en discontinuïteitsrisico's terwijl B.5 meer gewicht toekent aan betere risicodeling.

### 5.3.2 Risicodeling via collectieve dekkingsgraad versus maatwerk

De risicodeling in uitkeringsovereenkomsten (B.1, B.2, uitkeringsfase van B.3) is gebaseerd op een collectieve dekkingsgraad, dus op een vergelijking van de waarde van het collectieve vermogen met een maat van de waarde van de collectieve pensioenrechten. Dit mechanisme leidt tot gelijke procentuele toe- en afslagen voor alle deelnemers. Dit kan gewenst zijn vanuit het oogpunt van sociale preferenties en sociale cohesie en kan het vertrouwen versterken. Alle deelnemers worden immers in zekere zin hetzelfde behandeld in hun pensioenopbouw. Dit sluit willekeur uit. Een nadeel van dit mechanisme is echter dat minder ruimte is voor maatwerk. Overigens kan een gelijke aanpassing van alle uitkeringen ook binnen varianten B.4 en B.5 (PPR met individuele financiële activa) worden bereikt; de uitsmeerregel bepaalt dan het leeftijdsprofiel van de rendementsportefeuille.

Aanpassingen in de verdeelregels of de berekening van de dekkingsgraad kunnen in B.1, B.2 en de uitkeringsfase van B.3 leiden tot verschuiving van economische waarde tussen deelnemers. In de contracten via externe verzekeraars (A.1 t/m A.4) of in de PPR-varianten met beperkte collectieve risicodeling (B.4) is dat niet het geval. In B.5 zijn verschuivingen van economische waarde mogelijk, maar worden deze transparant. Het ontvlechten van de herverdelingsfunctie van de uitkeringsfunctie in varianten B.4 en B.5 kan het bestuur van het pensioenfondsplatform bovendien meer discretionaire speelruimte bieden bij het aanpassen van uitkeringsregels. Anderzijds wordt het discretionair herverdelen tussen deelnemers als onvoorziene omstandigheden daarom vragen wellicht moeilijker door de andere formulering en *framing* van eigendomsrechten als gekozen wordt voor B.4 of B.5 in plaats van de varianten met eigendomsrechten in termen van annuïteiten. Dit kan intergenerationele risicodeling beperken. Dit geldt ook voor de opbouwfase in B.3 vanwege de formulering van eigendomsrechten in termen van kapitaalopbouw. De collectieve dekkingsgraad in de uitkeringsfase leidt tot minder problemen met maatwerk aangezien het een homogener groep betreft.

### 5.3.3 Innovatie versus beperken overgangsproblemen

Persoonlijke pensioenrekeningen op basis van kapitaal met aanvullende risicodeling (A.4, B.4 en B.5) bieden een pensioeninkomen tot overlijden. Ook levenslange annuïteiten (A.1, A.3, B.1, B.2, en B.3) zoals die worden aangeboden in premieovereenkomsten of uitkeringsovereenkomsten bieden een



levenslange uitkering. Zowel de PPR als een annuïteit beperkt de kosten van de levenslange uitkering door bij overlijden geen resterend pensioenkapitaal uit te keren aan de nabestaanden. Er zijn echter een aantal belangrijke verschillen die tot afruilen leiden bij de keuze tussen een PPR en een annuïteit (zie tabel 5.4). Een eventuele overstap naar PPR leidt tot belangrijke transitieproblemen die in hoofdstuk 7 aan de orde komen.

De PPR-varianten met collectieve risicodeling maken het mogelijk maatwerk en flexibiliteit te bieden in de toekenning van risico's, zonder beperkt te worden door een mechanisme gebaseerd op de collectieve dekkingsgraad en zonder intergenerationele conflicten over de aanpassing van verdeelregels, wanneer wijzigende omstandigheden of (investment) beliefs om andere risicoprofielen vragen. De PPR biedt verder grote transparantie omdat geen sprake is van complexe inkooptarieven. De PPR bij een externe verzekeraar maakt het mogelijk in de uitkeringsfase schokken uit te smeren hetgeen bij een annuïteit niet of lastig te realiseren is. De PPR maakt het ook eenvoudiger om als dat gewenst is pensioenvermogen in te zetten voor bestedingen op het gebied van zorg en wonen (bv. aflossen hypotheek).

Een annuïteit staat dichterbij de huidige systematiek van uitkeringsregelingen dan een PPR. Daar komt bij dat een PPR de doorsneesystematiek waarschijnlijk minder goed houdbaar maakt. De solidariteit tussen jongere en oudere werknemers als gevolg van de doorsneesystematiek wordt namelijk zeer transparant als eigendomsrechten gedefinieerd zijn in termen van kapitaal in plaats van annuïteiten en is daarmee wellicht minder goed overeind te houden. De transitieproblemen gerelateerd aan het afschaffen van de doorsneepremie (zie paragraaf 6) zullen dus urgenter worden bij een PPR. Dit mogelijke bezwaar geldt overigens ook voor variant B.3. In deze variant is immers ook sprake van kapitaalopbouw in de opbouwfase.

Ook de grote transparantie van een PPR kan ongewenste effecten hebben. Zo kan het draagvlak voor intergenerationele risicodeling via collectieve buffers afnemen als deelnemers zien dat de premie-inleg niet altijd direct ten goede komt aan hun eigen kapitaalopbouw. Elke vorm van kapitaalopbouw, dus ook een persoonlijke pensioenrekening (PPR), maakt verder fluctuaties in de waarde van het pensioenrecht beter zichtbaar. Dit kan leiden tot minder risicovol beleggingsgedrag. De transparante waarde en risicoprofiel van een kapitaalopbouw en PPR bieden ook meer mogelijkheden voor individuele keuzes. Dit kan tot een roep om meer individuele keuzevrijheid leiden, bijvoorbeeld om te mogen kiezen voor een uitkering ineens. Het feit - dat transparant wordt - dat kapitaal op de PPR bij overlijden niet wordt vererft, kan resulteren in een gebrek aan maatschappelijk draagvlak voor een levenslange uitkering. Door te blijven communiceren in termen van verwacht pensioeninkomen kunnen deze effecten worden beperkt. Een gevolg van de grotere overdraagbaarheid van de pensioenwaarde zou verder kunnen leiden tot een roep om zelf de solidariteitskring te kiezen. Dit kan tot selectie leiden waardoor de verzekerings solidariteit wordt verzwakt.

Kapitaalopbouw maakt verder de relatie tussen de inleg en de extra opbouw van waarde op de eigen rekening transparant. In het geval van collectieve herstellpremies wordt beter zichtbaar welk deel van de inleg niet ten goede komt aan de eigen rechten. Dit zou de animo voor

intergenerationele risicodeling kunnen verzwakken. Hier staat tegenover dat een PPR individuele herstellpremies (d.w.z. vrijwillig bijsparen bij het uit zicht raken van de pensioenambitie) aantrekkelijker maakt.

Tabel 5.4: Schematische weergave van de contracten op de kernafruilen

Kernafruil 1: Beperken bestuurlijke risico's versus optimale risicodeling							
Objectiveerbare waardering				Optimale risicodeling			
		B.1				B.2	
			B.3v1	B.3v2	B.3v3		
	B.4						B.5
	n.v.t. A.1, A.2, A.3, A.4						
Kernafruil 2: Risicodeling via collectieve dekingsgraad versus maatwerk							
Via collectieve dekingsgraad				Via maatwerk			
	B.1, B.2, B.3v1, B.3v2, B.3v3					B.4, B.5	
	n.v.t. A.1, A.2, A.3, A.4						
Kernafruil 3: Innovatie versus beperken overgangsproblemen							
Levenslange annuïteit				PPR			
			A.1, A.3			A.4	
	B.1, B.2		B.3v1, B.3v2, B.3v3			B.4, B.5	
	NB A.2 kent geen verzekering tegen langlevensrisico						

De kernafruilen overziend, kent het pensioenlandschap van de toekomst twee hoofdvormen: (i) het verbeteren van de uitkeringsovereenkomsten; (ii) premieovereenkomsten met eigendomsrechten in termen van financiële vermogenstitels ("kapitaal") met daaraan gekoppeld aparte verzekeringen en solidariteitsafspraken. Dit wordt nader uitgewerkt in het eerste deel van deze studie.

## Duurzame vormgeving van het Nederlandse collectieve aanvullende pensioen

Ilja Boelaars, Lans Bovenberg, Dirk Broeders, Peter Gortzak, Sacha van Hoogdalem,

Theo Kocken, Marcel Lever, Theo Nijman en Jan Tamerus<sup>17</sup>

December 2014

### Deel III: Transitie

Als gekozen wordt om van het huidige systeem over te stappen naar kapitaalopbouw is sprake van twee belangrijke transitievraagstukken. Deze worden besproken in dit derde deel van deze studie. Het gaat daarbij om het uitfaseren van de doorsneesystematiek en het omzetten van bestaande aanspraken (annuïteitspunten) naar nieuwe aanspraken (in kapitaalseenheden). Deze twee vraagstukken komen aan de orde in paragraaf 6 en 7. In paragraaf 6 gaan we in op de twee deelproblemen die zich voordoen als afscheid genomen wordt van de doorsneesystematiek: (1) het feit dat de meeste pensioenopbouw aan het einde van het arbeidzame leven plaatsvindt en (2) de impliciete subsidie aan (bedrijven met voornamelijk) oudere werknemers in bedrijfstakpensioenfondsen. Paragraaf 7 onderzoekt de mogelijkheden voor “invaren” bij het omzetten van bestaande aanspraken naar nieuwe aanspraken maar verkent ook de alternatieve optie om alleen bij nieuwe opbouw met kapitaalopbouw te werken.

#### **6. Herverdelingsfunctie en inlegfunctie: transitie naar actuariële opbouw en leeftijdsonafhankelijke inleg**

Deze paragraaf bespreekt de herverdelingsfuncties en inlegfuncties in samenhang. Paragraaf 6.1 beschrijft hoe bedrijfstakpensioenfondsen een herverdelingsfunctie uitoefenen via de inlegfunctie als gevolg van de doorsneesystematiek in uitkeringsregelingen. Paragraaf 6.2 gaat in op het leeftijdsprofiel van de inlegfunctie en meer in het bijzonder het leeftijdsprofiel van de fiscaal toegestane pensioenopbouw, waarbij nu de meeste economische waarde in het pensioen wordt opgebouwd in de tweede helft van het arbeidzame leven. Dit geldt zowel voor uitkeringsregelingen als premiereregelingen. Paragrafen 6.1 en 6.2 hebben de zelfde opbouw. Een eerste subparagraaf (respectievelijk 6.1.1 en 6.2.1) bespreekt de voor- en nadelen verbonden aan de huidige situatie waarna de tweede subparagraaf ingaat op de transitieproblemen verbonden aan het veranderen van de huidige instituties. Paragraaf 6.1.2 bespreekt dus het uitfaseren van de herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen, terwijl paragraaf 6.2.2 ingaat op het introduceren van een opbouwssystematiek waarin de economische waarde van de opbouw niet meer oploopt met de leeftijd. Tenslotte presenteert een laatste subparagraaf (respectievelijk 6.1.3 en 6.2.3) verschillende transitievarianten met hun voor- en nadelen.

---

<sup>17</sup> Alle auteurs participeren op persoonlijke titel.

### 6.1 Herverdelingsfunctie

Verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen zijn wettelijk verplicht de zogenaamde doorsneesystematiek te hanteren. Hierbij is sprake van zowel doorsneeopbouw als doorsneepremie. Binnen een bedrijfstakpensioenfonds betalen werkgevers met oudere werknemers dezelfde premie als de bij hetzelfde fonds aangesloten werkgevers met jongere werknemers. In ruil daarvoor krijgen deelnemers het recht op een pensioenuitkering ter grootte van een leeftijdsonafhankelijk percentage van dat pensioengevende salaris.

Deze doorsneesystematiek impliceert dat de bedrijfstakpensioenfondsen een herverdelingsfunctie vervullen met de inleg als basis voor de impliciete belastingen en subsidies. Voor jonge werknemers wordt namelijk dezelfde pensioenpremie betaald ondanks het feit dat de daarmee aangekochte rechten voor jongeren goedkoper zijn, omdat ze later tot uitkering komen. In feite heffen de bedrijfstakpensioenfondsen een belasting op de inleg van jonge werknemers en verstrekken ze subsidies op de inleg van oudere werknemers. Voor ondernemingspensioenfondsen is deze herverdelingsfunctie niet relevant omdat er maar één werkgever is. Hetzelfde geldt voor premieregelingen (in zowel de tweede als de derde pijler) omdat de ingelegde premie voor elke deelnemer correspondeert met het kapitaal dat de betreffende deelnemer opbouwt. Premieregelingen kennen dergelijke herverdeling van de inleg dus niet.<sup>18</sup>

Deze herverdelingsfunctie is mede gericht op het bijstaan van oudere werknemers. Als werkgevers een actuariële premie zouden moeten betalen voor oudere werknemers dan zouden bedrijven met veel oudere werknemers met hogere arbeidskosten geconfronteerd worden. Het uitfaseren van de doorsneesystematiek kan de arbeidsmarktpositie voor ouderen dan ook verder verslechteren. Dat geldt met name als werkgevers oudere werknemers gemakkelijk kunnen vervangen door jongeren (als gevolg van een hoge vraagelasticiteit), de leeftijdsprofielen voor het loon zich niet goed aanpassen (als gevolg van neerwaartse rigiditeit van de lonen voor oudere werknemers) en het arbeidsaanbod van ouderen in de betrokken sectoren zich niet neerwaarts aanpast (als gevolg van een lage elasticiteit van het aanbod van oudere werknemers).

Meer in het algemeen zullen de meeste effecten van leeftijdsafhankelijke subsidies en belastingen terecht komen bij werknemers als de aanbodelasticiteiten laag zijn ten opzichte van de vraagelasticiteiten. In dat geval leidt de herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen tot een hogere arbeidsbeloning voor oudere werknemers terwijl jongere werknemers genoeg moeten nemen met een lagere arbeidsbeloning. De doorsneesystematiek resulteert op deze manier in een steiler leeftijdsprofiel van het loon. In feite is er dan sprake van een omslagement in de

---

<sup>18</sup> Het delen van langlevensrisico kan wel tot impliciete belastingen (of subsidies) leiden als de tarieven voor de inkoop van annuïteiten niet actuariëel neutraal zijn, bijvoorbeeld vanwege intragenerationele solidariteit tussen deelnemers met verschillende sterftekanssen. Ook open pensioenrekeningen met afspraken met sociale partners over risicodeling kunnen impliciete belastingen en subsidie op premie-inleg kennen.

kapitaalgedekte pensioenen waarbij jongere werknemers middelen overdragen naar oudere werknemers.

### 6.1.1 Herverdelingsfunctie onder druk

*Herverdelingsfunctie staat ter discussie ,.....*

De legitimiteit van herverdeling van jongere naar oudere werknemers staat onder druk vanwege verschillende redenen. In de eerste plaats is de inkomensbehoefte van jongeren (aflossen hypotheek, kosten van kinderen) relatief hoog ten opzichte van ouderen. Dit ondergraaft de maatschappelijke steun voor overdrachten van jonge naar oudere werknemers. In de tweede plaats staat herverdeling via private pensioenfondsen op gespannen voet met pensioen als arbeidsvoorwaarde en ruikt het naar leeftijdsdiscriminatie: vergeleken met ouderen krijgen jongeren een lagere beloning voor dezelfde arbeid. In de derde plaats nemen kwetsbare groepen vaak op jonge leeftijd deel aan het arbeidsproces terwijl hoger geschoolden op gevorderde leeftijden meer participeren. Bovendien lopen werknemers het risico dat ze het arbeidsproces vroegtijdig moeten verlaten als ze de pech hebben op latere leeftijd te worden ontslagen en niet meer in een sector met doorsneesystematiek aan de slag komen. Ze hebben dan wel altijd 'belasting' betaald op hun pensioeninleg maar profiteren niet meer volledig van de 'subsidies' op deze inleg in de tweede helft van het arbeidzame leven. De herverdeling als gevolg van de doorsneesystematiek resulteert daarmee in meer loopbaanrisico.

*.... resulteert in discontinuïteitsrisico,....*

Een vierde reden voor het verminderen van de legitimiteit van de herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen is het toenemende discontinuïteitsrisico. Zolang werknemers op jonge leeftijd betalen maar op oudere leeftijd kunnen profiteren van de herverdelingsfunctie is de herverdeling op levensloopbasis beperkt. Maar door het toenemende belang van werkenden die buiten het domein van bedrijfstakpensioenfondsen vallen (denk aan zzp'ers) in samenhang met een flexibelere arbeidsmarkt met uiteenlopende carrièrepatronen ontstaan er ongewenste ongelijkheden. Iemand die op middelbare leeftijd het collectief van een bedrijfstakpensioenfonds verlaat en buiten zo'n collectief aan de slag gaat heeft als werknemer middelen overgedragen aan oudere collega's, maar profiteert in de rest van het arbeidzame leven niet van een door jongeren gesubsidieerde pensioenopbouw. Ook de toenemende dynamiek in de economie zorgt voor een groter discontinuïteitsrisico omdat sommige bedrijfstakken krimpen en oudere werkenden geen beroep kunnen doen op de solidariteit van veel jongere werknemers. Er is dus zowel op individueel als op fondsniveau sprake van een discontinuïteitsrisico. Meer in het algemeen hangen de verstrekte subsidies en geheven belastingen af van de toevallige leeftijdssamenstelling van de collectiviteit die het bedrijfstakpensioenfonds beheert. Dit resulteert in horizontale ongelijkheden.

*... wordt minder effectief en meer verstoring door flexibelere arbeidsmarkt,...*

Vanwege de toenemende arbeidsmobiliteit, tussen solidariteitskringen (en de daarmee gepaard gaande hogere aanbodelasticiteiten) en tussen sectoren met bedrijfstakpensioenfondsen en andere

bedrijven en werkvormen (waaronder zzp'ers), is de herverdelingsfunctie enerzijds steeds minder effectief in de herverdeling van middelen tussen jong en oud en anderzijds steeds meer verstrend in de allocatie van arbeid binnen de economie. Werkgevers in plaats van werknemers zullen een groter deel van de effecten van de leeftijdsafhankelijke subsidies incasseren naarmate de aanbodelasticiteiten (*ceteris paribus*) groter worden ten opzichte van de vraagelasticiteiten. De leeftijdsafhankelijke herverdeling resulteert dan minder in hogere lonen voor oudere werknemers maar meer in lagere loonkosten voor werkgevers met veel oudere werknemers. Deze aanbodelasticiteiten nemen toe omdat werkenden meer alternatieven hebben om emplooi te zoeken buiten collectiviteiten die bestreken worden door de bedrijfstakpensioenfondsen. Daarnaast zouden ook vraagelasticiteiten hoger kunnen worden door meer mogelijkheden om productieprocessen op te knippen en naar het buitenland te verplaatsen. De grotere gevoeligheid van arbeidsmarktkeuzes voor prijssignalen aan zowel de aanbodzijde als vraagzijde impliceert dat de herverdelingsfunctie een grotere verstrende invloed heeft op de allocatie van werkenden in de economie; er werken te veel ouderen als werknemer aangesloten bij een bedrijfstakpensioenfonds en te veel jongeren als zzp'er en als werknemer aangesloten bij een ondernemingspensioenfonds. Het wordt voor bedrijfstakken met sectorfondsen en veel oudere werknemers moeilijker om jongeren aan te trekken. De herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen verstoort zo de allocatie van jongere werknemers over de sectoren.

Met hogere aanbodelasticiteiten nemen de horizontale ongelijkheden (lagere inkomens voor oudere zzp'ers vergeleken met werknemers van de zelfde leeftijd) af. Tegelijkertijd is een mogelijk afnemende effectiviteit van bedrijfstakpensioenfondsen om middelen her te verdelen tussen jongere en oudere werknemers slecht nieuws voor werknemers van middelbare leeftijd. In het verleden hebben de besteedbare inkomens van deze werknemers geleden onder de herverdelingsfunctie maar nu de tijd komt om te profiteren van de herverdelingsfunctie neemt het daarmee gepaard gaande voordeel van oudere werknemers af.

*...en compliceert individuele keuzevrijheid in inlegfunctie*

Een volgend nadeel van de herverdelingsfunctie is dat deze functie niet alleen arbeidsmarktkeuzes maar ook de inlegkeuze kan verstoren. Zo compliceert de herverdelingsfunctie voorstellen om de pensioenpremie te benutten voor het aflossen van de hypotheek. De impliciete belasting (overdracht aan oudere werknemers) die jongeren betalen als ze pensioenpremie inleggen geeft jongeren een kunstmatig grote prikkel om de pensioenpremie te bestemmen voor hypotheekaflossing. Zo kunnen jongeren immers de impliciete belasting ontgaan die pensioenfondsen heffen. Zo verstoort het gebrek aan actuaireel faire prijzen beslissingen over de inleg van de pensioenpremie. Keuzevrijheid in de inlegfunctie vereist meer evenwicht tussen de ingelegde premie en de waarde van de daarmee opgebouwde rechten en verdraagt zich moeilijk met herverdeling van de inleg.

### 6.1.2 Overgangsproblematiek

Het uitfaseren van de herverdelingsfunctie betekent dat voor deelnemers in bedrijfstakpensioenfondsen net als in premiereregelingen een premiestaffel gaat gelden waarbij voor ouderen meer premie moet worden ingelegd dan voor jongeren. Het introduceren van een progressieve premie resulteert in discontinuïteitseffect, vooral voor werkenden van middelbare leeftijd. Het CPB becijfert deze transitieproblematiek op zo'n 100 mrd.<sup>19</sup> Vanwege een aantal redenen is deze schatting waarschijnlijk een bovengrens voor de omslagfinanciering (d.w.z. het herverdelen van middelen van jongere werknemers naar oudere werknemers) als gevolg van de herverdelingsfunctie in de bedrijfstakpensioenfondsen.

In de eerste plaats veronderstelt de berekening dat het hele effect van de herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen terecht komt aan de aanbodkant in plaats van de vraagkant. Maar naarmate de aanbodelasticiteiten groter worden ten opzichte van de vraagelasticiteiten zal een groter deel van de effecten van de herverdelingsfunctie aan de vraagzijde toevallen. Dit betekent dat de subsidies (belastingen) voor oudere (jongere) werknemers zich meer zullen vertalen in lagere (hogere) loonkosten voor werkgevers van oudere (jongere) werknemers in plaats van hogere (lagere) arbeidsinkomens voor oudere (jongere) werknemers.

In de tweede plaats zien de macro-economische berekeningen geheel af van discontinuïteitsrisico, zowel op het micro-niveau van de individuele werknemer als het meso-niveau van de bedrijfstak. Gedeeltelijke compensatie voor de gevolgen van afschaffing van de doorsneesystematiek is te rechtvaardigen, omdat werknemers van middelbare leeftijd wellicht niet de rest van hun arbeidzame leven actief blijven in het bedrijfstakpensioenfonds of omdat de bestaande solidariteit met oudere werknemers toch te duur wordt in vergrijzende bedrijfstakken en daarom wordt beperkt.

De kosten van de transitie zijn door het CPB bepaald ten opzichte van de nieuwe situatie, waarin de premie zo'n 8% lager is dankzij de afschaffing van de doorsneesystematiek. Een deel van de transitielast kan gefinancierd worden uit de premievrijval van 8% bij afschaffing van de doorsneesystematiek. Bij compensatie van de huidige deelnemers voor de effecten van afschaffing van de doorsneesystematiek, via tijdelijk hogere premies, zijn de meerkosten ten opzichte van het huidige premieniveau aanmerkelijk lager dan 100 mrd euro, namelijk zo'n 39 mrd euro.<sup>20</sup> Het AG, dat de uitkomsten op basis van het deelnemersbestand van ABP extrapoleert, komt nog lager uit, namelijk op 25 mrd euro.<sup>21</sup> Het verschil met CPB komt waarschijnlijk doordat het AG, deelnemers die overgaan naar of van een ander fonds, geen compensatie meer geeft en doordat het bestand

---

<sup>19</sup> Centraal Planbureau (2013). Eindrapportage voor- en nadelen van de doorsneesystematiek, CPB notitie.

<sup>20</sup> J.P.M. Bonenkamp en M.H.C. Lever (2014). Transitie doorsneesystematiek: een kwantitatieve analyse, CPB Notitie, te verschijnen.

<sup>21</sup> Actuariel Genootschap, Doorsneesystematiek: veranderen of behouden? (2014). Werkgroep Doorsneepremie in opdracht van de Commissie Pensioenen.

van het ABP iets ouder is dan gemiddeld en daarom iets minder compensatie nodig heeft.

Het is onduidelijk of de grote verplichtstelling juridisch houdbaar is zonder de doorsneesystematiek. Ook zonder de herverdelingsfunctie van de doorsneesystematiek blijven er echter sterke argumenten voor de grote verplichtstelling, zoals het accommoderen van collectieve deling van biometrische en andere risico's en de daarbij behorende solidariteit zonder dat dit resulteert in risicoselectie. Ook het beschermen van deelnemers tegen onverstandige keuzes blijft een argument voor het behoud van de verplichtstelling. Hetzelfde geldt voor het beter mogelijk maken van illiquide beleggingen met een maatschappelijk belang. Nader onderzocht zal moeten worden in hoeverre deze argumenten ook juridisch doorslaggevend zijn.

### 6.1.3 Omgaan met overgangsproblematiek

Zoals eerder aangeven resulteert het van de ene op de andere dag overstappen van de bestaande doorsneesystematiek naar een actuariel fair systeem in een discontinuïteitseffect, vooral voor werkenden van middelbare leeftijd, dat door het CPB is becijferd op een waardeverlies van zo'n 100 mrd. Een belangrijke vraag is in hoeverre en hoe deze groep daarvoor gecompenseerd zou moeten worden, met andere woorden hoe om te gaan met de transitieproblematiek? Dat kan op verschillende manieren. In volgorde van de nadelige effecten voor de pensioenopbouw van oudere werknemers noemen we een aantal varianten.

#### I. Verevening tussen premie-inleg jongere en oudere werknemers

Er blijft sprake van een (permanente) belasting op de premie voor de pensioenopbouw van jongeren en een subsidie voor de pensioenopbouw van ouderen. Men kan dit vereveningsstelsel nationaal uitrollen om zowel discontinuïteitsrisico's (zowel op individueel- als bedrijfstakniveau) als verstoringen in de allocatie van arbeid (tussen de bedrijfstakken die wel herverdelen en de arbeidsvormen die dit niet doen) te voorkomen. In feite brengt men zo de herverdelingsfunctie van een decentraal niveau naar het nationale niveau. Door de herverdelingsfunctie te laten uitvoeren door het grootste collectief wordt herverdeling effectiever en minder verstorend. Voordeel van deze variant is dat oudere werknemers en werkgevers met veel oudere werknemers niet worden benadeeld. Wel worden nu ook werkgevers met een eigen ondernemingspensioenfonds of een herverzekerde regeling in het vereveningsstelsel betrokken.

Nadelen van de belastingen en subsidies op de inleg is dat deze de inlegfunctie verstoren. Bedrijven met veel jongeren en jonge individuen worden ontmoedigd te sparen voor hun pensioen. Bij bedrijven met veel oudere werknemers ligt dit net andersom. Deze variant vereist dus een wettelijke pensioenspaarplicht voor jongeren (inclusief zzp'ers) en restricties op de inleg van ouderen. Deze variant kan dus moeilijk worden verzoend met keuzevrijheid bij de inlegfunctie.

Een ander nadeel van deze variant is dat het wellicht moeilijk uit te leggen is dat jongeren een extra belasting moeten betalen op hun pensioeninleg. Jongeren zitten al in een kwetsbare periode en hun



pensioenbewustzijn is beperkt. Het ligt niet voor de hand deze groep een extra belasting op sparen op te leggen. Het zal de steun en belangstelling van jongeren om te sparen voor hun pensioen niet bevorderen.

## II. Verschuiven omslagelement naar NDC/AOW

De introductie van een permanente *notional defined contribution* (NDC) component bovenop de AOW verschuift de omslagcomponent van het private stelsel naar het publieke stelsel. In een NDC-stelsel bouwen werkenden extra publieke pensioenrechten (AOW-rechten) op afhankelijk van hun arbeidsinkomen. De transitiegeneraties betalen hiervoor lage premies. Op deze manier profiteren de generaties die de dupe worden van het afschaffen van de doorsneesystematiek in de tweede pijler van de introductie van extra AOW/NDC-rechten in de eerste pijler. De totale premielast van AOW en aanvullend pensioen op het arbeidsinkomen van werknemers verandert niet. Wel verandert de samenstelling van de premie. Het aandeel van de eerste pijler neemt toe.

Deze variant heeft dezelfde voordelen als de vorige variant maar heeft niet het nadeel dat de inlegfunctie in de tweede pijler verstoord wordt. Men betaalt immers de omslagcomponent in de eerste pijler onafhankelijk van de inleg in de tweede pijler. Dit maakt een zekere mate van keuzevrijheid in de inlegfunctie in de tweede pijler (bijvoorbeeld bestemmen voor aflossen hypotheek) mogelijk.

Het oplossen van de transitieproblematiek door een structurele schuif van de tweede naar de eerste pijler heeft een aantal bijkomende voordelen. Een inkomensafhankelijke aanvulling op de AOW-opbouw versterkt de pensioenvoorziening voor zzp'ers en een groeiend aantal werkenden (vaak kwetsbare groepen) buiten de tweede pijler. Een ander voordeel van deze variant is dat het Nederlandse pensioenstelsel niet zwaarder gaat leunen op kapitaaldekking (conform recente SER aanbevelingen). Een volgend pluspunt is dat een groter deel van het pensioeninkomen gerelateerd is aan de ontwikkeling van de contractlonen. Hiermee zijn de inkomens van ouderen minder afhankelijk van de fluctuaties op de kapitaalmarkt en lopen ze meer gelijk op met de inkomens van werkenden. In feite geeft de overheid meer claims uit die gerelateerd zijn aan de ontwikkeling van de loonsom waardoor pensioenen beter beschermd zijn tegen (loon)inflatie. Wel worden in een NDC-stelsel demografische risico's bij de deelnemers belegd. Ons pensioenstelsel gaat meer lijken op dat in andere landen waar de overheid een grotere rol speelt in het implementeren van intergenerationele risicodeling gericht op loongerelateerde pensioenen. Met een grotere publieke basis blijven kapitaalgedekte aanvullende pensioenen aantrekkelijk, ook al zijn de daaruit gefinancierde pensioenen afhankelijk van de fluctuaties op de financiële markten, nu de risico's bij de deelnemers liggen. Het grotere sociale NDC-deel maakt een sterker financieel karakter van de tweede pijler maatschappelijk beter te verdedigen.

Nadeel van deze variant is dat er minder keuzevrijheid komt voor zzp'ers om al dan niet te zorgen voor een oudedagsvoorziening. Via het NDC-systeem worden zij verplicht te 'sparen' voor de oude dag. Een ander mogelijk nadeel is dat de collectieve lasten toenemen. Daarbij moet men zich wel

bedenken dat tegenover de hogere AOW (c.q. NDC)- premies op individueel niveau ook hogere AOW/NDC-rechten staan. De NDC-premie heeft dus een minder groot belastingkarakter dan de huidige AOW-premie. De totale marginale druk van pensioenpremies verandert niet. Nader zou moeten worden nagegaan tot hoeveel extra complexiteit een NDC-systeem leidt voor de uitvoeringsorganisatie, de SVB.

Een volgend nadeel is dat het politieke risico van pensioenen toeneemt door een groter publiek deel, ook al omdat het risico voor de overheidsbegroting toeneemt door de langere overheidsbalans. Doordat de pensioenopbouw van dit NDC in het begin zeer beperkt is, brengt dit het politieke risico met zich dat het NDC-stelsel snel weer wordt afgeschaft. Wel moet hierbij aangetekend worden dat het NDC-systeem in principe een vaste premie combineert met automatische financiële stabiliteit door in complete contracten vast te leggen hoe schokken worden verdeeld (zoals het stijgen van de pensioenleeftijd met de levensverwachting). Het gaat in feite om een beschikbaar premiesysteem waarbij het mismatch risico bij de deelnemers ligt.

Een laatste nadeel is dat er een omslagelement wordt geïntroduceerd voor mensen die nu part nog deel hebben aan de herverdelingsfunctie in de bedrijfstakpensioenfondsen. Dit nadeel kan echter een voordeel worden als het elimineren van de herverdelingsfunctie van bedrijfstakpensioenfondsen samengaat met het veranderen van de inlegfunctie over de levensloop, door meer te gaan sparen aan het begin van de levensloop (zie paragraaf 6.2). Deze wijziging resulteert ook in een transitieprobleem voor beschikbare premieregelingen (en voor uitkeringsregelingen die uitgevoerd worden door ondernemingspensioenfondsen of verzekeraars) omdat de fiscale ruimte voor werknemers van middelbare leeftijd afneemt. Het introduceren van NDC lost dit transitieprobleem op zonder dat de totale (aftrekbare) pensioenpremies tijdelijk hoeven toe te nemen.

### III. Tijdelijk hogere premie om inleg van oudere werknemers te subsidiëren

Het CPB heeft een variant uitgewerkt met een tijdelijk hogere premie om de inleg van oudere werknemers tijdelijk te subsidiëren (CPB (2013)). De totale pensioenpremie gaat daarmee tijdelijk omhoog, om daarna te kunnen dalen onder het huidige niveau. De uiteindelijke daling van de premie is toe te schrijven aan het verdwijnen van de omslagcomponent uit de premie.

Deze variant heeft dezelfde nadelen als de vereveningsvariant (verstoren inlegfunctie en moeilijk uit te leggen extra belasting op de inleg van jongeren in de tweede pijler). Een verschil is dat premies voor jongeren in begin hoger zijn maar later lager dan in de vereveningsvariant. Een belangrijk nadeel is dus dat in de huidige macro-economische situatie de pensioenpremies tijdelijk worden verhoogd om de impliciete schuld van de doorsneesystematiek af te lossen. Tegelijkertijd staan immers 1 miljoen huishoudens met hun woning 'onder water' die vaak bezig zijn hun hypotheekschuld af te lossen. Het tijdelijk verhogen van de fiscaal aftrekbare pensioenpremies zou ook het overheidstekort vergroten. Gedeeltelijke financiering uit premies zou echter wellicht mogelijk moeten zijn omdat de afschaffing van de doorsneesystematiek het omslagelement uit de

pensioenpremie doet verdwijnen, met lagere pensioenpremies als gevolg. Ouderen werken langer door en jongeren laten de hierdoor ontstane premieruimte in het fonds ter compensatie van het los laten van de doorsneesystematiek.

#### IV. Minder indexatie van pensioenrechten om inleg oudere werknemers te subsidiëren

Een tijdelijke subsidie voor pensioenopbouw van oudere werknemers kan ook worden gefinancierd “uit de dekkingsgraad”, dus door tijdelijke pensioenopbouw van oudere werknemers tegen minder dan de economische waarde te blijven bestaan en dit geleidelijk uit te faseren. Dit impliceert dat er minder kan worden geïndexeerd op bestaande pensioenrechten. Gepensioneerden betalen dan mee aan de extra pensioenopbouw van oudere werknemers. Het voordeel van deze variant is dat de lasten van de transitieproblematiek breder worden gespreid. Een nadeel is dat deze variant tot bestedingsuitval leidt. Daarbij dient ook aangetekend te worden dat er hiermee een rekening wordt neergelegd bij een groep die als gevolg van de crisis al een indexatie-achterstand heeft opgelopen en een matig tot slecht indexatieperspectief voor de nabije toekomst heeft. Een groep die als gevolg van de aanhoudende crisis toch al fors op indexatie heeft ingeleverd wordt gevraagd daar extra op in te leveren. Daar staat overigens een pensioenverhoging vanwege de gestegen levensverwachting tegenover, maar dat zal zo niet worden gepercipieerd.

#### V. Niet compenseren

In deze variant betaalt de transitiegeneratie de prijs van het afschaffen van omslagelament in de tweede pijler. Het voordeel is dat transitie snel verloopt. Het nadeel is dat deze transitiegeneraties het al zwaar voor de kiezen hebben omdat zij al een forse indexeringsachterstand hebben en soms ook al zijn gekort. Verdere bestedingsuitval lijkt ongewenst, zeker nu huishoudens na een forse daling van de huizenprijzen ook druk bezig zijn hun hypotheekschuld af te bouwen. Bestedingsuitval kan worden beperkt als oudere werknemers het verlies, dat ze lijden door het afschaffen van de doorsneesystematiek, compenseren door langer door te werken. Maar dat lijkt lastig in de huidige arbeidsmarkt. Het grootste nadeel is het eenzijdig neerslaan bij één generatie. Dat is strijdig met evenwichtige belangenbehartiging.

#### VI. Combinatie van maatregelen

Een combinatie van maatregelen spreidt de kosten van de transitieproblematiek. Zo kan men denken aan een combinatie van maatregelen III, IV en V hierboven: onvolledige compensatie (V), een deel ten laste van de dekkingsgraad (IV), en tijdelijk hogere premies (III). Zie CPB (2014).

#### VII. Geleidelijke uitfasering herverdelingsfunctie synchroon met kantelen premiestaffel

Een belangrijke beleids optie is ook om de herverdelingsfunctie in bedrijfstakpensioenfondsen geleidelijk uit te faseren synchroon met het kantelen van de leeftijdsstaffel voor de premie-inleg in premiereregelingen (zie variant III in paragraaf 6.2.3). Zolang de fiscaal aftrekbare premies in actuariael neutrale premiereregelingen stijgen met de leeftijd blijft er kostenverevening bestaan tussen oude en jonge werknemers in bedrijfstakfondsen. Als de premies in premiereregelingen

uiteindelijk niet langer afhangen van de leeftijd is deze kostenverevening niet meer nodig.

## 6.2 Inlegfunctie

Het Nederlandse pensioenstelsel is gebaseerd op de wens om tijdens het werkzame leven een gelijke jaarlijkse pensioenopbouw (in termen van uitgestelde annuïteiten) te realiseren. Dit heeft belangrijke gevolgen voor de inlegfunctie van pensioenen. Doorsneeopbouw impliceert namelijk dat een relatief groot deel van de economische waarde van pensioenen wordt opgebouwd aan het einde van het werkzame leven. De pensioenaanspraken die jongere werknemers opbouwen zijn immers goedkoper vanwege de tijds waarde van geld; de pensioenen van jongeren komen later tot uitkering dan die van oudere werknemers en kunnen dus voor een groter deel gefinancierd worden door beleggingsopbrengsten. Voor oudere werknemers moet dus meer worden ingelegd dan voor jongere werknemers.

De fiscale staffel voor beschikbare premiereregelingen weerspiegelt de Nederlandse traditie van doorsneeopbouw in uitkeringsregelingen. Voor jongere werknemers mag minder fiscaal aftrekbare pensioenpremie en daarmee minder economische waarde worden ingelegd dan voor oudere werknemers.

Hieronder gaan we net als in paragraaf 6.1 allereerst in op de voor- en nadelen van de huidige situatie (in paragraaf 6.2.1), dan schetsen we de overgangsproblemen bij het veranderen van de huidige structuur (paragraaf 6.2.2), om vervolgens een aantal transitievarianten te presenteren (paragraaf 6.2.3).

### 6.2.1 Leeftijdsafhankelijke inleg

#### *Leeftijdsonafhankelijke inleg in buitenlandse beschikbare premiereregelingen...*

Een alternatief voor leeftijdsonafhankelijke opbouw per jaar en leeftijdsonafhankelijke (maximale) premie-inleg is om de premie juist niet van de leeftijd te laten afhangen en de opbouw variabel te maken. Een vaste inleg en daarmee vaste extra opbouw van economische waarde onafhankelijk van de leeftijd (en daarmee een hogere opbouw voor jongeren dan voor oudere werknemers in termen van de annuïteit die hiermee uiteindelijk kan worden opgebouwd) past beter bij eigendomsrechten in termen van kapitaal in premieovereenkomsten. In andere landen met een grote kapitaalgedekte tweede pijler (Denemarken, Australië, Zwitserland) is sprake van een vast premiepercentage over het leven waarmee elk jaar een vaste extra economische waarde wordt opgebouwd. Deze landen kennen in de opbouwfase dan ook vooral premiereregelingen met eigendomsrechten in termen van kapitaal. De uniciteit van Nederland met haar fiscale leeftijdsstaffel voor premieovereenkomsten is te verklaren uit onze *defined-benefit* traditie waarbij uitkeringsovereenkomsten dominant zijn en annuïteiten al bij inleg worden ingekocht.

#### *...met meer kapitaalopbouw in begin leven...*

In beschikbare premiereregelingen heeft de Nederlandse premiestaffel als nadeel dat kapitaal laat

wordt ingelegd en dus slechts relatief kort kan renderen (de duration van de verplichtingen is kort). Verder kan er met *life-cycle* beleggen minder geprofiteerd worden van risicopremies op risicovolle beleggingen. Jongere werkkenden die risicovol kunnen beleggen hebben immers maar weinig kapitaal opgebouwd. Bonenkamp, Cox en Lever (2014) vinden dat door eerdere leeftijdsonafhankelijke inleg de gemiddelde pensioenpremie die de beroepsbevolking betaalt omlaag kan met 8 % bij dezelfde pensioenambitie.<sup>22</sup>

*...en meer pensioenopbouw voor laaggeschoolde en kwetsbare groepen...*

Het eerder opbouwen van pensioenwaarde als gevolg van een leeftijdsonafhankelijke inleg heeft als ander voordeel dat laaggeschoolde werknemers hierdoor meer pensioen opbouwen. Deze werknemers beginnen meestal eerder te werken en treden eerder uit dan hoger geschoolde werknemers. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat veel laaggeschoolden nauwelijks pensioen opbouwen, zeker bij een hoge franchise. Met een leeftijdsonafhankelijke inleg wordt ook meer pensioen opgebouwd door werknemers die de pech hebben op oudere leeftijd te worden ontslagen en daarna niet meer aan de slag komen als werknemer. Een ander voordeel van een vaste premie-inleg is dat de arbeidsmarktpositie van ouderen verbetert ten opzichte van een leeftijdsstaffel waarin voor ouderen hoge pensioenpremies moeten worden betaald. Ook past een gelijke premie-inleg ('doorsneepremie') beter bij gelijke behandeling.

*....maar mogelijke nadelen in termen van consumptieprofiel gedurende levensloop*

Daar staat tegenover dat er ook redenen kunnen zijn om het premiepercentage te laten stijgen met de leeftijd gedurende het werkzame leven. Tijdens de eerste helft van het werkzame leven hebben deelnemers relatief lage inkomens en hoge kosten (aflossen hypotheek, kosten van kinderen). Vanuit het oogpunt van het spreiden van consumptie over het leven is dan een relatief lage pensioenpremie aantrekkelijk. Dit wordt in het huidige stelsel overigens al deels bereikt door een vaste franchise met een stijgend loonprofiel. Verder zal bij meer pensioeninleg in de tweede helft van het werkzame leven het opgebouwde pensioen vaak beter aansluiten bij het bestedingspatroon waaraan men op pensioendatum is gewend.

### 6.2.2 Overgangsproblematiek

Het overschakelen van een pensioenopbouw (in termen van economische waarde) die stijgt met de leeftijd naar een leeftijdsonafhankelijke pensioenopbouw (in termen van economische waarde) introduceert een overgangsprobleem. Mensen die op het moment van de overgang actief zijn op de arbeidsmarkt hebben onvoldoende gespaard. Om dit te repareren zal er tijdelijk meer premie moeten worden ingelegd met de bijbehorende fiscale faciliteiten.

---

<sup>22</sup> J. Bonenkamp, R. Cox en M. Lever (2014). Afschaffen doorsneesystematiek wenselijk maar kostbaar, *Economisch Statistische Berichten*.

### 6.2.3 Oplossen overgangsproblematiek

Deze paragraaf bespreekt verschillende alternatieven voor het omschakelen op een leeftijdsonafhankelijke inleg in beschikbare premieregelingen.

We gaan er hierbij van uit dat de fiscale facilitering van pensioenen aangrijpt bij een leeftijdsonafhankelijk maximaal premiepercentage (boven de franchise). Deze invulling van de fiscale regels voor pensioenopbouw past beter bij beschikbare premieregelingen. Ongebruikte fiscale ruimte kan later nog ingezet worden (binnen bepaalde grenzen, bijvoorbeeld tot 15 jaar nadat de fiscale ruimte is ontstaan).

#### I. Tijdelijk meer sparen

Jongeren krijgen meer fiscale ruimte om pensioen op te bouwen en ouderen houden nog een tijd de mogelijkheid om meer in te leggen dan jongeren. Tijdelijk spaart Nederland meer en zal de overheid meer fiscaal aftrekbare premie-inleg moeten toestaan. Op termijn kan de premie-inleg echter omlaag. Terwijl het overheidstekort tijdelijk stijgt, is er geen sprake van een groter houdbaarheidsgat voor de openbare financiën.

Nadeel van deze variant is dat de fiscaal aftrekbare premies tijdelijk omhoog gaan met minder besteding en groter (tijdelijk) overheidstekort als gevolg. Ook is er op korte termijn sprake van bestedingsuitval.

#### II. Laat spaargat deels in stand en verhoog feitelijke pensioenleeftijd

De feitelijke pensioenleeftijd stijgt sterk. Verder stijgt de AOW-leeftijd naar 67 jaar in 2021. Deze leeftijd wordt daarna gekoppeld aan de levensverwachting. Bestaande aanvullende pensioenrechten zijn niet gekoppeld aan de levensverwachting. Er is geen sprake van een LAM. Wel stijgt voor nieuwe opbouw de pensioenrichtleeftijd van 65 naar 67 en neemt het jaarlijkse opbouwpercentage af van maximaal 2 ¼ % naar 1,875 %. Men kan er voor kiezen het spaargat in stand te houden (dus de beperking van fiscale facilitering voor oudere werkenden niet te compenseren), mede om de transitiegeneraties te stimuleren langer door te werken. Het langere doorwerken maakt meer sparen overbodig.

#### III. Geleidelijk kantelen van leeftijdsstaffel

Een tussenvariant is om de leeftijdsstaffel geleidelijk minder afhankelijk van de leeftijd te maken. Hierdoor wordt de transitielast over meerdere generaties uitgesmeerd. Niet alleen de huidige generaties van middelbare leeftijd kunnen minder pensioen opbouwen maar ook de jongere generaties. De kanteling van de leeftijdsstaffel kan worden gesynchroniseerd met het uitfaseren van de herverdelingsfunctie in bedrijfstakpensioenfondsen (zie variant VII in paragraaf 6.1.3): zolang er in premieregelingen een progressieve premie wordt geheven, worden de kosten van de totale premies verevend tussen oudere en jongere werknemers in bedrijfstakpensioenfondsen.

#### IV. Slechts deels overschakelen op leeftijdsonafhankelijke premie

Men kan er voor kiezen de fiscale staffel nog steeds leeftijdsafhankelijk te laten zijn maar minder

steil. Zo kan men bijvoorbeeld alleen het werknemersdeel van de pensioenpremie afhankelijk van de leeftijd te maken maar het werkgeversdeel onafhankelijk van de leeftijd.

#### V. Verschuiven omslagdeel

Men kan de transitiegeneraties helpen door het introduceren van een AOW/NDC-systeem (zie paragraaf 6.1.3, variant II). Het omslagdeel wordt verschoven van de tweede naar de eerste pijler. Dit lost het transitieprobleem op zonder dat dit tot tijdelijk hogere besparingen hoeft te leiden.

### **7. Omzetten van annuïteitspunten in kapitaal**

Overgaan van een uitkeringsovereenkomst (met (uitgestelde) annuïteiten als eigendomswaarde) naar individuele pensioenrekeningen met financiële vermogenstitels en losse verzekeringen als eigendomswaarde resulteert in een transitieproblematiek die op verschillende manieren kan worden opgelost.

Paragraaf 7.3 bespreekt verschillende varianten in toenemende volgorde van snelheid van de overgang van uitkeringsovereenkomsten naar overeenkomsten, gebaseerd op kapitaal als eigendomswaarde (premieovereenkomsten of PPR). De eerste twee varianten (*soft freeze* en *hard freeze*) beperken zich tot een kapitaal als eigendomswaarde voor (een deel van) nieuwe opbouw en laten de reeds opgebouwde uitkeringsrechten in een uitkeringsovereenkomst. De derde variant ('invaren') kent een snellere transitie en zet ook bestaande uitkeringsrechten om in PPR. Bij deze varianten gaat het in feite om eerlijke en efficiënte regels voor waardeoverdracht van opgebouwde rechten in een uitkeringsovereenkomst naar kapitaal.

Voordat we de verschillende varianten in detail behandelen, bespreken we in paragraaf 7.1 de problematiek van een 'sterfhuisconstructie' waarbij de oude rechten achterblijven in een gesloten fonds zonder nieuwe opbouw. Paragraaf 7.2 gaat in op de problematiek van de waardering van oude rechten als deze rechten worden ingevaren in een premieovereenkomst of PPR.

#### **7.1 Gesloten fonds (geen nieuwe opbouw)**

##### *Belang van impliciete herstellpremies*

Bij een 'sterfhuisconstructie' blijven de reeds opgebouwde rechten in een gesloten fonds achter. De kwaliteit van de oude rechten verslechtert als de ingelegde premie voor nieuwe opbouw bij het voortzetten van de uitkeringsregeling hoger zou hebben gelegen dan de economische waarde van de daarmee aangekochte pensioenrechten. Nieuwe inleg in een uitkeringsregeling verbetert dan de dekkingsgraad en is dus niet 'dekkingsgraadneutraal.' Deze intergenerationele risicodeling verdwijnt in een regeling gebaseerd op kapitaal als eigendomswaarde waarin de ingelegde premie ten goede komt aan het beleggingsdepot van degene voor wie de premie wordt ingelegd.<sup>23</sup> Ook de waarde van intergenerationele risicodeling in komende jaren gaat in deze regelingen zonder uitgebreide risicodeling verloren. Op deze manier worden de deelnemers waarvan de rechten achterblijven in

---

<sup>23</sup> Merk op dat dit niet het geval hoeft te zijn in een stelsel met open pensioenrekeningen met afspraken tussen de pensioenrekeningen en sociale partners over risicodeling (zie variant B.5 in hoofdstuk 5).

het gesloten fonds geconfronteerd met een discontinuïteitsrisico: de economische waarde van hun eigendomswaarden wordt aangetast door het wegvallen van de nieuwe instroom.

*Impliciete herstellpremie in uitkeringsregeling hangt af van ...*

Het teken en de omvang van een impliciete herstellpremie hangt af van zowel de initiële dekkingsgraad als de berekeningswijze van de premie. Afhankelijk van hoe de premie berekend wordt, kan ook de rentestand de economische waarde van het al dan niet hebben van nieuwe instroom beïnvloeden.

*... reservetekort ....*

De kostendeekkende premie in uitkeringsovereenkomsten wordt in het nFTK in principe berekend op basis van de nominale rente plus een solvabiliteitsopslag. Bij een reservetekort (de werkelijke solvabiliteit ligt onder het evenwichtsniveau omdat niet voldaan is aan de VEV-eis) draagt de premie dan bij aan herstel van de dekkingsgraad. De premie bevat in feite een omslagelement dat niet langer ten goede komt aan de opgebouwde rechten als er geen nieuwe premies in het gesloten fonds komen.

*... niveau en trend nominale rente*

In het nieuwe nFTK is het ook mogelijk om de premie te berekenen op basis van discontering tegen een verwacht rendement (inclusief een afslag voor indexatieambitie) in plaats van de feitelijke rente. Een derde mogelijke berekeningswijze van de premie is op basis van een 10-jaars voortschrijdend gemiddelde van de rente. Of nieuwe opbouw bij deze twee alternatieve berekeningswijzen bijdraagt aan herstel van de dekkingsgraad hangt dan niet alleen af van de nominale dekkingsgraad (en de verhouding tot het VEV) maar ook van hoe de huidige nominale rentestand zich verhoudt tot het verwachte rendement c.q. het voortschrijdend gemiddelde van de rentes. Bij lagere c.q. dalende nominale rentes zal (*ceteris paribus* het verwachte rendement) nieuwe opbouw minder bijdragen aan herstel en kan het de dekkingsgraad zelfs verder verlagen.

*Toets op evenwichtigheid premie*

Ten aanzien van de premie 2015 gaat DNB toetsen of de premie evenwichtig is vastgesteld. Achtergrond van de toets is de versobering van het fiscale kader voor pensioenen. De verwachting van het kabinet is dat de versobering leidt tot lagere premies. Voor zover dat niet gebeurt, en de premie dus relatief verhoogd wordt, zullen pensioenfondsen moeten onderbouwen waarom dat toch evenwichtig is. Veelal zal dus sprake zijn van een lagere bijdrage van nieuwe opbouw aan herstel.

*Relatie verdeling winst intergenerationale risicodeling en transitiekosten sterfhuis*

Men kan de solvabiliteitsopslag op de premie zien als het deel van de meerwaarde van intergenerationale risicodeling tussen nieuwe opbouw en bestaande rechten, dat toevalt aan bestaande deelnemers. Nieuwe opbouw is bereid het risico van onzekere opbouw (als gevolg van een onzekere start dekkingsgraad) te dragen zonder dat ze hiervoor worden gecompenseerd met



een marktconforme beloning in de vorm van een met risicopremies opgebouwde buffer.<sup>24</sup> Zij betalen in de premie een opslag voor deze buffer hoewel deze buffer (die in verwachting positief is) de marktconforme beloning is voor het risico dat de nieuwe opbouw draagt als gevolg van stochastische impliciete herstellpremies. Bij een marktconforme beloning voor dat risico zou de premie berekend moeten worden op basis van de nominale risicovrije rente *exclusief* een solvabiliteitsopslag. Er is dan alleen bij een nominale dekkinggraad lager dan 100 % (ipv bij een dekkinggraad die niet aan de VEV-eis voldoet) sprake van waardeverlies voor bestaande opbouw als het fonds dat een uitkeringsregeling aanbiedt gesloten wordt.

*Ook in evenwichtssituatie met VEV kent uitkeringsregeling discontinuïteitsrisico...*

Als er sprake is van een kostendekkende premie *inclusief* een solvabiliteitsopslag dan zal ook in een evenwichtssituatie voor de dekkinggraad (voldoen aan VEV-eis) de opbouw van nieuwe rechten in een open systeem bijdragen aan de herstelkracht. Hierdoor kan er namelijk meer risico worden genomen dan in een gesloten systeem (bij een zelfde hoeveelheid risico voor bestaande opbouw) omdat er sprake is van een breder risicodraagvlak. De risicopremie van dit extra risico hoeft niet betaald te worden aan de nieuwe opbouw (in de vorm een niet-dekkinggraadneutrale premie die de dekkinggraad verlaagd) die voor het bredere risicodraagvlak zorgt. In termen van marktwaarde worden er middelen overgedragen van instromende generaties naar bestaande generaties. Er is sprake van een omslagsysteem. Pensioenfondsen hebben belang bij nieuwe instroom en bestaande deelnemers staan bloot aan discontinuïteitsrisico.

*...zodat gesloten fonds met overgangsprobleem te maken heeft*

In het geval dat een fonds gesloten wordt voor nieuwe opbouw ("sterfhuisconstructie") waarin de discontinuïteit zich dus daadwerkelijk voordoet, zal steeds minder beleggingsrisico genomen kunnen worden om te voorkomen dat gepensioneerden met te veel risico worden geconfronteerd. Er zijn geen werkenden meer die goedkoop risicodragend kapitaal ter beschikking stellen via open systemen. De transitiegeneratie betaalt hiervoor een prijs tenzij een derde partij (werkgever, toekomstige premiebetalers, overheid (AOW)) bereid is dit transitieprobleem af te financieren. De vraag hierbij is wel of het oude systeem met intergenerationele risicodeling houdbaar zou zijn geweest in een steeds flexibelere arbeidsmarkt; de omvang van het verlies voor de transitiegeneraties hangt af van een inschatting van zowel de toekomstige opbouw onder het oude systeem alsmede de premie die hiervoor gevraagd zou kunnen worden.

*Affinancieren gesloten fonds*

Als de bestaande rechten last hebben van het wegvallen van nieuwe opbouw, staat daar tegenover dat nieuwe opbouw juist voordeel geniet van de overstap op opbouw in termen van kapitaal. Dit voordeel kan in principe worden afgeroomd door een tijdelijke herstellpremie. Op deze manier kan dezelfde intergenerationele verdeling van economische waarde worden bereikt als de uitkeringsregelingen ook voor nieuwe opbouw waren voortgezet. Voor fondsen met een aanzienlijke buffer zou die op soortgelijke wijze ook aan toekomstige instroom ten goede kunnen

---

<sup>24</sup> Men kan deze premie ook als een vergoeding zien voor het extra renterisico dat bestaande opbouw loopt als de kostprijs van nieuwe opbouw gebaseerd is op een stabiel verwacht rendement in plaats van de feitelijke rente.

komen. Het bepalen van de voor intergenerationele neutraliteit benodigde herstellpremie of bonus is echter wel subjectief. Het vereist immers een inschatting van de toekomstige instroom alsmede toekomstige premieberekeningen (inclusief de vergoeding voor een stochastische impliciete herstellpremie en eventueel het dragen van het renterisico van nieuwe opbouw door de bestaande rechten). Op enig moment zal bovendien het dan overblijvende langlevenrisico extern moeten worden ondergebracht, inclusief de opslag die de verzekeraar daarvoor zal rekenen.

## **7.2 Omzetten van pensioenrechten in kapitaal**

Bij het rapporteren van de waarde van elke pensioentoezegging en bij het omzetten van oude uitkeringsrechten naar kapitaal (al dan niet in een PPR) doet zich de vraag voor hoe deze uitkeringsrechten gewaardeerd moeten worden. Het gaat dan om het bepalen van de economische waarde van rechten in een uitkeringsregeling zodat deze waarde kan worden omgezet in kapitaal. Deze waarde hangt in contracten waarin mee- en tegenvallers op een asymmetrische manier verdeeld worden, ook af van het beleggingsbeleid. Er kunnen dan ook gemakkelijk conflicten ontstaan over de juiste waardering van uitkeringsrechten.<sup>25</sup> Het nieuwe nFTK maakt het contract completer door expliciete regels voor toekomstbestendige indexatie. Het verlengen van uitsmeertermijnen bij onderdekking zorgt bovendien voor een meer symmetrisch pensioencontract. Deze beide elementen maken het beter mogelijk de uitkeringsrechten objectief te waarderen. Voor de nominale aanspraken kan de juridische waardering (risicovrije discontering) worden gebruikt terwijl de buffer verdeeld kan worden op basis van de regel voor toekomstbestendige indexatie.

De juridische vraag bij ‘omzetten’ is of er een inbreuk is op het individuele eigendomsrecht – ook al blijft de economische waarde gelijk. Bij het beoordelen of er sprake is van een proportionele inmenging van eigendomsrechten zal de rechter bezien of inmenging (i) een algemeen belang dient; en of (ii) bepaalde groepen niet onevenredig zwaar worden getroffen. Het eerste criterium vereist dat de meerwaarde van premiereregelingen in termen van transparantie, flexibiliteit en maatwerk overtuigend worden aangetoond. Voor wat betreft het tweede criterium zullen de generatie-effecten in termen van de verdeling van economische waarde een belangrijke rol spelen.

## **7.3 Verschillende varianten**

Deze paragraaf bespreekt de voor- en nadelen van verschillende varianten voor het omzetten van rechten in uitkeringsregelingen in kapitaal. De varianten zijn gerangschikt in toenemende snelheid van de transitie. Eventueel zijn ook combinaties van de drie hoofdmaken mogelijk. Zo kan men voor jongere leeftijdsgroepen voor een snellere transitie kiezen (bijvoorbeeld invaren c.q. een *hard freeze*) en voor oudere groepen voor een langzame transitie (een *soft freeze* waarbij bestaande werknemers blijven opbouwen onder het huidige systeem).

<sup>25</sup> De bepaling van de economische waarden kan, afhankelijk van de mate van asymmetrie in opslagen en afslagen, gevoelig zijn voor model- en parameterrisico. In open contracten waarin instroom meedeelt in dekkingstekorten zullen bovendien de omvang van de instroom en de door deze instroom betaalde impliciete herstellpremies van invloed zijn op de waarde. Ook bij omzetten van pensioenrechten in kapitaal kan er dus een tijdelijke herstellpremie vereist zijn om de eigendomswaarden van bestaande deelnemers te beschermen, zie paragraaf 7.1.

### I. Soft freeze: alleen opbouw nieuwe werknemers naar nieuwe systeem

Alleen toekomstige werknemers bouwen pensioen op via een premieregeling. Alle huidige werknemers blijven pensioen opbouwen in de uitkeringsregeling.

#### *Voordelen*

De bestaande uitkeringsrechten van werknemers blijven juridisch gezien geheel buiten schot. Ook worden de huidige werknemers niet geconfronteerd met een wijziging van de pensioensystematiek. Hun pensioenverwachtingen worden dus niet direct geraakt.

#### *Nadelen*

Nadeel van het naast elkaar laten bestaan van een premieregeling en een uitkeringsregeling is de complexiteit van twee regelingen. Hierbij doet zich onder meer de vraag voor of men langlevensrisico wil delen tussen de deelnemers van verschillende regelingen. Verder kan deze oplossing tot scheve ogen leiden tussen werknemers, zeker als de twee regelingen een verschillende pensioenkwaliteit bieden en tot sterk uiteenlopende uitkomsten leiden.

Een andere reden waarom deze oplossing de cohesie van het werknemersbestand aan kan tasten is dat de uitkeringsregeling bij onderdekking een expliciete herstell premie kan vereisen van nieuwe toetreders (zie paragraaf 7.1). Niet elke sponsor is immers in staat om de uitkeringsregeling voor de bestaande deelnemers een bruidsschat mee te geven als deze regeling nu slecht gefinancierd is. Zeker in bedrijfstakken ontstaat hierdoor een solidariteitsvraag: betalen jonge, opstartende bedrijven met vooral nieuwe gevallen mee aan affinanciering van de impliciete schuld aan oudere bedrijven met veel oude gevallen (via een tijdelijk hogere premie)? Of moet de premie voor de uitkeringsregeling omhoog, c.q. neemt de indexatiekwaliteit van deze regeling af? Daarbij doet zich ook de vraag voor hoe geloofwaardig een langdurige herstell premie die mede wordt opgebracht door nieuwe werknemers is. Als deze groep werknemers groter wordt zou de steun voor zo'n herstell premie namelijk zienderogen kunnen dalen.

#### *Variant met individuele keuzevrijheid...*

Men kan de huidige werknemers ook de keuzevrijheid geven om op te bouwen in de nieuwe premieregeling of de oude uitkeringsregeling. Dit speelt beter in op individuele voorkeuren en voorkomt ongenoegen over een gedwongen keuze tussen de twee regelingen. Het bieden van een individuele keuzemogelijkheid kan ook het eigenaarschap van aanvullende pensioenen versterken.

#### *...vereist wel actuariële neutraliteit*

Deze variant vereist actuariële neutraliteit tussen de beide regelingen om verstoringen in individueel keuzegedrag te voorkomen. Impliciete of expliciete herstell premies moeten dus gelden voor de inleg in beide regelingen. Eventuele onderdekking in de uitkeringsregeling zal op zo'n manier afgefinancierd moeten worden dat het geen invloed heeft op het keuzegedrag. Verder vraagt een individuele keuzemogelijkheid veel van de zorgplicht van het verantwoordelijke bestuur. Het kan ook tot keuzestress leiden bij de deelnemers. Een goede default luistert nauw. De ervaring leert immers dat de meeste deelnemers geen actieve keuze maken en zich conformeren aan de *default*.

## II. Hard freeze: alle opbouw naar nieuwe systeem

Alle werknemers bouwen voortaan pensioen op via de premiereregeling. Alle oude rechten blijven in de uitkeringsregeling.

### *Voordelen*

Alle werknemers worden wat betreft arbeidsbeloning op dezelfde manier behandeld zonder invaarproblemen bij bestaande rechten. Opgebouwde rechten worden in juridische zin niet aangetast.

### *Nadelen*

Eventuele tekorten zullen moeten worden afgefinancierd. Als de sponsors niet in staat zijn de oude rechten een bruidsschat mee te geven dan zal dat via expliciete herstellpremies op nieuwe opbouw moeten gebeuren. De vraag is hoe geloofwaardig dit is als een groot deel van de werknemers die deze premies opbrengen zelf niet meer deelnemen aan de uitkeringsregeling. Het sterfhuis van de oude regeling zal uiteindelijk aan een externe verzekeraar moeten worden overgedragen als de solidariteitskring te klein geworden is. Eventueel kunnen sommige risico's van het gesloten fonds ook worden herverzekerd in de nieuwe regeling, bijvoorbeeld om de biometrische risico's te delen in een grotere solidariteitskring.

## III. Invaren: ook bestaande rechten naar nieuwe systeem

De meest vergaande variant is dat het pensioenfondsbestuur alle bestaande uitkeringsrechten omzet in kapitaal, bijvoorbeeld in PPR. De wetgever moet pensioenfondsbesturen hiertoe dan de wettelijke mogelijkheid geven en randvoorwaarden stellen aan de inrichting van de nieuwe regeling en de transitie. Alle nieuwe opbouw vindt in deze variant plaats in de vorm van kapitaal.

### *Voordelen*

Het voordeel van deze variant is dat er geen twee systemen en solidariteitskringen naast elkaar blijven bestaan en dat een sterfhuisproblematiek wordt voorkomen. Maar bij eventuele onderdekking komt men in deze variant ook voor de vraag te staan of men de bestaande rechten een bruidsschat wil meegeven of dat men deze tekorten (deels) wil affinancieren met een tijdelijke herstellpremie. Onderdekking van een uitkeringsregeling wordt niet opgelost door over te schakelen op kapitaal.

### *Nadeel*

Nadeel van de invaarvariant is dat er juridische conflicten kunnen ontstaan over de waardering wanneer rechters zich over de vraag buigen of de inbreuk op eigendomsrechten wel proportioneel was.

### *Variant met individuele keuzevrijheid...*

Een alternatief is om individuen zelf te laten kiezen of ze hun bestaande uitkeringsrechten willen invaren in de premiereregeling. De waardering van de bestaande rechten bij een mogelijke waardeoverdracht naar de premiereregeling luistert nauw om verstoringen in keuzegedrag te

vermijden: de gebruikte waardering moet goed sporen met economische waarde van de rechten in de uitkeringsregeling.

*...met voor- en nadelen*

Deze variant speelt beter in op individuele voorkeuren en voorkomt ongenoegen over gedwongen invaren. Het kan ook het gevoel van eigenaarschap versterken. Individuen zijn medeverantwoordelijk voor de gemaakte keuze. Daar staat wel tegenover dat deze variant veel van de zorgplicht van het bestuur vereist. Het vereist ook een goede informatievoorziening en een zorgvuldige keuze van de default.

*Variant met alleen invaren voor werkenden*

Een ander alternatief is om alleen de bestaande rechten van werkenden in te varen in de premiereregeling en de uitkeringsrechten van gepensioneerden niet over te dragen. Deze variant past goed bij een stelsel waarin deelnemers in de opbouwfase aan kapitaalopbouw doen waarna dit kapitaal op pensioendatum wordt omgezet in een uitkeringsrecht (zie paragraaf 5, varianten A.3 en B.3).

Het voordeel van deze variant is dat het fonds met uitkeringsrechten meer homogeen wordt in termen van leeftijdssamenstelling. Dit reduceert mogelijke intergenerationele conflicten over het beleggingsbeleid (bijvoorbeeld over optimale renteafdekking) en de daarmee gepaard gaande beleggingsspagaat.

## **8. Afsluitende opmerkingen**

Deze studie beschrijft de beleidsopties en afluilen die zich voordoen bij een duurzame vormgeving van de aanvullende pensioenen. Zij bespreekt de verschillende functies die relevant zijn bij het opbouwen en uitkeren van pensioen. Door deze functies te onderscheiden zijn nieuwe combinaties mogelijk die beter inspelen op een aantal nieuwe ontwikkelingen die worden beschreven. Vervolgens zijn uitgangspunten geformuleerd waar de invulling van de functies van een pensioenstelsel idealiter aan zou moeten voldoen. Sommige uitgangspunten staan op gespannen voet met elkaar. We bespreken daarom ook de belangrijkste afluilen die hieruit voorkomen.

Er wordt ingegaan op een aantal concrete invullingen van het pensioencontract. Naast de bestaande regelgeving rond premieovereenkomsten en uitkeringsovereenkomsten wordt bijvoorbeeld ingegaan op beleggen in de uitkeringsfase bij premieovereenkomsten en op het werken met kapitaalopbouw voordat een (al dan niet collectieve) annuïteit wordt aangekocht. Ook worden verschillende invullingen verkend van Persoonlijke PensioenRekeningen met risicodeling (PPR). In een PPR vormt het vermogen op zijn of haar persoonlijke beleggingsdepot het eigendomsrecht van de deelnemer.

Tenslotte is ingegaan op twee belangrijke transitievraagstukken als wordt gekozen om over te stappen naar kapitaalopbouw. Het gaat daarbij om het uitfaseren van de doorsneesystematiek en het omzetten van bestaande aanspraken (annuïteitspunten) naar nieuwe aanspraken (in kapitaalseenheden).

De auteurs hopen met deze analyse een bijdrage te hebben geleverd aan een geïnformeerd debat over de vormgeving van een toekomstbestendig Nederlands stelsel van aanvullende pensioenen. Deel I van de studie bespreekt de preferenties van de verschillende auteurs op de afluilen die in het tweede en derde deel worden geschetst.

## Referenties

- Actuarieel Genootschap (2014). Doorsneesystematiek: veranderen of behouden?, Werkgroep Doorsneepremie in opdracht van de Commissie Pensioenen.
- Bakels, S., B. J. Bosboom, G. Dietvorst, A. Joseph, K. Kamminga, M. Meniar, Th. E. Nijman, T. Steenkamp en B. Werker (2014). Een toekomstperspectief voor premieovereenkomsten, Netspar Occasional Paper.
- Boender, G., A.L. Bovenberg, D. Broeders, P. Gortzak, Th. Kocken, Th. E. Nijman en J. Tamerus (2013). Gedeelde uitgangspunten en dilemma's bij het ontwerp van nieuwe pensioencontracten en het bijbehorende FTK, Netspar Occasional Paper.
- Bonenkamp, J., R. Cox en M. Lever (2014). Afschaffen doorsneesystematiek wenselijk maar kostbaar, *Economisch Statistische Berichten* 99, 4676, pp. 26-29.
- Bonenkamp, J.P.M. en M.H.C. Lever (2014). Transitie doorsneesystematiek: een kwantitatieve analyse, CPB Notitie, *te verschijnen*.
- Brown, J. R., Th. E. Nijman (2011). Opportunities for Improving Pension Wealth Decumulation in the Netherlands, Netspar Discussion Paper No. 01/2011-008.
- Bovenberg A.L. en Th. E. Nijman (2014). Persoonlijke Pensioen Rekeningen met risicodeling, NEA Paper Netspar No. 56.
- Centraal Planbureau (2013). Eindrapportage voor- en nadelen van de doorsneesystematiek, CPB notitie, 28 oktober 2013.
- Centraal Planbureau (2014). Macro-Economische Verkenningen 2015.
- Lane, Clark and Peacock Inside Clarity Advise (2014). Onderzoek optimalisering overgang van opbouw-naar uitkeringsfase en de inrichting daarvan in premie- en kapitaalovereenkomsten.
- Waegenaere, A. de, B. Melenberg en T. Boonen (2012). Het koppelen van pensioenleeftijd en pensioenaanspraken aan de levensverwachting, Netspar Design Paper No.12.