



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar NEA PAPERS

Lans Bovenberg en Theo Nijman

Persoonlijke
pensioenrekeningen
met risicodeling



The background of the cover features a series of thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right. These lines vary in curvature and spacing, creating a sense of movement and depth. The lines are most dense on the left side and become more sparse towards the right.

Lans Bovenberg en Theo Nijman

Persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling

NEA PAPER 56

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Oktober 2014

Redactie

Roel Beetsma (Voorzitter) – Universiteit van Amsterdam
Iwan van den Berg – AEGON Nederland
Bart Boon – Achmea
Eddy van Doorslaer – Erasmus Universiteit Rotterdam
Thomas van Galen – Cardano Risk Management
Kees Goudswaard – Universiteit Leiden
Winfried Hallerbach – Robeco Nederland
Ingeborg Hoogendijk – Ministerie van Financiën
Martijn Hoogeweegen – Nationale Nederlanden
Arjen Hussem – PGGM
Frank de Jong – Tilburg University
Alwin Oerlemans – APG
Maarten van Rooij – De Nederlandsche Bank
Peter Schotman – Universiteit Maastricht
Peter Wijn – APG

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Prisma Print, Tilburg University

Redactieadres

Netspar, Tilburg University
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg
info@netspar.nl

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>Samenvatting</i>	11
<i>1. Inleiding</i>	12
<i>2. Wat is een PPR?</i>	15
<i>3. Overheidsregulering</i>	23
<i>4. Voor- en nadelen van PPR</i>	26
<i>5. Conclusies</i>	33
<i>Referenties</i>	35
<i>Appendix: Variabele annuïteiten versus PPR</i>	36

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de baby-boomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Roel Beetsma

Voorzitter van de Netspar Redactieraad

Affiliaties

Lans Bovenberg – Tilburg University

Theo Nijman – Tilburg University

Dankwoord

De auteurs danken een anonieme referent, Dick Boeijen, Casper van Ewijk, Wilse Graveland, Agnes Joseph, Roel Mehlkopf, Nick Paanakker en Jop Versteegt voor commentaar op een eerdere versie.

PERSOONLIJKE PENSIOEN- REKENINGEN MET RISICODELING

Samenvatting

Dit artikel stelt voor om Persoonlijke PensioenRekeningen (PPR) met aanvullende risicodeling te introduceren als alternatief voor zowel de bestaande Nederlandse premieregelingen als de uitkeringsregelingen. Door de functies van het pensioencontract te ontvlechten, bieden deze rekeningen een gestandaardiseerde systematiek waarbinnen het collectief deze functies op maat kan instellen zonder dat dit tot complexiteit en belangenconflicten leidt.

In plaats van dat de overheid het pensioenproduct grotendeels voorschrijft, kan de overheid haar doelen (levenslange uitkering; voorkomen van generatieconflicten) bereiken door een beperkt aantal randvoorwaarden op te leggen. Knellende beperkingen op het risicobeheer als gevolg van gedetailleerde overheidsregels zijn niet langer nodig. Zo bieden de persoonlijke pensioenrekeningen alternatieven voor de verplichte nominale annuïteiten in de uitkeringsfase van premieovereenkomsten. Voor uitkeringsovereenkomsten verschaffen de rekeningen de mogelijkheid te ontsnappen aan de beperkingen van het nominale karakter van het FTK, zonder dat dit resulteert in belangenconflicten tussen deelnemers.

1. Inleiding

Nederlandse traditie combineert kapitaaldekking met risicodeling

Het Nederlandse pensioenstelsel staat internationaal hoog aangeschreven omdat het financiële markten benut voor het sociale doel van levenslange oudedaguitkeringen voor de middenklasse. Nederland is samen met landen zoals Chili, Denemarken en Zwitserland uniek in de wereld doordat levenslange inkomensvoorzieningen niet alleen door de overheid worden aangeboden. Ook de private sector zorgt in belangrijke mate voor een levenslange oudedagsvoorziening gebaseerd op vermogensvorming (kapitaaldekking) en het delen van langlevenrisico (risicodeling).

Wegvallen premiestuur vraagt innovatie...

Het instrument van de premie is niet meer effectief bij het opvangen van schokken omdat pensioenvermogens sterk gegroeid zijn ten opzichte van de premiebasis. Sociale partners erkenden deze realiteit in het pensioenakkoord van 2010. Nu de pensioenrisico's bij de deelnemers liggen, is pensioeninnovatie vereist om interne conflicten binnen de fondsen over het beleggen en verdelen van collectieve vermogens te voorkomen. Transparantie, heldere eigendomswaarden en maatwerk in risicobeheer winnen aan belang.

...door functies te ontvlechten in PPR...

Wij stellen in dit artikel daarom persoonlijke pensioenrekeningen voor waarin eigendom zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase gedefinieerd is in termen van een individueel beleggingsdepot met aanvullende afspraken over risicodeling.¹

1 Ons voorstel kan gezien worden als een brug tussen premiereregelingen en uitkeringsregelingen. Voor een soortgelijk voorstel voor de opbouwfase, zie

We noemen ons voorstel een Persoonlijke PensioenRekening (PPR). Een PPR biedt een gestandaardiseerde, eenvoudig uitlegbare systematiek waarbinnen beleggingsprofielen op maat kunnen worden ingesteld zonder grote belangenconflicten. De pensioeninnovatie van de PPR wordt mogelijk door de drie pensioenfuncties (de beleggingsfunctie, de verzekeringsfunctie en de risicodelingsfunctie) te ontvlechten en niet langer te verknoepen in een collectieve dekkingsgraad in uitkeringsregelingen en in nominale annuïteiten in de uitkeringsfase van premieregelingen.

...met als doel behoud van Nederlandse collectieve traditie...

Het doel van de voorgestelde pensioeninnovatie is het behoud van de Nederlandse traditie: het combineren van financiële markten met collectieve risicodeling ten behoeve van levenslange uitkeringen tijdens de oude dag. Het complexe beleggings- en verzekeringsproduct van private levenslange uitkeringen is in ons land tot bloei gekomen dankzij de sociale partners en de door hen opgezette pensioenfondsen. Voorkomen moet worden dat we het kind, de Nederlandse collectieve pensioentraditie, weggooiën met het badwater, de sociale partners als risicodragers die in de premie mee- en tegenvallers opvangen.

...met belangrijke rollen voor sociale partners...

Sociale partners kunnen in de door ons voorgestelde systematiek een belangrijke rol blijven spelen bij de inlegfunctie, de distributiefunctie en het organiseren van verplichte solidariteitskringen. Dit om myopische deelnemers tegen zichzelf te beschermen en

¹ (vervolg) Boeijen en Brussen (2014). Boelaars e.a. (2014) presenteert een analytisch kader waarin de PPR wordt vergeleken met andere aanpassingen van uitkeringsovereenkomsten om te komen tot versterken van vertrouwen, maatwerk en flexibiliteit.

een hoge pensioendekking te garanderen, inkoopkracht te organiseren en het falen van de individuele verzekeringsmarkt bij het organiseren van levenslange uitkeringen te ondervangen.

...en pensioenfondsen

Pensioenfondsen kunnen zich verder ontwikkelen tot vertrouwenspersonen die deelnemers met beperkte financiële kennis 'ontzorgen' bij het maken van financiële keuzen (beleggen en uitkeren) en het navigeren van financiële markten (inkopen en het delen van risico's). Dit door het ontwikkelen van een goede keuzearchitectuur en het organiseren van collectieve inkoop en afspraken over onderlinge risicodeling.

Outline

Paragraaf 2 bespreekt de werking van de PPR aan de hand van de verschillende functies van een pensioenregeling. De randvoorwaarden die de overheid zou kunnen opleggen aan een PPR, komen aan de orde in paragraaf 3. Paragraaf 4 gaat in op de voordelen en mogelijke nadelen van PPR. Paragraaf 5 bevat de conclusies.

2. Wat is een PPR?

Figuur 1 geeft een grafische weergave van de werking van een PPR. In een PPR is net als in een premieregeling sprake van een individueel beleggingsdepot. Dit (niet direct opeisbare) depot is het eigendom van de individuele deelnemer en daarmee afgeschermd van de beleggingsrisico's die het pensioenfonds neemt ten behoeve van andere deelnemers. Het gaat om een *persoonlijke* pensioenrekening.

In de opbouwfase wordt de PPR aangevuld met inleg. In de uitkeringsfase zijn er onttrekkingen. Daarnaast worden in elke periode drie soorten rendementen bijgeschreven (zie Figuur 1): financiële rendementen, biometrische rendementen en het resultaat van interne solidariteitsafspraken. Deze drie rendementen corresponderen met de beleggingsfunctie, de verzekeringsfunctie en de risicodelingsfunctie van pensioenen.

De rest van deze paragraaf beschrijft de werking van de PPR meer in detail. Eerst komen de invulling van de inleg- en uitkeringsfuncties aan de orde en de manier waarop de inleg en uitkering bepaald worden. Vervolgens bespreken we de invulling van de beleggingsfunctie, verzekeringsfunctie en risicodelingsfunctie in een PPR en hoe de daarbij horende financiële rendementen, biometrische rendementen en het resultaat van interne solidariteitsafspraken worden bepaald. Een meer gedetailleerde, technische uitwerking van de PPR is te vinden in Bovenberg, Mehlkopf en Nijman (2014).

2.1 Inlegfunctie

Inlegfunctie met transparante relatie tussen premie en opbouw...
Sociale partners beslissen in de cao-onderhandelingen over het

deel van de loonruimte dat ze willen bestemmen voor pensioen. De per individu in te leggen premies corresponderen met de nieuwe inleg van kapitaal in de persoonlijke pensioenrekening. Deelnemers zien hun eigen premie inleg dus direct terug in hun eigen pensioenrekening.

...met meer mogelijkheden individuele premiestuur

Door een premie te hanteren die onafhankelijk is van macro-economische omstandigheden wordt de procyclische rentegevoeligheid van de pensioenpremie voorkomen. Periodiek kan worden getoetst of voldoende pensioen is opgebouwd. De directe relatie tussen inleg en kapitaal maakt het bij tegenvallende rendementen aantrekkelijker extra premies in te leggen om zo bij te sturen.

2.2 Uitkeringsfunctie

Toekomstbestendig levenslange uitkering...

Het individuele beleggingsdepot op de persoonlijke pensioenrekening is geormerkt voor een levenslange uitkering en daarom niet direct opeisbaar. Het betreft een persoonlijke *pensioenrekening*. Tijdens de uitkeringsfase wordt de uitkeringsfunctie ingevuld op basis van 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 gedragen conform de verwachtingen.

...op basis van projectierendement dat geen middelen herverdeelt tussen deelnemers...

Een belangrijke determinant van de vraag hoeveel toekomstbe-

stendig kan worden uitgekeerd, is het saldo van de financiële rendementsverwachtingen en de indexatieambitie. Dit saldo noemen we het projectierendement. Dit projectierendement is subjectief als er beleggingsrisico wordt genomen of de indexatieambitie reëel is. Zowel de risicopremies als de kosten van een reële pensioenambitie zijn namelijk niet objectief uit de financiële markt af te lezen. Een verkeerde inschatting van deze parameters resulteert in een uitkering die zich niet gedraagt conform de pensioenambitie, maar resulteert niet in herverdeling tussen de deelnemers. Ook aanpassingen van het projectierendement herverdelen geen middelen tussen deelnemers, maar keren het individuele kapitaal op een andere manier uit over de tijd.

...en stabiliseren van uitkeringen door renterisico af te dekken...

Elk collectief kan daarom binnen publieke randvoorwaarden een zekere beleidsruimte krijgen om het projectierendement zelf te kiezen, afhankelijk van de indexatieambitie. Een zekere vrijheid om de rentegevoeligheid van het projectierendement te bepalen stelt collectieven in staat ook het rente-afdekkingsbeleid zelf vorm te geven; naarmate het projectierendement en daarmee het uitkeringspercentage (minder) gevoelig zijn voor de nominale rente, zal men meer (minder) renterisico willen afdekken om uitkeringen te stabiliseren.

...en schokken uit te smeren

Grote jaar-op-jaar schommelingen in de uitkeringen en nominale kortingen in de uitkeringen kunnen worden voorkomen door niet alleen veranderingen in het projectierendement voor elke individu op maat af te dekken, maar ook schokken over de rest van het leven uit te smeren. Schokken vertalen zich dan in de indexatieambitie in plaats van de huidige uitkeringen. De feite-

lijke hersteltermijn voor hogere leeftijden is korter vanwege de doorwerking van sterfttekansen (waardoor de latere jaren minder zwaar meetellen). Een hersteltermijn van bijvoorbeeld tien jaar betekent voor een 90-jarige dat schokken moeten worden opgevangen in de kortere resterende levensverwachting van minder dan vijf jaar. Dat is een extra reden waarom men waarschijnlijk beleggingsrisico wil terugnemen op hoge leeftijden.

2.3 Beleggingsfunctie

De beleggingsfunctie bepaalt de samenstelling van het beleggingsdepot en daarmee de financiële rendementen op de PPR. Elke pensioenrekening heeft een *matching* en *return* portefeuille. De *matching* portefeuille dekt veranderingen af in het projectierendement en daarmee de uitkeringsfractie en het uitkeringsniveau. Het gaat om het *safety* instrument gericht op uitkeringszekerheid. De *return* portefeuille daarentegen is gericht op het behalen van een hoog rendement met een acceptabel risico om de kosten van het pensioen zo te kunnen beheersen.

Afdekken effect rente op koopkracht pensioenen...

Men kan de matching portefeuille bijvoorbeeld zo instellen dat renteveranderingen geen invloed hebben op de verwachte koopkracht van de toekomstige uitkeringen die uit het opgebouwde vermogen kan worden gefinancierd. Dat vraagt subjectieve veronderstellingen over de invloed van veranderingen in de rente op verwachte rendementen en verwachte inflatie. Nadeel van deze systematiek is dat risicovol beleggen gestimuleerd wordt om zo het projectierendement en daarmee de uitkeringsfracties te verhogen. Daarom kan de toezichthouder het te hanteren projectierendement begrenzen.

...of indexatie pensioenen af laten hangen van rente

Men kan ook uitgaan van een vast projectierendement. Voor een gegeven hoeveelheid kapitaal hangt de uitkering dan niet af van het voorziene beleggingsbeleid. In combinatie met het renteniveau bepaalt het voorgenomen beleggingsbeleid wel de verwachte indexatie van de uitkering. Als alle beleggingsrisico's (inclusief renterisico's) op pensioendatum worden dichtgezet ten behoeve van een nominaal gegarandeerde uitkering, dan zal de uitkering stijgen (dalen) als de nominale rentetermijnstructuur boven (onder) het vaste projectierendement ligt. Door risicovol te gaan beleggen, stijgt de verwachte indexatie maar ook het risico dat de uitkering daalt na zware tegenvallers. Met een vast projectierendement resulteren veranderingen in de rente en daarmee het verwachte rendement op pensioendatum in intertemporele substitutie van consumptie: een stijging van de rente doet koopkracht verschuiven naar de toekomst.

2.4 Verzekeringsfunctie

Biometrisch rendement verzekert individueel langlevensrisico...

Het wezenskenmerk van een levenslange uitkering is dat alleen uitgekeerd wordt als de verzekerde(n) nog in leven zijn. Bij overlijden van de verzekerden vervalt het vermogen niet aan de erfgenamen maar aan de solidariteitskring.² Als vergoeding voor deze overdracht bij overlijden wordt bij leven van de verzekerden een zogenaamd biometrisch rendement op de persoonlijke pensioenrekening bijgeschreven. Dit biometrische rendement is

- 2 Aan de PPR kan een verzekering op het leven van de deelnemer worden gekoppeld die in geval van overlijden leidt tot een persoonlijke pensioenrekening voor de nabestaanden. De verzekeringspremie voor deze verzekering kan uit het vermogen in de PPR worden voldaan. Hetzelfde geldt eventueel voor verzekeringen tegen arbeidsongeschiktheid.

nauw gerelateerd aan de sterftetekans. De meerwaarde voor de overlevenden in termen van het extra biometrische rendement is vooral groot aan het einde van leven wanneer sterftetekansen (zie Figuur 2) en daarmee ook de biometrische rendementen bij leven toenemen (zie Figuur 3). Op deze manier verzekeren biometrische rendementen deelnemers tegen individueel langlevensrisico.

...met verzekering tegen systematisch langlevensrisico op maat
Of deelnemers ook beschermd worden tegen systematisch (macro) langlevensrisico hangt af van hoe het biometrisch rendement meebeweegt met veranderingen in sterfteprognoses. Zo kan men ouderen wel tegen dit risico verzekeren maar jongeren niet.

2.5 Risicodelingsfunctie

Collectief delen van actuariële risico's...

Het collectief kan de verzekeringsfunctie zelf uitvoeren. Dit collectief kan worden ondergebracht bij een verzekeraar maar ook bij een pensioenfonds. In dat laatste geval is in feite sprake van 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. Dit vereist collectieve besluitvorming over beleidsregels aangaande de verdeling van dit actuariële resultaat³ en over de manier waarop de deelnemers die dit risico dragen worden beloond.

3 Het actuariële resultaat betreft het saldo van de ontvangen vermogens van de overleden deelnemers en de bijgeschreven biometrische rendementen op de PPR van andere deelnemers. Als het collectief sommige deelnemers verzekert tegen systematisch langlevensrisico wordt het actuariële resultaat ook beïnvloed door veranderingen in sterfteprognoses.

...andere systematische risico's...

Collectieven kunnen ook andere systematische risico's (dan systematisch langlevensrisico) die niet of nauwelijks op financiële markten worden verhandeld, uitruilen tussen deelnemers. Dan gaat het bijvoorbeeld om (loon)inflatie: de PPR van gepensioneerden wordt aangevuld uit de PPR van werkenden als de looninflatie boven een bepaald niveau komt (en andersom).

...en risico's met toekomstige generaties

Pensioenfondsen kunnen de financiële markten ook uitbreiden door financiële risico's te verhandelen met partijen die geen goede toegang hebben tot deze markten. Deze partijen kunnen bereid zijn tegen betere prijzen dan de markt te handelen. Een voorbeeld van partijen die huidige deelnemers tegen betere tarieven dan de markt kunnen verzekeren tegen financiële schokken zijn de sociale partners (werkgevers en werknemers) als vertegenwoordiger van de toekomstige premiebetalers. Deze intergenerationele solidariteitsafspraken kunnen worden vormgegeven door verdeelregels voor collectieve buffers.

Afruil betere risicodeling versus politieke en discontinuïteitsrisico's...

Bij de bepaling van de reikwijdte van intergenerationele risicodeling is sprake van een 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 politieke risico's rondom de collectieve besluitvorming over de verdeelregels (en eventuele discretionaire aanpassing van langlopende solidariteitsafspraken als onvoorziene omstandigheden hier om vragen) en de prijsstel-

ling. Dit legt meer druk op de kwaliteit van de *governance* van het collectief. Ook vereisen discontinuïteits- en tegenpartijrisico's strengere solvabiliteitsvereisten en beperkingen op de overdraagbaarheid en verhandelbaarheid van een PPR.

.....resulteert in drie alternatieve invullingen van PPR

Afhankelijk van de positie die men kiest op de afruil tussen betere risicodeling en meer politieke risico's kan men kiezen voor een van drie alternatieve vormen van de PPR. *Zonder collectieve risicodeling* kan een PPR het langlevensrisico verzekeren bij een externe verzekeraar. Een PPR met *beperkte collectieve risicodeling* deelt het langlevensrisico binnen een bepaalde solidariteitskring. In een PPR met *uitgebreide collectieve risicodeling* delen ook toetredende generaties in risico's via herstellpremies en buffers en worden in de solidariteitskring risico's gedeeld die niet of nauwelijks op de financiële markten worden verhandeld.

3. Overheidsregulering

Deze paragraaf bespreekt de randvoorwaarden die de overheid zou kunnen stellen aan de PPR.

3.1 Fiscale randvoorwaarden

De huidige fiscale randvoorwaarden voor de tweede pijler eisen dat het pensioenvermogen wordt uitgekeerd als een levenslange uitkering. Zo hoeven ouden van dagen geen beroep te doen op inkomensafhankelijke voorzieningen (WMO, AWBZ, allerlei toeslagen) en worden myopische burgers gestimuleerd om voldoende middelen te reserveren voor later. Ook in geval van een PPR kan de overheid fiscale randvoorwaarden stellen om deze doelen te bereiken.⁴ Met een PPR ligt het voor de hand deze randvoorwaarden op de premie in plaats van de opbouw van annuïteiten te leggen. Dit vereenvoudigt het fiscale kader.

Verzekeringsfunctie

Wat betreft de verzekeringsfunctie kan de fiscus eisen dat de PPR bij overlijden van de deelnemer niet kan worden overgedragen aan nabestaanden maar dat verzekeringspremies voor nabestaandenpensioen wel ten laste van de PPR mogen komen.

Uitkeringsfunctie

De fiscus zal verder op elke leeftijd moeten aangeven welk deel van het kapitaal periodiek maximaal kan worden uitgekeerd. Dit kan worden gebaseerd op een bepaald biometrisch rendement (bijvoorbeeld op basis van de sterfteprognoses van CBS/AG) en een bepaalde rekenrente (bijvoorbeeld het vaste rendementsper-

4 De mogelijkheid om een deel van het kapitaal op de PPR te mogen inzetten voor bepaalde kosten van zorg of wonen kan eenvoudig worden ingebouwd.

centage van 3 procent waarop de fiscale staffel voor beschikbare premieregelingen is gebaseerd).

Beleggingsfunctie

De fiscus kan ook grenzen stellen aan de risico's in variabele levenslange annuïteiten. Dit om te voorkomen dat het pensioenkapitaal kan worden vergokt waardoor de overheidsdoelstelling van levenslange uitkeringen buiten beeld raakt.

3.2 Gedragstoezicht en communicatie

Ook wat betreft het gedragstoezicht lijkt het van belang het risicoprofiel van een PPR te begrenzen. Zo kan men een soort haalbaarheidstoets introduceren. Een zogenaamde vloerregel zou bijvoorbeeld moeten stellen dat ook bij slecht weer (dat wil zeggen in de slechtste x procent van de scenario's op basis van het stochastische model van de commissie parameters) de pensioenen na z jaar toch nog minimaal y procent van de pensioenambitie (dat wil zeggen de pensioenverwachting) moet zijn. De overheid kan ook eisen stellen aan de communicatie. Enerzijds moeten pensioenuitvoerders transparant communiceren over het ex-ante risicoprofiel en zich te verantwoorden voor de ontwikkeling van de kapitaalswaarde van de PRR. Anderzijds moeten zij (op basis van een gestandaardiseerde methode) communiceren over het inkomen dat deelnemers na pensionering kunnen verwachten.

3.3 Solvabiliteitstoezicht

Hoewel het tegenpartijrisico in een PPR beperkter is dan bij langlopende annuïtaire contracten, blijft solvabiliteitstoezicht op verzekeraars vereist. Vooral als de verzekeraars systematisch langlevenrisico blijven verzekeren, moet de toezichthouder toezien

dat de verzekeraars over voldoende buffers beschikken om deze risico's daadwerkelijk te kunnen dragen. De solvabiliteitrisico's voor de verzekeraars zijn wel beperkter en gemakkelijker in te schatten doordat de looptijd van de verzekeringscontracten in geval van PPR korter is. Bij pensioenfondsen zal in het geval van PPR met uitgebreide risicodeling nog enige vorm van solvabiliteitstoezicht nodig zijn ten behoeve van de geloofwaardigheid van de aanvullende solidariteitsaanspraken.

3.4 Toezicht op collectieve risicodeling

De kleine en grote verplichtstellingen elimineren individueel shoprecht voor de verzekeringsfunctie. Deze beperkingen op keuzevrijheid en concurrentie op de verzekeringsmarkt stellen hoge eisen aan de collectieve besluitvorming binnen de verplichte collectiviteit. De overheid kan daarbij bepaalde regels stellen die er voor zorgen dat individuele deelnemers fair behandeld worden, bijvoorbeeld door beperkingen op te leggen aan de mogelijkheden om economische waarde her te verdelen binnen de risicodelende solidariteitskringen. Zo kan de overheid grenzen stellen aan de mate waarin de (economische) waarde van nieuwe opbouw mag afwijken van de waarde van de verkregen pensioenrechten en de beprijzing van niet op de markt verhandelde risico's.

4. Voor- en nadelen van PPR

4.1 Voordelen ten opzichte van uitkeringsregelingen

Ten opzichte van de huidige uitkeringsregelingen kent PPR een drietal voordelen: meer maatwerk en flexibiliteit, minder generatieconflicten door heldere waardering, en meer eenvoud en doorzichtigheid.

Maatwerk en flexibiliteit in risicoprofielen

In tegenstelling tot de huidige uitkeringsregelingen waarin risicodeling gebaseerd is op één nominale dekingsgraad, biedt de PPR ruimte om risico's per generatie op maat in te stellen. Zo kan er voor jongere deelnemers risicovoller worden belegd om zo een risicopremie te kunnen incasseren, terwijl er voor ouderen conservatiever wordt belegd. Verder kunnen fondsen voor jongere werknemers minder renterisico afdekken zonder dat oudere deelnemers daar last van hebben. Op deze manier zijn meer reële pensioenen met minder inflatierisico en meer indexatie potentieel mogelijk zonder dat dit leidt tot intergenerationele conflicten. Daarmee kan het reële contract worden gerealiseerd dat door de sociale partners in het pensioenakkoord van 2010 werd geambieerd. Elk collectief kan met een PPR een zekere beleidsruimte krijgen om op basis van de indexatieambitie het projectierendement (en de rentegevoeligheid daarvan) zelf te kiezen omdat discretionaire veranderingen in het projectierendement of de uitsmeerregels geen waarde herverdelen tussen deelnemers. De overheid hoeft de uitkerings- en functie niet langer gedetailleerd voor te schrijven via indexeringsregels, hersteltermijnen en discountingsregels. Deze gedetailleerde overheidsregulering, die gericht is op het bezweren van intergenerationele conflicten over herverdeling van collectieve vermogens, is niet langer nodig.

Ook op dit punt van het delen van niet-verhandelbare risico's biedt een PPR meer vrijheidsgraden voor maatwerk dan de huidige uitkeringsregelingen waarin alle risico's worden verknoopt in een collectieve dekkingsgraad. Zo hoeven gepensioneerden bijvoorbeeld niet meer het systematische langlevensrisico van werkenden te dragen. Het expliciet maken van solidariteitsafspraken verbetert de transparantie over niet alleen de risico's die binnen het fonds worden verhandeld, maar ook de prijsafspraken die hierover worden gemaakt.

Voorkomen generatieconflicten.....

Toen de sociale partners nog een levenslange uitkering garandeerden hadden pensioenaanspraken in termen van een levenslange uitkeringsstroom een heldere betekenis voor de deelnemer. Met name door het terugtrekken van de premiebetalers als risicodragers zijn de uitkeringsrechten variabel geworden. De uitkeringsrechten worden aangepast als de waarde van de gezamenlijke annuïteitspunten ('de verplichtingen') van de solidariteitskring niet meer overeenkomt met de waarde van de gezamenlijke beleggingen. De daarvoor vereiste verdeel- en waarderingsystematieken zijn complex en ondoorzichtig. Zo is de relatie tussen de ingelegde premies en de uiteindelijke pensioenuitkering onhelder voor de deelnemer. Omdat de werkelijke waarde van de opgebouwde uitkeringsrechten van deelnemers onduidelijk is, blijft ook herverdeling van waarde als gevolg van beleid van de overheid (bijvoorbeeld andere hersteltermijnen, premieberekeningen of parameters voor verwachte rendementen) of het pensioenfonds (indexatie, beleggingen of premies) verborgen. Complexiteit en intransparantie resulteren in intergeneratiele conflicten, politiseren het beleid van pensioenfondsen en eroderen het vertrouwen.

...door heldere waardering...

Vergeleken met uitkeringsregelingen biedt PPR een eenduidiger waardering van de eigendomsrechten. Dit komt omdat financiële eigendomsrechten worden gedefinieerd in termen van financiële vermogenstitels in plaats van complexe en moeilijk te waarderen variabele uitkeringsrechten. Het verhelderen van eigendom doet conflicten over de verdeling van het collectieve vermogen verdwijnen en vereenvoudigt waardeoverdracht en de overdraagbaarheid van pensioenrechten.

...en eenvoudig uitlegbaar product met heldere band tussen premie en opbouw

Daarnaast is de PPR een transparant en uitlegbaar product met een duidelijke band tussen de ingelegde premie en de opgebouwde rechten waarover eenvoudig verantwoording kan worden afgelegd door de pensioenuitvoerder. Dit transparante, eenvoudige systeem dient het vertrouwen en het gevoel van eigenaarschap van deelnemers. Het biedt ook meer mogelijkheden om de in te leggen premie te variëren met gerealiseerde risico's. Een PPR zorgt verder voor een gestandaardiseerde administratie voor uitkerings- en premieregelingen met dezelfde systematiek voor opbouw- en uitkeringsfasen. Dit vereenvoudigt administratieve processen en resulteert in kostenbesparingen.

4.2 Voordelen ten opzichte van premieregelingen

Nederlandse premieregelingen flexibeler maken

Nederlandse regelgeving voor de tweede pijler dwingt deelnemers in premieregelingen op pensioendatum dwingt een nominaal gegarandeerd levenslang inkomen in te kopen. Dit resulteert in een extreme keuze in de afruil tussen kosten, ambitie en risico.

Daardoor dreigen veel werknemers een suboptimaal pensioen te krijgen nu steeds meer ondernemingen overschakelen op premieregelingen. Een PPR maakt het mogelijk in de uitkeringsfase van premieregelingen te blijven beleggen in risicovolle activa en tegelijkertijd individueel langlevensrisico te delen. Pensioendeelnemers kunnen profiteren van niet alleen sterfte-winst maar ook risicopremies op financiële markten als ze rond pensioendatum het meeste vermogen hebben.

Levenslange uitkeringen in buitenlandse premieregelingen mogelijk maken

De PPR is een belangrijke wereldwijde pensioeninnovatie voor de uitkeringsfase van premieregelingen. Levenslange uitkeringen blijven mogelijk ook nu werkgevers en (andere) externe verzekeraars zich terugtrekken als risicodragers van systematische risico's. We gooien het kind van het delen van individueel langlevensrisico en ALM risicomanagement gericht op levenslange uitkeringen niet weg met het badwater van de externe verzekeraars voor systematische risico's. Door risicodeling kunnen kapitaalgedekte pensioenregelingen hun rol van de verzekering van oudedagsrisico's blijven vervullen, ook nu bedrijven overal in de wereld hun uitkeringsregelingen omzetten in premieregelingen⁵.

- 5 Het 2013 rapport over de Melbourne Mercer Global Pension Index schrijft in hoofdstuk 4 (Australian Centre for Financial Studies (2013): "The global pension world is changing dramatically in many countries as we move from a DB pension system to one where DC plans are increasing. However this trend has three major shortcomings. First, all the risks associated with private pension plans are borne by individuals. Second, there is an inevitable focus on wealth accumulation (as the member's account balance increases) rather than on the provision of retirement income. Third, the design of the best portfolio of retirement income products for DC retirees remains elusive. There needs to be fundamental change. We must focus on the provision of retirement income – after all, that is the purpose of pensions. (...) There is an urgent need to find

PPR lijkt op variabele annuïteiten...

Een PPR lijkt op variabele annuïteiten doordat individueel langlevensrisico wordt verzekerd, terwijl ook beleggingsrisico wordt gelopen. De kosten van levenslange uitkeringen worden beperkt door kapitaal bij overlijden te laten toevallen aan de solidariteitskring in plaats van de erfgenamen. Verder variëren de pensioenuitkeringen met de gerealiseerde rendementen.

...maar biedt meer flexibiliteit, eenvoud en transparante eigendomswaarden

Een PPR kent echter belangrijke voordelen ten opzichte van variabele annuïteiten in termen van maatwerk en flexibiliteit alsmede eenvoud en heldere eigendomswaarden. Een PPR biedt meer vrijheidsgraden voor maatwerk en flexibiliteit zonder dat dit tot leidt tot complexe, ondoorzichtige producten. Zo kunnen beleggingsschokken indien gewenst worden uitgesmeerd⁶ en kan maatwerk worden geleverd bij het afdekken van renterisico, mede afhankelijk van meer reële of juist nominale pensioenambities. De Appendix bespreekt de verschillen tussen een PPR en variabele annuïteiten in meer detail.

4.3 Mogelijke nadelen

Individuele keuzevrijheid

Er kleven ook een aantal risico's aan persoonlijke pensioenreke-

5 (vervolg) "a better balance between the individual orientation of a DC plan and a collective (or pooled) approach where there is some sharing of risks within and between generations."

6 Een recent onderzoeksrapport over variabele annuïteiten in opdracht van het ministerie van SZW (Lane, Clark and Peacock Netherlands, 2014) bespreekt het concept van een PPR niet en onderscheidt alleen variabele annuïteiten waarin schokken niet worden uitgesmeerd.

ningen. In de eerste plaats is er het risico dat de roep om individuele keuzevrijheid toeneemt als deelnemers over een eigen pensioenrekening beschikken. Een PPR maakt namelijk meer individuele keuzevrijheid mogelijk. Het is de vraag of deelnemers om kunnen gaan met deze vrijheid. In elk geval blijven goede standaardopties voor deelnemers die niet willen of kunnen kiezen gewenst.

Minder risicovol beleggen

Een ander mogelijk nadeel is dat de transparantie over de beweeglijkheid van de eigendomswaarden in een PPR tot minder risicovol beleggen. Dit kan mogelijk deels worden ondervangen door ook te blijven communiceren in te verwachte pensioenuitkering bij blijvende arbeidsparticipatie tot de pensioendatum.

Minder intergenerationele risicodeling

Verder kan duidelijk communiceren over de ingelegde premie en de waarde van de daarmee opgebouwde pensioenrechten intergenerationele risicodeling en collectieve premiestuur moeilijker maken. Daar staat wel tegenover dat individuele premiestuur aantrekkelijker wordt door de duidelijke relatie tussen inleg en individuele kapitaalopbouw.

Collectieve keuzevrijheid

Ook vragen de vele keuzemarges van PPR's veel van de expertise van verzekeraars, pensioenfondsbesturen en/of individuen. De vele mogelijkheden kunnen resulteren in een niet-transparante markt. Enige standaardisatie is dus geboden.

Transitieproblemen

Een andere complicatie betreft collectiviteiten die hun huidige

uitkeringsregelingen willen vervangen door premieregelingen om te kunnen profiteren van de grotere vrijheidsgraden van de PPR. Oude rechten moeten dan worden ingevaren of afgefinancierd. Voor bedrijfstakpensioenfondsen speelt ook dat de solidariteit van de doorsneesystematiek tussen (werkgevers van) jongere en oudere werknemers in een PPR moeilijk is uit te leggen. Ook het loslaten van de doorsneesystematiek resulteert in transitieproblemen. Bovendien kan hierdoor de grote verplichtstelling ter discussie komen te staan. Maar ook met een PPR blijven goede argumenten voor de verplichtstelling bestaan, zoals het accommoderen van collectieve deling van biometrische en andere risico's en de daarbij horende solidariteit. Ook het beschermen van deelnemers tegen onverstandige keuzen op de verzekeringsmarkt is een argument voor de verplichtstelling.

5. Conclusies

Duurzaamheid van de Nederlandse collectieve pensioentraditie vraagt vernieuwing. Nu risico's bij de deelnemers liggen, winnen transparantie, heldere eigendomswaarden en maatwerk in risico-beheer aan belang. De beleggingsfunctie, de verzekeringsfunctie en de uitkeringsfunctie van een pensioenproduct zijn in de huidige uitkeringsregelingen en in de uitkeringsfase van premie-regelingen op een rigide manier verweven met onvoldoende beleidsvrijheid om het risicobeheer optimaal in te vullen. Door de verschillende functies te ontvlechten, ontstaat ruimte voor pensioeninnovatie gericht op een betere pensioenkwaliteit door meer maatwerk zonder dat dit tot belangenconflicten leidt.

Een PPR combineert de sterke punten van de Nederlandse pensioentraditie (pensioeninleg als arbeidsvoorwaarde, collectief beleggen, bescherming tegen onverstandige individuele keuzes door collectief vastgestelde keuzearchitectuur, ALM-risicobeheer, levenslange uitkeringen en collectieve risicodeling van langlevensrisico in grote solidariteitskringen) met de kracht van buitenlandse beschikbare premieregelingen (eenvoud en uitlegbaarheid, heldere relatie tussen inleg en uitkering, goed te waarderen eigendom, meer beleidsvrijheid om het risico- en uitkeringsprofiel te bepalen en zo nodig discretionair aan te passen, meer macro-economische stabiliteit). Door langlevensrisico te delen binnen een solidariteitskring en risico's collectief te managen, blijven levenslange uitkeringen mogelijk, ook nu sociale partners en andere externe verzekeraars zich terugtrekken als dragers van systematische risico's.

Een PPR biedt een gestandaardiseerde, eenvoudig uitlegbare systematiek waarbinnen beleggingsprofielen op maat kunnen worden ingesteld zonder grote belangenconflicten. In plaats van

dat de overheid het pensioenproduct grotendeels voorschrijft, kan de overheid met een PPR haar doelen (levenslange uitkering; voorkomen van generatieconflicten) bereiken door een beperkt aantal randvoorwaarden op te leggen. Binnen deze randvoorwaarden en de gestandaardiseerde systematiek van een PPR beschikt ieder collectief over beleidsruimte om de beleggingsfunctie, de verzekeringsfunctie, de uitkeringsfunctie en de collectieve risicodelingsfunctie optimaal in te richten afhankelijk van voorkeuren, omstandigheden en *investment beliefs*.

Referenties

- Australian Centre for Financial Studies, 2013, Melbourne Mercer Global Pension Index.
- Boeijen, T.A.H, en M. Brussen, 2014, Een brug tussen DB en DC, *Pensioen Magazine*, Juni/juli 2014, blz 16–19.
- Boelaars, I., A.L. Bovenberg, D. Broeders, P. Gortzak, S. van Hoogdalem, Th.Kocken, M. Lever, Th.E. Nijman, J. Tamerus (2014), "Duurzame vormgeving van het Nederlandse collectieve aanvullende pensioen", Netspar Occasional Paper, *te verschijnen*.
- Bovenberg, A.L., T.E. Nijman en B. Werker, 2012, Voorwaardelijke pensioenaanspraken. Over waarderen, beschermen communi- ceren en beleggen. Netspar Occasional Paper.
- Bovenberg, A.L., R. Mehlkopf en Th.E. Nijman (2014), "Techniek achter persoonlijke pensioenrekeningen in de uitkeringsfase," Occasional Paper, Netspar, *te verschijnen*.
- Lane, Clark and Peacock Netherlands, 2014, 'Optimalisering overgang van opbouw- naar uitkeringsfase en de inrich- ting daarvan in premie- en kapitaalovereenkomsten' Onderzoeksrapport Ministerie van SZW, 10 juli 2014.

Appendix: Variabele annuïteiten versus PPR

Wat zijn variabele annuïteiten?

Variabele annuïteiten definiëren individuele eigendomsrechten als uitkeringsrechten (annuïteitspunten) die variëren met de omvang van een gezamenlijk financieel vermogen van een bepaalde solidariteitskring. De uitkeringsrechten (d.w.z. annuïteitspunten) worden aangepast als de waarde van de gezamenlijke annuïteitspunten ('de verplichtingen') binnen de solidariteitskring niet meer overeenkomt met de waarde van de gezamenlijke beleggingen. Om de waarde van de annuïteitspunten in de verdeelregel te berekenen is een waarderingssystematiek nodig van individuele uitkeringsrechten. We noemen dit de 'veronderstelde' of 'fictieve' waardering. Deze waardering bepaalt mede hoe het collectieve vermogen over de tijd wordt uitgedeeld omdat de rechten worden gekort of opgehoogd afhankelijk van de met deze waarderingssystematiek bepaalde dekkingsgraad. Nederlandse uitkeringsovereenkomsten zijn geheel gebaseerd op (uitgestelde) variabele annuïteiten: de conversie in een annuïteit vindt al plaats bij premie inleg.

Wanneer zijn variabele annuïteiten een speciale vorm van een PPR?

Een variabele annuïteit is een speciale vorm van een PPR als de variabele annuïteit aan drie voorwaarden voldoet:

- (i) De verdeelregels die de uitkeringen van de variabele annuïteit bepalen moeten van te voren vaststaan. Na aankoop van de variabele annuïteit kunnen deze verdeelregels dus niet worden gewijzigd. Het gaat om een compleet verzekeringscontract.
- (ii) Het collectieve beleggingsdepot waarop de variabele annuïteit is gebaseerd moet afgescheiden zijn van de rest van de balans

van de verzekeraar of andere financiële instelling die de regeling uitvoert.

- (iii) De inkooptarieven van de variabele annuïteiten moeten gebaseerd zijn op marktwaarde van de uitkeringen. De marktwaarde betreft de feitelijke marktwaarde van alle rechten die verbonden zijn aan pensioenrechten (zie Boender et al., 2013), inclusief de voorwaardelijke rechten op toe- en afslagen.

Voorwaarden voor samenvallen 'veronderstelde' en economische waardering⁷

De marktwaarde van de individuele rechten hoeft niet overeen te komen met de 'veronderstelde' waardering van individuele rechten in de verdeelregel. Onder de volgende noodzakelijke voorwaarden valt de 'veronderstelde' waardering samen met de marktwaarde van individuele pensioenaanspraken:⁸

- (i) symmetrische verdeelregels;
- (ii) een gesloten systeem bij het uitsmeren van schokken waarin de waarde van onverwerkte schokken wordt meegenomen in de inkooprijs van annuïteiten;
- (iii) geen wijzigingen in de verdeelregels nadat de annuïteiten zijn ingekocht.

Bovendien moet een van de volgende drie condities gelden:

- (i) schokken worden niet uitgesmeerd;
- (ii) de 'veronderstelde' waardering is gebaseerd op de nominale risicovrije rente;

7 In de economische waardering zien wij ervan af dat het bestuur eventueel discretionaire bevoegdheden kan hebben om vermogen te herverdelen.

8 Als de waarderingen niet samenvallen dan hangt de economische waardering van huidige individuele rechten af van de toekomstige instroom. Dit maakt de waardering van rechten gevoelig voor toekomstprojecties over deze onzekere instroom. Bovendien stelt het deelnemers bloot aan discontinuïteitsrisico.

- (iii) de 'veronderstelde' waardering is gebaseerd op de zogenaamde BNW discontocurve met een horizonafhankelijke risicopremie die afhangt van de uitsmeertermijn van schokken.⁹

Variabele annuïteiten kunnen uitsmeren, reële ambitie en marktwaardering niet verzoenen

Alle drie de bijzondere gevallen waarin de veronderstelde waardering spoort met de economische waardering kennen nadelen.

- (i) Zonder uitsmeren resulteren volatiele uitkeringen waarbij uitkering regelmatig worden gekort—niet alleen in reële maar ook in nominale termen.
- (ii) Het hanteren van een nominale risicovrije rente als rekenrente in de verdeelregel beperkt de uitkeringsfunctie: de verwachte stijging van de uitkering hoeft niet te sporen met de pensioenambitie als er sprake is van een reële of rentegevoelige pensioenambitie of een verwacht financieel rendement dat niet meebeweegt met de risicovrije rente. Noch de verdeling van de consumptie over de tijd noch het beleggingsbeleid is optimaal: de beperking van de uitkeringsfunctie resulteert in een zeer rentegevoelige, suboptimale *matching* portefeuille.
- (iii) De BNW discontocurve kent het gevaar dat de disconteringsmethodiek na de aankoop van de variabele annuïteiten wordt veranderd zonder dat de uitkeringsrechten worden aangepast. Het gevolg is dat marktwaarde verschuift tussen deelnemers.

9 Bij het uitsmeren van schokken compenseert de horizonafhankelijke risicopremie uitkeringen die later plaatsvinden voor het overnemen van risico van eerdere uitbetalingen. Zie Bovenberg, Nijman en Werker (2012).

PPR verzoent uitsmeren, reële ambitie en marktwaardering wel...

De PPR kent dit risico niet omdat eigendom gedefinieerd is in termen van kapitaal in plaats van annuïteitspunten. Dit vermijdt complexe vraagstukken bij het waarderen van financiële risico's in variabele annuïteiten. Daardoor ontstaan meer vrijheidsgraden om voor collectiviteiten om de uitkeringsfunctie (inclusief uitsmeren en al dan niet reële of nominale pensioenambitie) en de daarmee samenhangende rentegevoeligheid van de matching portefeuille zelf in te richten zonder dat dit resulteert in complexe en moeilijk te waarderen producten en de daaruit resulterende belangenconflicten. Zo kunnen beleggingsschokken worden uitgesmeerd en kan maatwerk worden geleverd bij het afdekken van renterisico, mede afhankelijk van meer reële of juist nominale pensioenambities.

...verschafft meer discretionaire flexibiliteit...

Het vermijden van complexe waarderingsvraagstukken biedt ook meer discretionaire beleidsvrijheid om de uitkeringsfunctie, verzekeringsfunctie en beleggingsfunctie aan te passen aan onvoorziene omstandigheden nadat een verzekeringscontract is aangegaan. De rentegevoeligheid van het projectierendement kan bijvoorbeeld worden gewijzigd als macro-economische omstandigheden om een ander rente-afdekkingsbeleid vragen.

...biedt meer speelruimte voor maatwerk risicodeling en transparantie

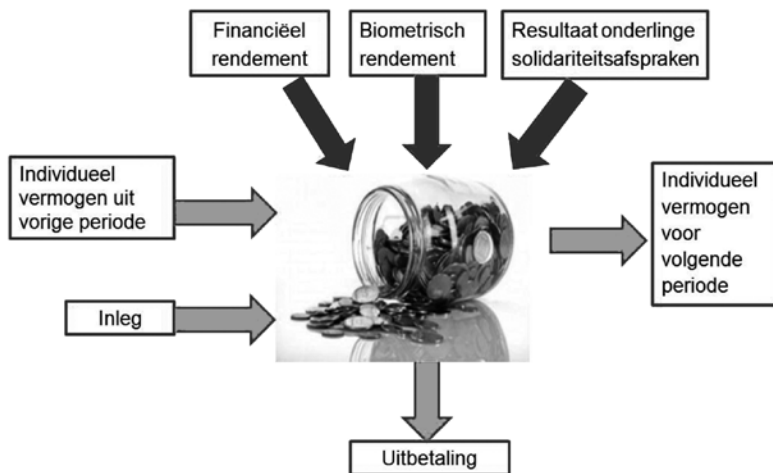
PPR is ook aantrekkelijk voor pensioenfondsen die uitgebreide collectieve risicodeling implementeren. Door te werken met persoonlijke pensioenrekeningen waarin de verschillende functies kunnen worden ontvlochten is meer beleidsvrijheid mogelijk over welke risico's verhandeld worden binnen het collectief

en op welke wijze. Zo hoeven gepensioneerden niet meer het risico te dragen dat de overlevingskansen voor werkenden naar boven worden bijgesteld. Ook ontstaat meer transparantie over de prijzen waaronder het delen van risico's plaatsvindt. Intergenerationele risicodeling waarbij de opbouw in de PPR niet precies samenvalt met de premie-inleg blijft mogelijk en wordt transparant.

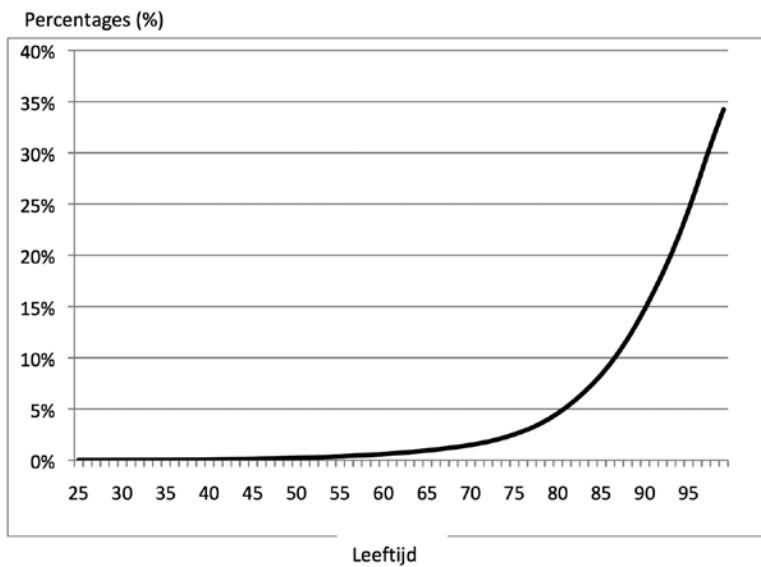
...en beperkt tegenpartijrisico door heldere eigendomsrechten

Een PPR verschilt van een variabele annuïteit omdat het financiële eigendomsrecht een claim betreft op een beleggingsdepot dat geen onderdeel uitmaakt van de balans van de verzekeraar. Eigenaars van een PPR staan dus minder bloot aan het default risk van verzekeraars dan bij variabele annuïteiten. Het vermogen van de deelnemer wordt niet overgedragen aan de verzekeraar maar blijft eigendom van de deelnemer. Dit komt het vertrouwen van de deelnemer ten goede. Bovendien lopen verzekeraars minder balansrisico's met de daarbij horende solvabiliteitsvereisten.

Figuur 1. Persoonlijke pensioenrekening met risicodeling

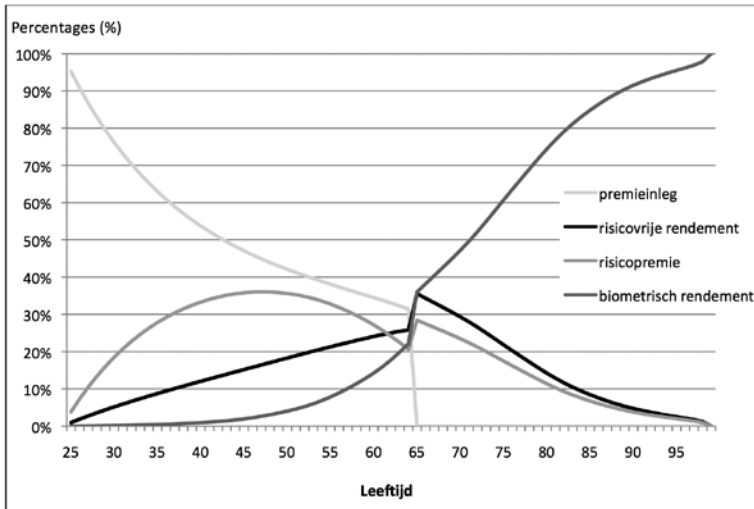


Figuur 2. Geprojecteerde gemiddelde jaarlijkse overlijdenskansen in 2015



Bron: CBS, StatLine

Figuur 3. De relatieve bijdragen (in verwachting) van premieinleg en rendementen aan opbouw pensioenvermogen



Toelichting: Het percentage aandelen tijdens de actieve fase loopt lineair af van 100% naar 20% en blijft na pensioenleeftijd 65 constant op 20%. Biometrische rendementen zijn gebaseerd op de sterftekansen in Figuur 3.2. De reële risicovrije rente is gelijk aan 1%, de risicopremie op aandelen is 4%. De premiebasis gedurende de werkzame periode is constant in reële termen. De uitbetalingsregel is zodanig dat het consumptiepatroon vanaf pensionering in verwachting constant is in reële termen.

Bron: Bovenberg, Mehlkopf en Nijman, 2014

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader gezien (2007)
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout), met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)
René Maatman en Sander Steneker
- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)
Geert Bekaert

- 22 TIPS for Holland (2009)
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel pensioen (2009)
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 "De API is een no-brainer" (2009)
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal-juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen-aansprakenstatistiek (2010)
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)
Frank de Jong en Antoon Pelsler
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)
Agnes Joseph en Dirk de Jong
- 38 De gouden standaard bij beleidsvoorbereiding (2011)
Peter Kooreman en Jan Potters
- 39 Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen (2011)
Benedict Dellaert en Marc Turlings
- 40 Naar een dynamische toekomstvoorziening. Integratie van werk, pensioen, zorg en wonen over de levensloop (2011)
Lans Bovenberg, Wouter Koelewijn en Niels Kortleve
- 41 Duurzame pensioenen from scratch (2011)
Gert Bos en Martin Pikaart
- 42 Marktoplossingen voor langlevensrisico (2011)
Sylvain de Crom, Anne de Kreuk, Ronald van Dijk, Michel Vellekoop en Niels Vermeijden
- 43 Het gebruik van ALM-modellen (2011)
Guus Boender, Bas Bosma en Lans Bovenberg

- 44 Het pensioenfonds van de toekomst: risicodeling en keuzevrijheid (2011)
Jan Bonenkamp, Lex Meijdam, Eduard Ponds en Ed Westerhout
- 45 Hoe reëel is reëel? (2012)
Ronald Mahieu en Alexander de Roode
- 46 Toezicht door DNB op de toepassing van de prudent person-regel in relatie tot het nieuwe pensioencontract (2012)
Jacqueline van Leeuwen
- 47 Naar een duurzaam financieringsmodel voor hypotheke (2012)
Lans Bovenberg
- 48 Rationeel beleid voor irrationele mensen (2013)
Henriëtte Prast
- 49 Pensioenorganisaties en communicatiewetgeving (2013)
Louise Nell en Leo Lentz
- 50 Langdurige tijdelijke arbeidsrelaties als stimulans voor een hogere participatie van ouderen op de arbeidsmarkt (2013)
Frank Cörvers
- 51 Mijn pensioen staat als een huis (2013)
Marc de Graaf en Jan Rouwendal
- 52 Waarom mensen de pensioenvoorbereiding uitstellen en wat daar tegen te doen is (2014)
Job Krijnen, Seger Breugelmans en Marcel Zeelenberg
- 53 Sociale interacties van invloed op de arbeidsparticipatie van ouderen (2014)
Maarten van Rooij, Niels Vermeer en Daniel van Vuuren
- 54 Gaan 50-plussers meer investeren in hun scholing? (2014)
Didier Fouarge en Andries de Grip
- 55 Innovaties in wonen, arbeid, pensioen en de rol van pensioenfondsen (2014)
Kees Koedijk en Alfred Slager
- 56 Persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling (2014)
Lans Bovenberg en Theo Nijman

Persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling

Dit artikel stelt voor persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling te introduceren als alternatief voor zowel premiereregelingen als uitkeringsregelingen. Door de functies van pensioen te ontvlechten, bieden pensioenrekeningen een gestandaardiseerde systematiek waarbinnen een collectief deze functies op maat kan instellen zonder dat dit tot complexiteit en belangenconflicten leidt.