

Netspar NEA PAPERS

*Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo
Nijman & Alwin Oerlemans*

Decumulatie van
pensioenrechten



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, creating a sense of movement and depth.

Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman &
Alwin Oerlemans

Decumulatie van pensioenrechten

NEA PAPER 34

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Juni 2010

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën
Jan Koeman – Ministerie van SZW
Niels Kortleve – PGGM
Albert Mentink – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Jan Potters – Universiteit van Tilburg
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hein Stam – Mn Services
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV
Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam
Peter Wijn – APG
Sjoerd van der Zee – Nationale Nederlanden

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Drukkerij Universiteit van Tilburg

Redactieadres

Netspar, Universiteit van Tilburg
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. Het fiscale en juridische kader voor annuïteiten in Nederland</i>	15
<i>3. De wetenschappelijke literatuur over annuïteiten</i>	36
<i>4. De markt voor annuïteiten</i>	44
<i>5. Leren van buitenlandse ervaringen met annuïteiten</i>	57
<i>6. Op weg naar houdbare annuïteiten</i>	65
<i>7. Aanbevelingen</i>	71
<i>8. Referenties</i>	74

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 babyboomers 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.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Gerry Dietvorst is hoogleraar Toekomstvoorzieningen bij het Competence Centre for Pensionresearch aan de Universiteit van Tilburg

Carel Hooghiemstra is Director Pensions bij ABN AMRO

Theo Nijman is wetenschappelijk directeur van Netspar en hoogleraar Beleggingstheorie aan de Universiteit van Tilburg

Alwin Oerlemans is directeur Client Solutions bij APG

Dit NEA-paper is geschreven op persoonlijke titel.

De auteurs danken de leden van de Netspar werkgroep, de master studenten Kees Bullens, Kay Mennens en Jairo Rivera-Rozo en leden van Editorial Board voor bijdragen aan en commentaar op deze NEA paper.

DECUMULATIE VAN PENSIOENRECHTEN

Samenvatting

In de uitkerings- of decumulatiefase wordt duidelijk waar pensioensparen toe leidt. Er zijn verschillende vormen van annuïtering mogelijk. Er zijn ook grote verschillen tussen landen. Deze NEA-paper geeft een overzicht van de huidige Nederlandse wetgeving en verschillende vormen van annuïteiten, zowel vanuit de theorie als praktijk. Doordat we steeds langer leven, is de decumulatiefase steeds belangrijker. Op basis van een nadere analyse komen we tot aanbevelingen voor de vormgeving van annuïteiten. Wel of niet annuïteiten kopen, nominaal of reëel, hoog-laag constructies, wel of niet risicodragend maken en het toezicht op deze producten: het komt allemaal aan de orde.

1. Inleiding

Mensen die denken aan een goede oudedagsvoorziening, denken veelal aan een uitkering die gerelateerd is aan hun laatstgenoten inkomen. Recent onderzoek (AFM, 2010) laat zien dat nog steeds de meeste Nederlanders een pensioen verwachten ter hoogte van 70 procent van het laatstgenoten bruto inkomen. In de Pensioenwet is vastgelegd dat de uitkering de vorm moet hebben van een levenslange annuïteit die aan bepaalde voorwaarden voldoet. Ons land verschilt daarin van andere landen die soms nauwelijks eisen stellen aan de vorm waarop opgebouwd kapitaal voor de oude dag na de pensioendatum kan worden geconsumeerd. Het collectieve karakter van de oudedagsvoorziening biedt veel kansen voor risicodeling en het profiteren van schaalvoordelen. Dat geldt zowel voor de opbouwfase van de oudedagsvoorziening (accumulatie) als de uitkeringsfase (decumulatie). Juist in de decumulatiefase van pensioen kunnen deelnemers risico's delen. Hierbij gaat het om sterfte- en langlevensrisico's, maar ook om marktrisico's die samenhangen met beleggen. De Commissie Goudswaard ziet hierbij in de toekomst een verschuiving van deze risico's naar de deelnemer (Commissie Goudswaard, 2010).

In dit paper staat de vormgeving van de decumulatiefase in de schijnwerpers. In "defined benefit" systemen staat de decumulatiefase centraal in de regeling. Deze schrijft voor dat de uitkering plaatsvindt in de vorm van een (conditioneel) geïndexeerde annuïteit. In "defined contribution" systemen bestaat er tot de pensioendatum onduidelijkheid over de hoogte van de uitkering. Deze hangt af van de hoogte van het opgebouwde vermogen en de prijs van de bij pensionering aan te kopen annuïteiten.

In dit paper vragen we ons af wat een optimale vormgeving voor de decumulatiefase is. Daarbij kijken we zowel naar Nederland als naar het buitenland. In de analyse komen de voor- en nadelen van nominale of geïndexeerde annuïteiten en van flexibiliteit in het decumulatiepatroon aan de orde. Bij flexibiliteit gaat het zowel om variatie in de hoogte van de uitkeringen (lump sum versus levenslange uitkering) als het risicodragend maken van de annuïteit, de zogenaamde variabele annuïteit. Bijzonder van belang zijn ook de vormgeving van systeem, de noodzaak tot maatwerk (of keuzevrijheid) en de transparantie van decumulatieproducten. Daarbij is ook de rol van de toezichthouder van belang. Hieronder definiëren we wat we verstaan onder een annuïteit (Box 1) en geven we een overzicht van genoemde kenmerken voor bestaande oplossingen in de tweede en derde pijler (Tabel 1).

Box 1 Definitie annuïteit

Wat verstaan we in deze paper onder een annuïteit? Een uitkering die levenslang duurt, tenzij anders wordt aangegeven. In de literatuur wordt het begrip annuïteit tevens gehanteerd voor een uitkering die tijdelijk is, bijvoorbeeld voor een periode van vijf of tien jaar na pensionering. In onze definitie is het levenslange karakter van de uitkering essentieel in het overdragen van het risico van langlevens aan de verstrekker van de uitkering. In box 3 gaan we nader op het begrip langlevens in. Het begrip annuïteit gaat terug naar de Romeinse tijd, waar contracten 'annua' werden geboden, die tegen betaling van een eenmalig bedrag voor een bepaalde periode of levenslang een jaarlijkse uitkering boden (zie Ferro, 2008).

Tabel 1 Vormgeving van annuïteiten in tweede en derde pijler

Vorm annuïteit	Tweede pijler	Derde pijler
Duur	Levenslang	Tijdelijk of levenslang
Indexatie	Conditionele (prijs- of loon-) indexatie van uitkering	Nominale uitkering
Is annuïteit risicodragend?	Nee (wel risico van afstempelen)	Nee (wel risico faillissement aanbieder)
Flexibiliteit uitkering	Hoog-laag constructie; 2 x AOW uitkering naar voren halen	Tijdelijke uitkering mogelijk
Wettelijke informatievereiste	Uniform Pensioenoverzicht (UPO)	Geen

De paper is als volgt opgebouwd: paragraaf 2 bevat het fiscale en juridische kader in Nederland. In paragraaf 3 analyseren we de vormgeving van annuïteiten. Paragraaf 4 gaat dieper in op de soorten annuïteiten. In paragraaf 5 bespreken we de vorm van annuïteiten in een aantal specifieke landen. In paragraaf 6 werken we naar een synthese waarbij de gewenste vormgeving van annuïteiten aan de orde komt. De paper sluit af met vijf beleidsaanbevelingen.

2. Het fiscale en juridische kader voor annuïteiten in Nederland

2.1 Inleiding en terreinafbakening

Bij pensioenen lopen de belangen van de overheid en de burger grotendeels parallel. De burger is er immers bij gebaat dat hij na pensionering zijn levensstandaard kan behouden. Dan belandt hij niet in een sociaal isolement en vervalt hij niet tot armoede. Dit is ook in het belang van de overheid. De kans dat de burger een beroep doet op de overheid om in het levensonderhoud te voorzien, is kleiner als burgers over een goede pensioenvoorziening beschikken. Zeker als je bedenkt dat de AOW een basisvoorziening is. Het feit dat iemand een aanvullend pensioen heeft, sluit een beroep op overheidsvoorzieningen als huur- en zorgtoeslag en AWBZ niet uit, maar de kans dat iemand daar een beroep op doet, is wel kleiner.

In een tijd waarin zorgkosten toenemen en de overheid steeds meer lasten – in de vorm van een eigen bijdrage – bij de burger legt of moet leggen, bewijst een goede aanvullende pensioenvoorziening dus zijn diensten, zowel voor de burger als voor de overheid. Een onmiskenbaar voordeel voor de overheid is ook dat er duidelijkheid is over de te verwachten belastinginkomsten. Uit CBS-gegevens (statistieken Pensioenaanspraken) is af te lezen hoeveel pensioenen er in enig jaar uitgekeerd zullen gaan worden.

De parallelle belangen van burgers en overheid zijn een belangrijke overweging voor de overheid om de opbouw van een pensioenvoorziening fiscaal te stimuleren in de vorm van de omkeerregel. Deze regel bepaalt dat de waarde van de pensioenaanspraak niet tot het loon behoort en de uitkering te zijner tijd belast is.

De fiscale wetenschap verklaart de omkeerregel ook wel door te stellen dat de inkomstenbelasting het verteerbaar inkomen beoogt te belasten. Het deel van het inkomen dat nodig is om toekomstig inkomen veilig te stellen, behoort nu eenmaal niet tot het huidige verteerbare inkomen. Bovendien is het belasten van een pensioenaanspraak die iemand pas in de toekomst ontvangt (of mogelijk nooit zal ontvangen, bij eerder overlijden), in strijd met de inkomensbeleving van burgers.

Omdat de overheid in zekere zin dus uitstel van belastingbetaling verleent, is het logisch dat de wetgever ervoor zorgt dat mensen de gelden in de pensioenvoorziening ook daadwerkelijk voor het beoogde doel aanwenden. Afkoop van pensioen is daarom zowel in de fiscale als in de juridische wetgeving tot een verboden handeling bestempeld.

Deze paragraaf gaat dieper in op het fiscale en juridische kader van de uitkeringsfase van pensioen (tweede pijler) en van lijfrenten (derde pijler). Het gaat om de mogelijkheid die de wetgeving biedt om in de uitkeringsfase de hoogte van de uitkeringen te beïnvloeden. Het gaat ook om de vraag in hoeverre het vanuit fiscaal oogpunt is toegestaan toe te zeggen dat uitkeringen die in zijn gegaan, zullen worden geïndexeerd.

Hoewel pensioen en lijfrente beide een inkomensvoorziening vormen voor de postactieve periode, is het fiscale en juridische kader niet gelijk. Onder een tweede pijler pensioen wordt in dit verband de inkomensvoorziening verstaan die direct is gerelateerd aan het verrichten van arbeid. Het gaat dus niet alleen om het pensioen dat een werknemer opbouwt of het beroepspen-

sioen van iemand die een zelfstandig beroep uitoefent, maar ook om de ondernemer die deelneemt aan de oudedagsreserve.¹

Op het beroepspensioen zijn wat betreft de uitkeringsfase dezelfde fiscale en juridische spelregels van toepassing als op het werknemerspensioen.² Op werknemers- en beroepspensioen is de omkeerregel van toepassing. Dat wil zeggen dat niet de aanspraak op pensioen belast is, maar de uitkeringen die iemand te zijner tijd ontvangt.³ Op het werknemerspensioen is de Wet op de loonbelasting 1964 van toepassing.

Lijfrenten vallen onder de derde pijler. De Wet inkomstenbelasting 2001 vormt het fiscale kader. Het fiscale kader is in hoofdlijnen gelijk aan dat voor werknemerspensioen: de premie is onder bepaalde voorwaarden aftrekbaar en de uitkeringen zijn belastbaar. De voorwaarden voor de uitkeringsfase zijn anders dan die voor pensioen.

Voor het overheidsbudget maakt het in principe geen verschil of belastingplichtigen een oudedagsvoorziening opbouwen door middel van pensioen of door middel van lijfrenten. Het belas-

- 1 De oudedagsreserve als zodanig blijft hier verder buiten beschouwing. De oudedagsreserve is kortweg gezegd een mogelijkheid voor de ondernemer om binnen zijn eigen bedrijf een pensioenvoorziening op te bouwen. De dotatie aan de oudedagsreserve bedraagt twaalf procent van de jaarwinst, maar hoeft niet extern ondergebracht te worden. De ondernemer kan de oudedagsreserve omzetten in een lijfrente. Daar zijn de regels van de lijfrente zoals die gelden in de derde pijler, van toepassing. Wat in deze paper wordt opgemerkt over de uitkeringsfase lijfrente geldt dus ook voor de lijfrente die voortvloeit uit een oudedagsreserve.
- 2 Op verplicht gestelde beroepspensioenregelingen is de Wet verplichte beroepspensioenregeling, van toepassing. Deze wet geldt voor onafhankelijke actuarissen, apothekers, dierenartsen, fysiotherapeuten, huisartsen en medisch specialisten, muzikanten, roeiers in het Rotterdamse havengebied, tandartsen en tandartspecialisten, verloskundigen, wisselmakelaars en zelfstandige kunstenaars. Valt men onder deze beroepsgroep dan is men verplicht om aan de pensioenregeling deel te nemen.
- 3 Zowel de premie die de werkgever betaalt als de werknemersbijdrage behoort niet tot het loon en de waardeaanwinst is tijdens de uitstelperiode niet belast.

tinge-effect van beide mogelijkheden is gelijk. Wel ligt het voor de hand dat werknemers die niet meer automatisch of verplicht aan een pensioenregeling deelnemen, op eigen initiatief en geheel vrijwillig een vergelijkbare voorziening op zullen bouwen in de vorm van een lijfrente.

2.2 Pensioen in de tweede pijler

De Pensioenwet schrijft in art. 15 voor dat in de pensioenovereenkomst bepaald moet worden dat pensioen levenslang in geld wordt uitgekeerd. Bij de invoering van de Pensioenwet werd deze eis toegelicht. De gedachte was dat ouderdomspensioen in de praktijk in het merendeel van de gevallen levenslang wordt uitgekeerd. De voorwaarde "levenslang" is opgenomen ter bescherming van de werknemer en is een belangrijk element van het Nederlandse fiscale en juridische pensioenkader. Zowel de Pensioenwet als de Wet op de loonbelasting sluiten afkoop uit.⁴ Op deze eis bestaan vier uitzonderingen. De Pensioenwet geeft de ruimte:

- voor een tijdelijke uitkering tot het bereiken van de AOW-gerechtigde leeftijd of tot het moment dat het levenslange ouderdomspensioen ingaat, de zogenoemde AOW-overbrugging;
- voor variabilisering in de hoogte van de uitkeringen;
- om een klein pensioen af te kopen;
- voor een pensioenknip.

Dat het om een uitkering in geld moet gaan, vloeit voort uit de definitie van ouderdomspensioen zoals gegeven in art. 1

⁴ Art. 18, eerste lid, onderdeel b, Wet op de loonbelasting 1964. Art. 65 Pensioenwet bepaalt dat afkoop slechts mogelijk is als er sprake is van een klein pensioen. In andere landen is het gehele of gedeeltelijke afkoop van de aanspraken op de pensioendatum niet ongebruikelijk.

Pensioenwet. Een uitkering waarbij de hoogte afhankelijk is van de waardeontwikkeling van onderliggende beleggingen, een zogenoemde variabele annuïteit, behoort dus niet tot de mogelijkheden (zie paragraaf 5).

We onderscheiden twee sporen die ertoe kunnen leiden dat de pensioenuitkeringen niet gelijk blijven. Het eerste spoor is het recht van de begunstigde/deelnemer om de uitkeringen te laten variëren, de uitkeringen eerder of later in te laten gaan, om een aanspraak pensioen om te ruilen in een andere pensioensoort, of om een knip aan te brengen in de uitkeringen. Kenmerk van deze middelen of rechten is dat de deelnemer er invloed op heeft en dat het actuariëel neutraal gebeurt. De deelnemer betaalt het als het ware zelf uit zijn eigen pensioenreserve.

Het tweede spoor is dat van indexering door de pensioenuitvoerder van de uitkeringen. Daarbij gaat het doorgaans niet om een recht, maar om een voorwaardelijke toezegging. De deelnemer in de pensioenregeling heeft geen invloed op het verlenen van toeslagen. De eis dat het ouderdomspensioen levenslang moet zijn, vinden we ook terug in de Wet op de loonbelasting 1964. Art. 18 definieert een ouderdomspensioen als een levenslange inkomensvoorziening bij ouderdom voor werknemers en gewezen werknemers. De Pensioenwet schrijft in art. 1 bij de begripsbepalingen voor dat het moet gaan om een geldelijke uitkering. Dit voorschrift staat vooralsnog pensioenuitkeringen in natura in de weg (zie Box 2.1).

Box 2.1 Pensioen in natura

De brief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aan de Tweede Kamer van 7 juli 2009 bevat een verkenning van de mogelijkheden om op dit moment en in de

toekomst pensioen in natura aan te bieden binnen het kader van collectieve aanvullende pensioenen (MinSZW, 2009). De minister ziet pensioen in natura als een interessante ontwikkeling, maar concludeert dat het op dit moment niet binnen de tweede pijler uitgevoerd kan worden. De Pensioenwet verhindert een uitkering in natura; de wet eist dat het om een geldelijke uitkering gaat. Bovendien stelt een pensioenfonds zich tot doel deelnemers te beschermen tegen de geldelijke gevolgen van ouderdom. De bewindsman ziet overigens geen belemmering voor verdere ontwikkeling en is bereid mee te denken als pensioen in natura concreet gestalte krijgt. In de derde pijler zouden volgens de minister tal van mogelijkheden aanwezig zijn, maar hij werkt die bewering niet uit.

2.2.1 Variabilisering

Art. 63 Pensioenwet en art. 18d Wet op de Loonbelasting 1964 vormen de wettelijke basis om de uitkeringen te laten variëren. Het gaat daarbij om de variabiliseringsmogelijkheid (100:75) en de mogelijkheid om een AOW-overbruggingspensioen te ontvangen. De Pensioenwet bepaalt in art. 63 dat de hoogte van een pensioen na ingang kan variëren "mits:

- a. de laagste uitkering niet minder bedraagt dan 75 procent van de hoogste uitkeringen;
- b. de mate van variatie uiterlijk op de ingangsdatum van het pensioen wordt vastgesteld."

Bij de bepaling van de verhouding 100:75 blijft een overbruggingspensioen ter grootte van twee maal de gehuwden AOW buiten beschouwing. Hiermee is niet gezegd dat van deze vari-

abiliseringsmogelijkheid altijd gebruik gemaakt kan worden. De pensioenovereenkomst moet deze mogelijkheid ook bieden en pensioenuitvoerder moet zijn medewerking verlenen. Er zijn overigens geen gegevens bekend over het aantal malen dat van de variabiliseringsmogelijkheid gebruik gemaakt wordt.

Box 2.2 Commissie Witteveen⁵

De mogelijkheid van variabilisering is door de Commissie-Witteveen voorgesteld en geïmplementeerd in de fiscale wetgeving. De gedachte daarbij was als volgt.:
Kenmerkend voor pensioen zijn periodieke gelijkmatige uitkeringen. Kennelijk leeft de wens om de uitkeringen in zekere mate te laten fluctueren. De achtergrond hiervan is dat mensen de eerste jaren na pensionering meer te besteden willen hebben dan in latere jaren. Anderzijds, zo redeneerde de commissie, mag variabilisering niet leiden tot gefaseerde afkoop. Ook moet worden voorkomen dat mensen die spoedig pensioengeld opnemen, later een beroep doen op ondersteuning door de overheid omdat de nodige middelen ontbreken. De commissie acht het niet nodig langer strikt vast te houden aan de eis van vast en gelijkmatig en vindt een zekere marge aanvaardbaar. De marge die de Commissie-Witteveen aanvaardbaar acht, is 100:75. Ook kunnen mensen kiezen voor 75:100.

5 De werkgroep *fiscale behandeling pensioenen*, ook wel aangeduid als de Commissie-Witteveen, is ingesteld door de staatssecretaris van Financiën Vermeend in oktober 1994 en had als opdracht om "te onderzoeken welke aanpassingen in de fiscale behandeling van aanvullende oudedagsvoorzieningen en daarmee samenhangende fiscale regelingen wenselijk en mogelijk zijn met het oog op flexibilisering en individualisering".

De mate van variatie moet uiterlijk op de ingangsdatum van het pensioen vastgesteld zijn. De wetgever biedt de deelnemer in een pensioenregeling dus zowel een fiscaal als juridisch kader om de uitkeringsfase van het pensioen aan de individuele wensen aan te passen.

2.2.2 Ingangsdatum vervroegen of uitstellen

De Pensioenwet geeft deelnemers niet het recht om de ingangsdatum te vervroegen of uit te stellen, maar biedt daartoe wel de ruimte (zie Art. 62 Pensioenwet). De bepalingen in de pensioenovereenkomst zijn dus de juridische grondslag om het pensioen eerder of later in te laten gaan. Uitstel of vervroeging van de ingangsdatum heeft een hoger respectievelijk lager pensioen tot gevolg.

De wet op de Loonbelasting 1964 geeft in art. 18a, vierde lid, voorschriften wanneer het pensioen in moet gaan. De wet geeft vijf specifieke momenten waarop het pensioen uiterlijk in moet gaan, maar geeft geen minimumleeftijd waarop het in mag gaan. Als het pensioen eerder ingaat dan bij het bereiken van de 65-jarige leeftijd, wordt het pensioen herrekend volgens algemeen aanvaarde actuariële grondslagen. De effecten van de actuariële herrekening leiden er al snel toe dat er weinig overblijft van het oorspronkelijk beoogde pensioen (zie Dietvorst et al., 200x, blz. 70). In zekere zin is er dus sprake van een natuurlijke rem op het vervroegen van de ingangsdatum. Een vroegere pensioendatum dan 55 jaar is over het algemeen niet mogelijk (Commissie-Witteveen, 2004, blz. 19). Een van de aanbevelingen van de Commissie-Witteveen was om in de pensioenregeling vast te leggen dat het ouderdomspensioen tussen 55 en 70 jaar ingaat. Bij het vervroegen moeten de zogenoemde vervroegingsfactoren in acht worden genomen: bij vervroeging van de ingangsdatum

van het pensioen wordt de uitkering lager, omdat korter premie wordt betaald en omdat er een lagere periode uitgekeerd moet worden (volgens het principe van actuariële gelijkwaardigheid).⁶ Aan de mogelijkheid om de ingangsdatum uit te stellen, zijn grenzen. Zo moet het pensioen ingaan als de werknemer 70 jaar wordt of als het ouderdomspensioen de grens van 100 procent van het pensioengevend loon bereikt.

2.2.3 AOW-overbrugging

Daarnaast mogen mensen die het pensioen eerder dan hun 65e levensjaar in willen laten gaan – ten laste van de opgebouwde reserve voor het ouderdomspensioen – tot het bereiken van de 65-jarige leeftijd hun pensioen verhogen met een bedrag ter grootte van twee maal de AOW-uitkering voor gehuwden.⁷ Bij een klein pensioen en een lage pensioenleeftijd kan dit zelfs tot gevolg hebben dat er na 65 jaar niets of weinig meer resteert. Men bereikt dan een situatie die in de buurt komt van een gefaseerde afkoop (zie ook Bolderman, 2009). Dit is zeker het geval als de pensioeningangsdatum met toepassing van actuariële herrekening wordt vervroegd (zie hierna).

Deze in 2005 ingevoerde mogelijkheid voor AOW-overbrugging houdt verband met de mogelijkheid om te variabiliseren in de verhouding 100:75. Op grond van deze regeling geldt de voorwaarde dat de laagste uitkering in beginsel niet minder bedraagt dan 75 procent van de hoogste uitkering. Deze voorwaarde kan tot gevolg hebben dat slechts in zeer beperkte mate mogelijk is om het ouderdomspensioen vóór 65 jaar zodanig te verhogen dat

6 Als vuistregel geldt: ieder jaar vervroeging leidt tot een verlaging van de uitkering van acht procent.

7 Deze verruiming is ingevoerd met het Belastingplan 2006, Wet van 15 december 2005, Staatsblad 2005/683. Aanvankelijk was de AOW-overbrugging toegestaan tot een bedrag gelijk aan de AOW voor een gehuwde.

de tot het bereiken van de 65-jarige leeftijd te ontvangen pensioenuitkeringen even hoog zijn als in de periode daarna aan AOW en aanvullende pensioenuitkeringen wordt ontvangen. Daarom mag bij de toets van de hiervoor genoemde bandbreedte (100:75) een bedrag ter grootte van twee maal de AOW-uitkering voor gehuwden tot de 65-jarige leeftijd buiten beschouwing gelaten worden.⁸

2.2.4 Keuzemogelijkheden

De Pensioenwet bevat diverse keuzemogelijkheden om de uitkering te beïnvloeden. Het gaat dus om een wettelijk verankerd recht van de deelnemer in de pensioenregeling.

Keuzerecht uitruil partnerpensioen in ouderdomspensioen (art. 60 PW)

Een deelnemer in een pensioenregeling die voorziet in partnerpensioen, heeft het recht om – in elk geval op de datum waarop het pensioen in gaat of in kan gaan – het partnerpensioen om te ruilen voor een:⁹

- hoger ouderdomspensioen;
- eerder ingaand ouderdomspensioen; of
- hoger en eerder ingaand ouderdomspensioen.

8 Hierbij wordt verondersteld dat het ook is toegestaan dat niet voor variabelisering wordt gekozen en wel voor een AOW-overbruggingspensioen. De wettekst is op dit punt niet helder.

9 Het is dus ook mogelijk dat de pensioenovereenkomst de ruilmogelijkheid al eerder biedt, maar algemeen gebruikelijk is dat niet. Overigens is de pensioeningangsdatum het meest voor de hand liggende moment omdat men dan pas goed de situatie in beeld heeft.

De deelnemer heeft dit recht ongeacht of het in de pensioenovereenkomst is opgenomen. Omdat dit wettelijke keuzerecht alleen betrekking heeft op pensioen dat is opgebouwd vanaf 1 januari 2002, neemt de kracht van deze mogelijkheid nog toe. De deelnemer heeft alleen maar een wettelijk recht om het partnerpensioen om te ruilen voor een *eerder ingaand ouderdomspensioen* als de pensioenregeling voorziet in een eerdere ingangsdatum dan de standaardpensioendatum (zie Breuker, 2008, blz. 379).

*Keuzerecht uitruil ouderdomspensioen in partnerpensioen
(art. 61 PW)*

Voor de uitruil van een deel van het ouderdomspensioen in partnerpensioen heeft de deelnemer ten minste twee momenten: bij beëindiging van het deelnemerschap en met ingang van de datum waarop het ouderdomspensioen ingaat of in kan gaan. Het spreekt voor zich dat het moment van pensioeningang het meest voor de hand liggende moment is om een weloverwogen keuze te maken.

De omvang van de ruil is wel beperkt: het partnerpensioen mag na de ruil maximaal 70 procent bedragen van het pensioen dat na de ruil resteert. Deze beperking is opgenomen om calculerend gedrag van de deelnemer (minder goede gezondheid) te voorkomen (Breuker, 2008, blz. 394).

2.2.5 *Pensioenknip*¹⁰

De (tijdelijke) pensioenknip houdt verband met de financiële crisis.¹¹ Mensen die een pensioenregeling hadden op basis van een beschikbare premie en in 2008 of 2009 vanwege pensionering het beschikbare beleggingstegoed in die periode om moesten zetten in een levenslange pensioenuitkering, zouden door de daling van de beurskoersen fors lagere pensioenuitkeringen krijgen dan was beoogd. De pensioenknip is alleen van toepassing als de pensioendatum na 31 december 2008 ligt en het kapitaal nog niet is omgezet in een levenslange uitkering. Voorts moet de pensioendatum vóór 1 januari 2014 liggen. De tijdelijke uitkeringen moeten dus vóór 1 januari 2014 ingaan om van de knip gebruik te kunnen maken.¹²

Het beleggings- en conversierisico bij een beschikbare premie-regeling ligt geheel bij de deelnemer. Dit risico is kleiner wanneer wordt belegd op basis van het life-cycle-beleggen zoals bedoeld in art. 52 Pensioenwet. Omdat dit artikel pas recent in werking is getreden heeft het nog geen of onvoldoende effect kunnen sorteren.

Van een pensioenknip is sprake als de werknemer het op de pensioendatum uit een premie- of kapitaalovereenkomst

10 Zie voor een uitvoerige beschrijving "Pensioenknip verzacht pijn van dalende beurskoersen en rentestand" (Bolderman, 2009). Anders dan de titel van dit artikel doet vermoeden is het hoogst onzeker of de pijn wordt verzacht. Of dat zo is, is afhankelijk van de toekomstige ontwikkeling van de rente- en de beurskoersen.

11 De wettelijke basis is art. 2, negende en tiende lid van de Pensioenwet. De regeling is bedoeld als een tijdelijke regeling en geldt tot 2014. De regeling is ingevoerd nadat op 12 november 2008 door S. Blok aan de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid vragen waren gesteld over het gedwongen omzetten van het beleggingstegoed van een pensioenverzekering in een levenslange uitkering.

12 De wetgever achtte het niet nodig om een structurele pensioenknip in de wet op te nemen. Met name het life-cycle-beleggen beperkt het conversierisico.

beschikbaar komende pensioenkapitaal niet ineens, maar gefaseerd omzet in een pensioenuitkering. Omdat bij een kapitaalovereenkomst de deelnemer het risico van een lage rentestand loopt, geldt de pensioenknip ook voor kapitaalovereenkomsten. Het gaat hier dus om een gefaseerde annuïteit (zie ook paragraaf 4).

Het beschikbare beleggingstegoed/kapitaal wordt voor een deel gebruikt voor een direct ingaande, tijdelijke (maximaal vijf jaar) pensioenuitkering aan te kopen. Het restant wordt op een later tijdstip gebruikt voor de aankoop van een direct op de tijdelijke uitkering aansluitende, levenslange uitkering.

Het recht om op de pensioendatum het beschikbare vermogen/kapitaal gesplitst om te kunnen zetten, is verankerd in de Pensioenwet. De uitvoerder is dus verplicht mee te werken aan een knip. De gedachte achter de regeling is dat op die wijze pensioengerechtigden kunnen profiteren van stijgende beurskoersen en van een stijgende rente. De uitkering na knip is alleen dan hoger als de beurskoers c.q. rente stijgt.

2.2.6 *Indexering ingegane uitkeringen*

In het maatschappelijk verkeer is het gebruikelijk dat pensioenen worden geïndexeerd. Daarom is ook een indexatieclausule fiscaal geaccepteerd. In de regel gaat het om indexatie die is gekoppeld aan de loon- en prijsontwikkeling. Fiscaal is het toegestaan dat pensioenuitkeringen worden aangepast aan de loon- en prijsontwikkeling (art. 18d, eerste lid onderdeel a, Wet op de Loonbelasting 1964).

Bij bedrijfstaking- en ondernemingspensioenfondsen is indexering van de ingegane uitkeringen, ook wel toeslagverlening genoemd, algemeen gebruikelijk. Het is vormgegeven in de vorm van een voorwaardelijk recht dat van jaar tot jaar wordt toege-

kend en afhankelijk is van de resultaten van het pensioenfonds. Met de inwerkingtreding van de Pensioenwet is er een aantal wettelijke bepalingen dat over de toeslagverlening gaat.

Box 2.3 bepalingen toeslagverlening Pensioenwet

- a. Art. 21 Pensioenwet bepaalt onder meer dat de werkgever in de startbrief de deelnemer in de pensioenregeling moet informeren over de toeslagverlening.
- b. Art. 25 Pensioenwet regelt onder meer dat in de uitvoeringsovereenkomst de voorwaarden worden opgenomen waaronder toeslagverlening plaatsvindt.
- c. Art. 38 Pensioenwet bepaalt dat de pensioenuitvoerder jaarlijks aan de deelnemer informatie over de toeslagverlening verstrekt.
- d. Art. 40 Pensioenwet geeft het voorschrift dat aan ex-deelnemers een maal per vijf jaar informatie geven moeten worden over toeslagverlening. Voor de informatie over de toeslagverlening aan de ex-partner geldt art. 42.
- e. Art. 41 Pensioenwet informeert de ex-partner van de deelnemer over de toeslagverlening.
- f. Art. 43 en 44 gaat over de informatie die de pensioenuitvoerder aan de deelnemer moet verstrekken over de toeslagverlening aan de pensioengerechtigden.
- g. Art. 95 is cruciaal wat betreft de voorwaardelijkheid van de indexering. Een toeslag is alleen voorwaardelijk indien in de pensioenovereenkomst, het pensioenreglement, alle opgaven en informatieverstrekking door de pensioenuitvoerder een voorwaardelijkheidsverklaring is opgenomen.

Pensioenregelingen met een vaste stijging leveren ook fiscaal gezien geen bezwaar op, mits de stijging maar niet uitgaat boven de verwachte inflatie.

Omdat toekomstige loon- en prijsstijgingen onzeker zijn, verzekert vrijwel geen enkele verzekeringmaatschappij een pensioenregeling met een open indexatie. Verzekerde pensioenen met een vaste stijging komen wel voor (Van den Bosch, 2003).

Art. 58 Pensioenwet gaat over de gelijke behandeling van slapers en actieve deelnemers op het vlak van toeslagverlening. In hoofdlijn komt deze bepaling er op neer dat alle uitkeringen aan gepensioneerden bij het verlenen van toeslagen op dezelfde manier worden behandeld, ongeacht of iemand uit de actieve dienst is gepensioneerd of als slaper is gepensioneerd. Ook voor de verhoging van partnerpensioen van iemand die in actieve dienst overleed, en overige partnerpensioenen (bijzonder partnerpensioen, partnerpensioen slapers) geldt de gelijke behandeling.

2.3 Lijfrenten

Het is niet gebruikelijk in Nederland om in de derde pijler een lijfrente vorm te geven als een zuivere lijfrente.¹³ Gaat het om een lijfrente die is bedongen bij een levensverzekeringmaatschappij, dan gaat het in de opbouwfase doorgaans om een kapitaalverzekering met gerichte lijfrenteclausule.¹⁴ Treedt een bank op als contractpartner, dan gaat het om een geblokkeerde

¹³ Van een zuivere lijfrente is sprake wanneer van aanvang af de hoogte van de termijnen vaststaat en ook van wiens lijf de termijnen afhankelijk zijn. Een voorbeeld van een zuivere lijfrente is een recht op ouderdomspensioen in een uitkeringsovereenkomst als bedoeld in Art. 10 Pensioenwet.

¹⁴ Het kan hier zowel om een kapitaalverzekering in euro's gaan als om een beleggingsverzekering. "Gericht" duidt er op dat het lijf waarvan de lijfrentetermijnen te zijner tijd afhankelijk zijn bij aanvang van de overeenkomst is bepaald.

bankrekening. In beide gevallen moet het eindkapitaal worden gebruikt voor een levenslange lijfrente en/of een tijdelijke oudedagslijfrente.¹⁵ Het lijfrentecontract is dus vergelijkbaar met een DC-regeling in de tweede pijler, zeker als het gaat om een lijfrentecontract waarbij wordt belegd in aandelen. De fiscale definitie bepaalt dat het moet gaan om een periodieke uitkering. Uitkeringen in natura (woonruimte, dienstverlening) komen niet voor in Nederland. De fiscale definitie biedt er naar onze mening wel de ruimte voor.

De verzekeringnemer heeft op basis van de overeenkomst van levensverzekering het recht om de expiratiedatum uit te stellen of om te vervroegen. Dit is vergelijkbaar met het vervroegen of uitstellen van de pensioeningangsdatum in de tweede pijler. Uitstellen van de expiratiedatum kan niet onbepaald. De wet IB 2001 bepaalt dat een oudedagslijfrente levenslang moet zijn en uiterlijk in moet gaan in het jaar dat de verzekeringnemer 70 jaar wordt.¹⁶

Voor de uitkeringsfase zijn twee elementen uit de wettelijke definitie relevant:

1. Vast en gelijkmatig. De uitkeringen moeten vast en gelijkmatig zijn. In de praktijk zijn de lijfrentetermijnen die verzekeraars uitkeren, meestal tijdens de hele periode gelijk. Voor deze paper gaat het er om of, en zo ja in hoeverre, de uitkeringen kunnen variëren. Bij de vraag of variabele termijnen zijn toegestaan, is het uitgangspunt dat een stijging is toegestaan mits de hoogte van de uitkering is onttrokken aan de beïnvloeding van partijen.

15 De lijfrentedefinitie zoals opgenomen in art. 1.7 Wet inkomstenbelasting 2001 bepaalt onder meer dat een lijfrente niet kan worden afgekocht.

16 Art. 3.125, eerste lid, onderdeel a Wet inkomstenbelasting 2001.

- a. Een lijfrente waarvan de termijnen worden aangepast aan de geldontwaarding is toegestaan.
- b. Dit geldt ook voor lijfrentetermijnen met een vaste stijging, mits de stijging maar aansluit bij de verwachte inflatie.
- c. En ook voor lijfrentetermijnen waarbij de hoogte wordt aangepast aan de winstuitkeringen die de verzekeraar doet.¹⁷
- d. Het is ook toegestaan dat de hoogte van de lijfrentetermijnen ten tijde van de expiratie van het verzekerde kapitaal voor de eerste tien jaar wordt vastgesteld. Na verloop van die periode wordt de hoogte van de termijnen voor de komende jaren vastgesteld op basis van de dan geldende rentestand.¹⁸
- e. Fiscaal wordt een lijfrente waarvan de uitkeringen niet in geld zijn vastgesteld maar in aandelen (unit-linked lijfrenten) gelijkgesteld met vaste en gelijkmatige uitkeringen.¹⁹ Lijfrentetermijnen waarvan de hoogte afhankelijk is van de waardeontwikkeling van onderliggende beleggingen, zijn – anders dan bij werknemerspensioen – wel mogelijk.²⁰ Een uitkering in units is dus mogelijk. De wetgever stelt een lijfrente waarvan de uitkeringen zijn ingegaan en waarvan de hoogte van de uitkeringen niet voor de gehele uitkeringsperiode in geldeenheden is vastgesteld, onder voorwaarden gelijk aan een lijfrente. De Uitvoeringsregeling inkomstenbelasting 2001 geeft uitvoeringsvoorschriften voor de praktijk.

17 Lijfrente-uitkeringen waarvan de hoogte wordt bepaald aan de hand van de ontwikkeling van de AEX kwalificeren in fiscale zin als lijfrente.

18 Vergelijkbaar met de later ingevoerde pensioenknip bij werknemerspensioen.

19 Art. 1.7 jo. Art. 2a,2b en 45b Uitvoeringsregeling IB 2001.

20 Art. 1.7 derde lid Wet IB 2001 stelt aanspraken op periodieke uitkeringen waarvan de uitkeringen zijn ingegaan en waarvan de hoogte van de uitkeringen niet voor de gehele uitkeringsperiode in geldeenheden is vastgesteld, gelijk met aanspraken op vaste en gelijkmatige periodieke uitkeringen indien de aanspraken en uitkeringen voldoen aan bij ministeriële regeling te stellen regels.

2. Uiterlijk eindigen bij overlijden. De uitkeringen moeten uiterlijk eindigen bij overlijden. Dit betekent dat de uitkeringen ook eerder mogen eindigen. In dat geval spreekt men van een tijdelijke lijfrente. De Wet IB 2001 geeft de mogelijkheid c.q. de verplichting om het verzekerde kapitaal aan te wenden voor een levenslange en/of een tijdelijke oudedagslijfrente. Gaat het om een oudedagslijfrente die wordt bedongen bij een levensverzekeraar, dan eindigen de termijnen uitsluitend bij het overlijden van de gerechtigde. Gaat het om een lijfrente die wordt bedongen bij een bank, dan lopen de termijnen ten minste twintig jaar.²¹

Deze tijdelijke oudedagslijfrente mag in combinatie met de levenslange lijfrente worden bedongen, maar het verzekerde kapitaal mag ook alleen worden gebruikt voor de tijdelijke oudedagslijfrente. De wet stelt grenzen aan de tijdelijke oudedagslijfrente. Zo moeten de termijnen ten minste vijf jaar lopen, niet eerder ingaan dan in het jaar waarin de verzekeringnemer/begunstigde 65 jaar wordt, niet later dan in het jaar waarin men 70 jaar wordt. Bovendien mogen de termijnen niet meer bedragen dan € 20.097 (2009) per jaar. Op deze manier kan men de lijfrente aanpassen aan de individuele wensen. De tijdelijke oudedagslijfrente vertoont gelijkenis met de variabiliseringsmogelijkheid (100:75) in de tweede pijler.

In de praktijk overheersen tijdelijke lijfrenten.²² Dat is logisch. De termijnen van een tijdelijke lijfrente zijn altijd hoger dan die van een levenslange. De kans op kapitaalverlies bij overlijden wordt dan geminimaliseerd. Als de lijfrente de enige

21 De wetgever heeft de eis van levenslang voor de bancaire lijfrente vertaald in minimaal 20 jaar.

22 Het Centrum voor Verzekeringsstatistiek van het Verbond van Verzekeraars maakt geen onderscheid tussen tijdelijke en levenslange lijfrenten.

aanvullende lijfrente is, kiezen mensen mogelijk voor een combinatie van een tijdelijke en een levenslange lijfrente. AOW-overbrugging is niet (meer) mogelijk.²³ Tot de afschaffing van de overbruggingslijfrente in 2005 was het mogelijk om het verzekerde kapitaal aan te wenden voor een overbruggingslijfrente die eindigde bij het bereiken van de 65-jarige leeftijd van de verzekerde.²⁴

2.3.1 Keuzemogelijkheden

Zoals opgemerkt gaat het bij lijfrente in de derde pijler in de opbouwfase doorgaans om een kapitaalverzekering met lijfrenteclausule. Dit betekent dat de verzekerde op de expiratiedatum het verzekerde kapitaal aan moet wenden voor een toegestane lijfrente. De verzekeringnemer heeft het recht om de expiratedatum te vervroegen en uit te stellen. De oudedagslijfrente moet uiterlijk ingaan in het jaar waarin de verzekerde 70 jaar wordt. Dit is vergelijkbaar met de fiscale eis aan de ingangsdatum van het ouderdomspensioen.

De financiële gevolgen zijn in beginsel gelijk aan het vervroegen en uitstellen van de ingangsdatum van werknemerspensioen. Een levenslange, een tijdelijke oudedagslijfrente en een nabestaandenlijfrente kwalificeren als lijfrente. Een combinatie van toegestane lijfrenten is mogelijk. Het is ook mogelijk op de expiratiedatum een levenslange lijfrente te combineren met

²³ Tegelijkertijd met de afschaffing van de fiscale faciëring van de VUT en het prepensioen is de overbruggingslijfrente afgeschaft. Zou dat niet gebeurd zijn dan zou de overbruggingslijfrente een alternatieve route zijn om met fiscale steun toch eerder te kunnen stoppen met werken.

²⁴ Deze mogelijkheid bestaat nog wel voor op 31 december 2005 opgebouwde rechten die corresponderen met vóór 1 januari betaalde premies (art. 10a Wet IB 2001). De afschaffing van de overbruggingslijfrente houdt verband met de afschaffing van de fiscale faciëring van VUT en prepensioen voor werknemerspensioen.

een tijdelijke oudedagslijfrente. Ook kan na het overlijden van de verzekerde afgesproken worden dat de termijnen overgaan op de partner. Een levenslange lijfrente kan dus gecombineerd worden met een tijdelijke oudedagslijfrente en een nabestaandenlijfrente. De facto is dit vergelijkbaar met de keuzerechten en variabiliseringsmogelijkheid die een deelnemer in een pensioenregeling in de tweede pijler heeft. Er zijn echter ook verschillen. Zo is AOW-overbrugging bij ingang van de lijfrentetermijnen vóór 65 jaar niet mogelijk. De verzekeringnemer van een lijfrente heeft bij het maken van keuzes alleen te maken met de uitvoerder van de lijfrente, omdat er geen sprake is van een driehoeksverhouding.²⁵

2.3.2 Lijfrenteknip

Bij lijfrenten is het aanbrengen van een knip al langer gebruikelijk dan bij pensioenen. Het idee om bij lijfrenten in de uitkeringsfase een knip aan te brengen, is ook ingegeven door de lage rentestand op het moment dat het verzekerde kapitaal moet worden aangewend voor een levenslange lijfrente. Een geknipte lijfrente bestaat uit twee delen. De levenslange lijfrente wordt onderverdeeld in de eerste tien jaar en in de periode daarna. Na tien jaar wordt de hoogte van de termijnen aangepast aan de dan geldende rentestand. Is de rente hoger, dan zijn de termijnen ook hoger. Is de rentestand lager, dan worden de termijnen verlaagd. Deze geknipte lijfrente is niet in strijd met de fiscale eis van "vast en gelijkmatig."²⁶

Bedingt iemand een levenslange lijfrente en komt hij te overlijden, dan volgen er geen uitkeringen meer. Het idee is als volgt:

25 De Pensioenwet is niet van toepassing. Omdat er geen werkgever is, is er een directe relatie tussen de verzekeringnemer en de uitvoerder van de lijfrente.

26 Besluit van de Staatssecretaris van Financiën van 3 juni 2008, nr. CPP2008/287M, Stcrt. 112, punt 2.2.3.

op de einddatum van de kapitaalverzekering met lijfrenteclausule bedingt men voor een deel van het verzekerde kapitaal een tijdelijke lijfrente. Het restant wordt gebruikt voor een nieuwe kapitaalverzekering met lijfrenteclausule waarvan de einddatum aansluit bij de einddatum van de eerder bedongen tijdelijke lijfrente.²⁷

2.4 Samenvatting en conclusie

- a. De Pensioenwet en de Wet op de Loonbelasting bieden deelnemers in een pensioenregeling voldoende mogelijkheden om in de uitkeringsfase het uitkeringsmoment en de hoogte aan te passen aan individuele wensen. Om die rechten uit te kunnen oefenen, moet de pensioenovereenkomst die ruimte wel bieden.
- b. De voorwaardelijke toeslagverlening is in de Pensioenwet met zorg vormgegeven, maar geeft geen zekerheid dat de uitkeringen inderdaad worden geïndexeerd en zo ja, in welke mate.
- c. De fiscale wetgever legt niets in de weg van een vaste, voorwaardelijke of onvoorwaardelijke indexering.
- d. De tijdelijke regeling voor het aanbrengen voor een pensioenknp is zowel fiscaal als juridisch ingebed.
- e. Het fiscale kader voor lijfrenten biedt minder ruimte voor flexibilisering dan bij het werknemerspensioen mogelijk is. Het is niet mogelijk om bij ingang van de lijfrentetermijnen vóór 65 jaar een tijdelijke lijfrente te bedingen om de AOW te overbruggen. Wat betreft indexering van ingegane lijfrenteutkeringen legt de fiscale wetgever de verzekeringnemer niets in de weg.

27 Het lijfrenteregime zoals dat gold vóór 1992 gaf meer vrijheid in de keuze van de soort lijfrente. Dit regime geldt nog steeds voor lijfrentepolissen tegen koopsom die op 31 december 1991 bestonden en voor premiebetalende lijfrenteverzekeringen die zijn afgesloten vóór 16 oktober 1990.

3. De wetenschappelijke literatuur over annuïteiten

3.1 Inleiding

De vraag hoe opgebouwde pensioenrechten het best kunnen worden uitgekeerd is ook in de wetenschappelijke literatuur uitgebreid besproken. In deze paragraaf vatten we de belangrijkste conclusies van de beschikbare literatuur samen.

De opbouw van deze paragraaf is als volgt: in paragraaf 3.2 gaan we allereerst in op twee belangrijke voordelen van een periodieke uitkering bij leven. Het eerste voordeel is dat ook bij overleven tot hoge leeftijd inkomen verzekerd is. Het tweede belangrijke voordeel is dat het te behalen rendement op een periodieke uitkering aan overlevenden hoger kan zijn dan wanneer ook erfgenamen van overledenen een uitkering ontvangen. In paragraaf 3.3 komen de belangrijkste nadelen van een nominale periodieke uitkering bij leven aan de orde. We behandelen onder meer de kosten van annuïtaire producten, de inflexibiliteit van de annuïteit, het gebrek aan bescherming tegen inflatierisico, het niet kunnen profiteren van beleggen in zakelijke waarden, en het feit dat het pensioenvermogen dan niet bijdraagt aan de erfenis. Een belangrijke overweging om regelgeving te bepleiten die periodieke uitkeringen bij leven bevordert of voorschrijft, is dat mensen tegen zichzelf in bescherming genomen moeten. Deze overweging komt in paragraaf 3.4 aan de orde.

Box 3.1 Individueel langlevensrisico en stijgende levensverwachting

De term langlevensrisico wordt vaak gebruikt om twee verschillende begrippen aan te duiden. Allereerst wordt langlevensrisico vaak gebruikt om onzekerheid over de individuele levensduur aan te duiden. Ook als de 'algemene levensver-

wachting' constant zou zijn, is onzekerheid over de individuele levensduur van groot belang voor een individu en kunnen annuïtaire uitkeringen gebruikt worden om zich financieel in te dekken tegen het risico dat men heel oud zou worden. Daarnaast wordt het begrip langlevensrisico vaak gebruikt om de ontwikkeling in de levensverwachting van een populatie aan te duiden. Door gezondere leefgewoontes, betere voeding en betere gezondheidszorg stijgt de levensverwachting grofweg een jaar per tien jaar. Annuïtaire uitkeringen dekken ook dit risico voor de begunstigde af. Voor de aanbieder van de annuïteit (pensioenfonds of verzekeraar) is er wel een belangrijk verschil tussen beide vormen van langlevensrisico. Het individuele langlevensrisico is een verzekeringsrisico dat wegmiddelt in een voldoende grote populatie. Een stijgende levensverwachting middelt daarentegen niet uit en leidt tot een kostenstijging voor de aanbieder.

3.2 De klassieke argumenten voor periodieke uitkeringen tot overlijden

In veel landen, zeker in Europa, bestaat regelgeving die het uitkeren van pensioen als periodieke uitkering tot overlijden (annuïteit) voorschrijft of tenminste stimuleert via de belastingwetgeving (zie Maurer en Somova, 2009).

Een eerste argument dat pleit voor een dergelijke regelgeving is dat een annuïteit het mogelijk maakt voor een individu om een bepaald inkomensniveau bij leven te verzekeren en zich daarmee in te dekken tegen onzekerheid in de datum van overlijden. Als dergelijke financiële producten niet beschikbaar zouden zijn en ook andere bronnen van inkomensvoorziening of zorg op hoge

leeftijd buiten beschouwing worden gelaten, loopt een individu het risico om op hoge leeftijd in zeer armoedige omstandigheden te moeten leven.

Een tweede argument om periodieke uitkeringen tot overlijden te stimuleren, is dat het te behalen rendement op een dergelijk financieel product dat alleen bij leven wordt uitgekeerd hoger kan zijn dan wanneer ook aan erfgenamen van overledenen uitkeringen worden gedaan. Een annuïteit kan gezien worden als een participatie in een beleggingsfonds waarin in geval van overlijden de middelen niet toevallen aan de erfgenamen maar aan de andere deelnemers in het fonds. Als gevolg daarvan is er ruimte om de overlevenden een extra rendement uit te keren, dat bekend staat als de "mortality credit".

Het welvaartseffect van het tenminste aanhouden van een deel van het totale vermogen in de vorm van een annuïteit kan zeer aanzienlijk zijn. Een in de wetenschappelijke literatuur veel gebruikte maat voor het welvaartsverlies als gevolg van suboptimale keuze van de decumulatie strategie is de afname in het equivalente consumptieniveau. De welvaartswinst als gevolg van het volledig uitkeren van het pensioenvermogen als annuïteit ten opzichte van het niet afdekken van het langlevensrisico wordt door Mitchell et al. (1999) ingeschat op meer dan 50 procent²⁸. Daarbij moeten we ons wel realiseren dat het gaat om het vergelijken van een situatie waarin het totale vermogen al dan niet wordt afgedekt tegen langlevensrisico. Vaak zal al vastliggen dat een belangrijk deel van het totale vermogen als periodieke uit-

²⁸ Uiteraard hangt het precieze percentage af van nadere veronderstellingen over de nutsfunctie en de risico's. Mitchell et al. (1999) zien bijvoorbeeld af van exogene bestedingsschokken en van een voorkeur om erfenissen na te laten. Zie ook paragraaf 3.3.

kering zal worden uitgekeerd, bijvoorbeeld in de vorm van eerste pijler pensioen of bijstand. De relevantere vergelijking is dan ook die tussen een situatie waarin bijvoorbeeld de helft van het pensioenvermogen als periodieke uitkering wordt uitgekeerd en die waarin dat vrijwel volledig gebeurt. Mitchell e.a. (1999) schatten in dat ook de welvaartseffecten daarvan al snel meer dan tien procent bedragen.

Davidoff, Brown en Diamond laten zien dat onder een aantal veronderstellingen het volledig omzetten van pensioenvermogen in periodieke uitkeringen tot overlijden steeds optimaal zal zijn (Davidoff, 2005). Zij veronderstellen daartoe allereerst dat geen belang wordt gehecht aan het nalaten van erfenissen en dat de periodieke uitkeringen actuariael fair zijn (zie paragraaf 3.3). De sterkste veronderstelling die gemaakt wordt, is dat elk financieel product waarin de deelnemer zou willen participeren ook beschikbaar is in annuïtaire vorm, zodat ervoor gekozen kan worden dat de cash flows van de hele pool van participanten genomen worden door overlevenden. Aan de voorwaarden waarop de aanbeveling voor volledig periodieke uitkeringen tot overlijden is gebaseerd, zal dus veelal niet zijn voldaan.

3.3 De potentiële nadelen van periodieke uitkeringen tot overlijden

In de wetenschappelijke literatuur is ook een aantal potentiële nadelen van periodieke uitkeringen tot overlijden te vinden:

1. Kosten van annuïtaire producten
2. Inflexibiliteit van de periodieke uitkeringen
3. Belang van erfenissen
4. Gebrek aan bescherming tegen inflatierisico
5. Gebrek aan participatie in beleggingsrisico's

Het aanbieden van een periodieke uitkering tot overlijden door een financiële instelling brengt kosten met zich mee. Allereerst moeten we denken aan de kosten van marketing en administratie. Minstens zo belangrijk is het gevaar van adverse selectie. Hiervan is sprake als juist diegenen de periodieke uitkering afsluiten, die naar verwachting lang zullen leven. Financiële instellingen die de uitkering aanbieden moeten zich hiertegen wapenen door een kostenopslag te hanteren of de sterftekansen waarmee gewerkt wordt aan te passen. De uitkering is dan niet meer actuaireel fair in de zin dat de kosten van het verzekeren van het langlevensrisico voor elke potentiële klant precies samenvallen met de marktwaarde van die toezegging. Als de kostenopslag erg groot wordt, kan het effect daarvan de eerdere genoemde voordelen van periodieke uitkering tot overlijden domineren. Wel is bekend dat ook actuaireel onfaire verzekeringen aantrekkelijk kunnen zijn voor deelnemers die niet op andere wijze hun langlevensrisico kunnen afdekken.

Een tweede bezwaar tegen periodieke uitkeringen tot overlijden, is dat geen extra liquiditeit kan worden vrijgemaakt uit deze uitkering als daar aanleiding toe zou zijn. Annuïtaire uitkeringen kunnen immers niet of nauwelijks worden afgekocht, omdat nauwelijks geloofwaardig kan worden beargumenteerd dat een behoefte tot afkopen niet veroorzaakt wordt door een lagere inschatting van zijn overlevingskansen door de verzekeringnemer. Met name voor deelnemers die voor hoge onverwachte kosten komen te staan (gezondheidskosten of kosten van duurzame con-

sumptiegoederen) kan dit een belangrijk bezwaar zijn van periodieke uitkeringen tot overlijden²⁹.

Een derde bezwaar is dat periodieke uitkeringen tot overlijden niet aantrekkelijk zijn als mensen veel belang hechten aan het nalaten van een erfenis aan goede doelen of aan kinderen. Het wezenskenmerk van deze producten is immers dat cash flows ten goede komen aan overlevenden in de pool, niet aan erfgenamen. Het is bekend dat ouderen vaak aanzienlijke vrij beschikbare vermogens aanhouden wat suggereert dat het nalaten van een erfenis voor hen belangrijk is. De welvaartseffecten van een preferentie voor erfenissen en de keuze voor periodieke uitkeringen zijn onder meer becijferd door Mennens (2009). Als de preferentie voor erfenissen sterk is, kan het volledig omzetten van het vermogen in periodiek inkomen tot overlijden leiden tot welvaartsverliezen in de orde van grootte van wel twintig procent. Het is dan belangrijk een deel van het vermogen beschikbaar te houden als uitkering aan erfgenamen. De optimale vormgeving van variabele (risicodragende) annuïteiten kan ook worden gezien vanuit andere maatstaven. Rivera Rozo (2009) analyseert de toegevoegde waarde van variabele annuïteiten op basis van de volatiliteit die toevoeging ervan heeft op de uiteindelijke pensioenuitkomsten.

Andere bezwaren tegen een periodieke uitkering tot overlijden zijn afhankelijk van de vorm van periodieke uitkeringen die beschikbaar zijn. Veelal zijn alleen nominale annuïteiten

29 Merk op dat in deze redenering impliciet verondersteld wordt dat vrijwel alle inkomen uit de annuïteit elke periode wordt geconsumeerd. Uiteraard kan een deelnemer er ook voor kiezen een deel van de periodieke uitkering te sparen en zo vrij vermogen op te bouwen. Dit bezwaar van het uitkeren van pensioen als periodieke uitkering kan dan worden vermeden (zie bijvoorbeeld Peijnenburg, Nijman en Werker (2009)).

beschikbaar, bijvoorbeeld ook in de derde pijler in Nederland. Dat betekent dat inflatierisico de koopkracht van de uitkering kan aantasten. Een waarde vaste uitkering (reële annuïteit) is aantrekkelijker voor de deelnemer die jaarlijks tot overlijden over ongeveer eenzelfde inkomen wil kunnen beschikken. Nominale annuïteiten leiden er ook toe dat na het omzetten in een periodieke uitkering het inkomen niet meer in aandelen is belegd en dus een verwachte groei in vermogen niet wordt gerealiseerd. Omdat doorgaans sprake is van heel lange looptijden na het afsluiten van de periodieke uitkering, kan het verwachte rendement dat niet behaald wordt aanzienlijk zijn. Dit is te voorkomen door uit te gaan van zogenaamde variabele annuïteiten waarbij de hoogte van de uitkering afhankelijk is van de ontwikkeling op aandelenmarkten. Koijen, Nijman en Werker (2009a en 2009 b) presenteren resultaten voor het welvaartsverlies als alleen nominale uitkeringen tot overlijden beschikbaar zijn. Het welvaartsverlies kan gemakkelijk oplopen tot meer dan tien procent. De auteurs laten ook zien dat het beleggen in aandelen en inflatierelateerde obligaties aantrekkelijker kan zijn dan om dat niet te doen, maar het langlevensrisico af te dekken met nominale uitkeringen.

3.4 Vrije keuze voor periodieke uitkeringen?

Mensen die de keus hebben tussen het zelf beheren van hun pensioenvermogen of het om te zetten in pensioeninkomen, kiezen zelden voor pensioeninkomen (Hu and Scott, 2007). Dat is een bekend gegeven. In die gevallen waarin de in paragraaf 3.2 en 3.3 besproken afweging tussen voor en nadelen van periodieke uitkeringen de voordelen overheersen, is hier een sterk argument voor de regelgever beschikbaar om het opnemen van tenminste een deel van het pensioenvermogen als periodieke uitkering

te stimuleren. Naast fiscale prikkels kan gedacht worden aan aanbevelingen of keuzes die worden gemaakt als men niet zelf andere keuzes maakt (defaults). Bekend is dat ook bij de keuze om wel of juist niet voor een periodieke uitkering te kiezen, de default erg belangrijk is (Beshears et al, 2008). Uiteraard kan ook voor verplichtstelling gekozen worden (zoals nu in Nederland het geval is).

Bij het relateren van de literatuur aan beleidsvragen moeten we overigens benadrukken dat de regelgeving die in dit paper geanalyseerd wordt, maar een deel van het pensioenvermogen betreft. Vrijwel altijd zal immers een deel van het pensioenvermogen van nature als annuïteit wordt uitgekeerd, bijvoorbeeld als eerste pijler pensioen of als uitkering van een (DB) regeling waarbij jaarlijks een recht op inkomen tot overlijden wordt opgebouwd. Ook bijstandsvorzieningen zijn als annuïteit te karakteriseren.

4. De markt voor annuïteiten

Annuïteiten spelen zowel binnen de tweede als derde pijler een belangrijke rol in de theoretische decumulatiediscussie. Met name in de Verenigde Staten (VS) en het Verenigd Koninkrijk (VK), waar de markt voor annuïteiten verhoudingsgewijs nog beperkt is, gaat deze rol naar verwachting in de nabije toekomst aanzienlijk groeien (OECD, 2008). Het snel groeiende percentage DC-pensioenregelingen biedt hier een toenemende groep (aankomend) gepensioneerden immers de individuele vrijheid in het aanwenden van het opgebouwde pensioenkapitaal.

Annuïteiten zijn er in vele varianten. Ze kunnen worden aangekocht in de vorm van direct ingaande annuïteiten op de pensioendatum of in de vorm van uitgestelde annuïteiten tijdens de opbouwfase van het pensioen. Ook zijn er variaties in uitkeringspatronen, garantiestellingen en uitkeringsmogelijkheden bij vooroverlijden. Grofweg kunnen we een verdeling maken in twee groepen: ten eerste de direct ingaande annuïteiten met daarbinnen weer vele varianten. Ten tweede de gegarandeerde uitgestelde annuïteiten die met name in de DB-regelingen worden gehanteerd. In deze paragraaf besteden we aandacht aan direct ingaande annuïteiten (traditionele en vernieuwde vormen). Ook belichten we de vraag- en aanbodmarkt van direct ingaande annuïteiten.

4.1 Traditionele annuïteiten

Traditioneel werden annuïteiten veelal aangekocht in de vorm van een direct ingaande levenslange gelijkblijvende uitkering op één of twee levens, eventueel aangevuld met een vorm van winstdeling. Een overzicht:

- *Gelijkblijvende annuïteit op een leven*: verzorgt een constante stroom uitkeringen gedurende het resterende leven van de gepensioneerde en biedt hierdoor als groot voordeel dat deze beschikt over een gewaarborgde levenslange inkomensstroom. De gepensioneerde loopt geen risico zijn overall kapitaalcapaciteit te overleven. Met andere woorden: een annuïteit moet in dit kader een hogere levenslange uitkeringsstroom genereren dan een alternatief vanuit andere kapitaalsbronnen met dezelfde bijbehorende risico en rendementskarakteristieken.
- *Annuïteit op twee levens of overlevingsannuïteit*: hierbij wordt uitgekeerd aan de gepensioneerde en diens partner zolang een van beiden in leven is. Na overlijden van de gepensioneerde wordt de uitkering veelal verlaagd met een percentage van dertig procent. Deze annuïteitvorm komt tegemoet aan de bezorgdheid van veel aankomende gepensioneerden om kort na de aankoop ervan te overlijden, met als gevolg kapitaalverlies voor de nabestaanden.
- *Winstdelende annuïteit*: hierbij wordt de hoogte van de uitkering gekoppeld aan het bedrijfsresultaat van de betreffende verzekeringsmaatschappij. Normaliter bestaat de uitkering hierdoor uit twee onderdelen: een minimumuitkering die verhoogd kan worden met een resultaatafhankelijke toeslag.

4.2 Afnemers van een annuïteit

Onderzoek in het VK toont aan dat een pensioenuitkering in de vorm van een annuïteit, als vast inkomenselement ter dekking van vaste uitgaven, tegemoet komt aan de wens van een grote groep gepensioneerden (HM Treasury UK, 2006). De simpelheid, het gegarandeerde karakter en het beperkte risicoprofiel worden als ideale componenten van dit type producten gezien. Duidelijk is dat consumenten over het algemeen – en (aankomend) gepen-

sioneerden in het bijzonder – een beperkte inschatting kunnen maken van hun eigen levensverwachting. De trend van de overall stijgende levensverwachting is hen vaak bekend, maar het besef wat de gevolgen zijn voor hun individuele levensverwachting is veel minder aanwezig. Onderzoek in het VK toont aan dat men individueel verwacht net zo lang te leven als de vorige generatie (CRIS, 2005). Op grond hiervan onderschatten mannen van 60 jaar hun individuele levensverwachting met circa drie jaar, terwijl dit voor vrouwen van die leeftijd circa viereneenhalf jaar bedraagt. De aankoop van een levenslange annuïteit kan de gepensioneerde beschermen tegen dit soort inschattingsrisico's en tegen de mogelijkheid dat zij langer leven dan gemiddeld.

Naast de belangrijke voordelen van een annuïteit is in paragraaf 3.3 ook een aantal potentiële nadelen naar voren gekomen. De consument blijkt veelal ook om andere redenen kritisch tegenover annuïteiten te staan. Ook in de wetenschappelijke literatuur is inmiddels veel aandacht voor de verklaring van de feitelijke keuze van consumenten die verder gaat dan de verklaringen uit paragraaf 3.3 die uitgaan van rationeel handelende consumenten (zie bijvoorbeeld Brown et al., 2008). Als additionele redenen hiervoor worden onder andere genoemd:

- mogelijkheid tot kapitaalverlies bij vroegtijdig overlijden;
- vermeende hoge kostenopslagen;
- beperkte flexibiliteit;
- gebrek aan transparantie;
- ondeugdelijke advisering.

Een recent onderzoek van DWP (2007) stelt dat de kritische houding van consumenten voor een belangrijk deel veroorzaakt wordt door hun beperkte kennis van annuïteiten in het algemeen en

van de prijsstelling hiervan in het bijzonder. Zo is de recente stijging van de tarieven voor annuïteiten gemeengoed, maar de oorzaak hiervan – een structureel lage rente en een consequente toename van de gemiddelde levensverwachting – veel minder. Hierdoor worden annuïteiten snel bestempeld als producten met een laag rendement.

Met name de rentestand vormt een zeer bepalende factor voor het aankooptarief van een annuïteit. Hierbij speelt een juiste timing van de aankoop een zeer belangrijke rol. De fluctuaties in rentestand veroorzaken immers volatiliteit in de prijsstelling van een annuïteit, waardoor er sprake is van een aanzienlijk conversierisico. Dit veroorzaakt terughoudendheid bij aankomend gepensioneerden met betrekking tot de conversie van opgebouwd pensioenkapitaal in een annuïteit.

Langetermijnanalyses van de rentestand bij aankoop van een annuïteit, uitgaande van eenzelfde koopsombetaling, tonen aan dat de verhouding tussen de laagste en de hoogste maandelijkse annuïteit over een periode van twintig jaar 1:2 kan zijn. Daarnaast kunnen incidentele scherpe fluctuaties in rentepercentages binnen korte periodes grote schommelingen in de prijsstelling van een annuïteit veroorzaken (Watson Wyatt, 2008).

Overigens is met innovaties en uitbreiding van annuïteitvormen, die hieronder nader worden behandeld, reeds tegemoet gekomen aan een groot aantal van eerder genoemde kritiekpunten.

4.3 Vernieuwde annuïteitproducten

De afgelopen decennia is er met name in het VK en de VS naast traditionele annuïteiten een breed scala van nieuwe vormen ontstaan. Deze producten beantwoorden aan de groeiende behoefte naar meer flexibiliteit en keuzemogelijkheden. De nieuwe gene-

raties aankomend gepensioneerden zijn op basis van de vergrijzing omvangrijker en ook welvarender dan vorige. Daarnaast bestaat er binnen deze generatie een grotere verscheidenheid aan levensstijlen en gewenste flexibiliteit van de pensionering. Deze groep wenst vaak ruimere beleggingsmogelijkheden om de uitkeringen uit een annuïteit enigszins in lijn te laten lopen met stijgende kosten voor levensonderhoud. Aan de andere kant bestaat er, gelet op de volatiliteit van de aandelenmarkten, ook behoefte aan bescherming van opgebouwd kapitaal middels garanties. Een overzicht van de nieuwe producten:

- *Inflatiegerelateerde annuïteit*: de jaarlijkse uitkering wordt verhoogd op basis van de toename van een specifiek prijs-indexpercentage. Een nadeel van een nominale annuïteit is immers dat gepensioneerden bloot staan aan inflatiegevaar. Het gevolg: reële uitholling van hun annuïtaire uitkeringen en daardoor verlaging van de levensstandaard. Het inflatiegevaar wordt overigens groter door de structurele toename van de gemiddelde levensverwachting van gepensioneerden waardoor de decumulatieperiode verlengd wordt (EACG, 2009). Inflatiegerelateerde annuïteiten bieden hiertegen gedeeltelijke bescherming. Maar er zijn ook nadelen omdat, uitgaande van dezelfde koopsomstorting, de uitkering lager is dan bij een gelijkblijvende annuïteit.
- *Variabele annuïteit*: dit product werkt functioneel op dezelfde wijze als de gelijkblijvende annuïteit. Verschil is dat in de basis de hoogte van de uitkeringen varieert, omdat deze afhankelijk zijn van de waardeontwikkeling van de onderliggende beleggingen waarvan de samenstelling door de gepensioneerde kan worden bepaald. De uitkeringshoogte wordt daarbij initi-

eel bepaald op basis van een verondersteld rendement op de onderliggende beleggingen.

- *Variabele annuïteit met garantie*: verdere productontwikkeling op het gebied van variabele annuïties heeft geleid tot zogenoemde *equity linked* annuïteitproducten. Binnen deze producten wordt via een optieconstructie gestreefd naar een optimale risico-rendementsverhouding. Dit houdt praktisch in dat circa negentig procent van de oorspronkelijke premie wordt geïnvesteerd in een traditionele nominale vaste annuïteit en de resterende tien procent in call opties (Mitchell et al., 2002). Op basis van deze constructie krijgt de gepensioneerde steeds een gegarandeerd bodembedrag uitgekeerd met daarnaast de mogelijkheid extra rendement te maken. Er zijn overigens diverse garantievormen mogelijk.
- *Verbeterde annuïteit*: deze biedt de mogelijkheid om gedurende de uitkeringsperiode een gedeelte van de toekomstige uitkeringen in de vorm van een bedrag ineens uitgekeerd te krijgen. Dit gebeurt in de vorm van een eenmalige opname van bijvoorbeeld twintig procent van de op dat moment aanwezige waarde van resterende uitkeringen. Na deze opname worden de toekomstige uitkeringen verlaagd met twintig procent. Deze vorm komt tegemoet aan zowel de behoefte aan liquiditeit van veel gepensioneerden als de wens tot flexibilisering van uitkeringspatronen (Watson Wyatt, 2008).
- *Gefaseerde annuïteit*: hierbij wordt het opgebouwde pensioenkapitaal gefaseerd omgezet in een annuïteit. Door deze spreiding kan het risico van een lage rentestand op conversiedatum beperkt worden. De fasering biedt ook de mogelijkheid om de hoogte van de totale uitkering te variëren en aan te passen aan het betreffende percentage parttime pensionering.

- *Impaired life annuïteit*: hierbij worden hogere uitkeringen aangeboden aan gepensioneerden met zeer ernstige medische aandoeningen. De werkelijke hoogte van de uitkering wordt afhankelijk gesteld van de ziektevorm en de ernst van de aandoening. Deze verhoogde uitkeringen worden gebaseerd op de kortere prognoses betreffende de individuele levensverwachting.
- *Advanced life deferred annuïteit*: bij deze uitgestelde annuïteitvorm starten de uitkeringen aan de gepensioneerde pas wanneer deze de leeftijd van 80 of 85 jaar heeft bereikt. Afhankelijk van de leeftijd bij aankoop kan door de (aankomend) gepensioneerde een gedeelte (tien tot dertig procent) van het opgebouwde pensioenkapitaal besteed worden aan deze uitgestelde annuïteit. In wezen is deze vorm puur een verzekeringscontract ter dekking van het langlevenrisico van de gepensioneerde wanneer deze door lang in leven te blijven zijn overall kapitaalcapaciteit 'overleeft'.

Bovenstaand overzicht toont de grotere variatie en flexibiliteit binnen de nieuwe annuïteitvormen. Met name de mogelijkheid tot fasering van het conversiemoment en de equity linked elementen met daaraan gekoppelde garanties vergroten de flexibiliteit en kunnen een gunstig effect hebben op de risicorendementsverhouding. Ook worden mogelijkheden geboden om het conversierisico bij aankoop van een annuïteit te beperken. Effectieve en deugdelijke fasering van aankoop vereist echter wel marktkennis en discipline. Dit is ook van belang als mensen besluiten de aankoop van de annuïteit uit te stellen tot een moment waarop het renteniveau significant "hoog" zou liggen.

Binnen DC-regelingen wordt de laatste jaren overigens steeds meer aandacht besteed aan het heralloceren van de onderliggende beleggingen bij nadering van de beoogde pensioendatum met als doel het beperken van conversierisico veroorzaakt door rentefluctuaties. Dit wordt geëffectueerd door de onderliggende beleggingen bij nadering (vanaf circa acht jaar) van de beoogde pensioendatum gefaseerd te investeren in staatsobligaties. Dit biedt als voordeel dat het effect van renteschommelingen bij conversie geheel of ten dele geneutraliseerd kan worden, omdat de koersen van obligaties zich omgekeerd evenredig bewegen met de hoogte van de actuele rente. Deze beleggingsstrategie wordt vooral gehanteerd binnen de life-cycle beleggingsfondsen die door de automatische aanpassing van het beleggingsprofiel tijdens de opbouwperiode binnen DC pensioenregelingen steeds populairder worden.

Omdat gedurende de decumulatiefase de eigen gezondheid en daaraan gekoppeld de hoogte van potentiële zorgkosten zeer belangrijke onderwerpen vormen voor gepensioneerden, is de laatste jaren steeds meer onderzoek gedaan naar de mogelijke relatie tussen de verwachting van hoge zorgkosten en de vraag naar een annuïteit. Een mogelijke reden voor (aankomend) gepensioneerden om niet tot de aankoop van een annuïteit over te gaan, zou kunnen zijn dat zij gelet op mogelijke toekomstige (hoge) zorgkosten het opgebouwde pensioenvermogen bij voorkeur direct beschikbaar houden in plaats van het te converteren in een annuïteit. Met name in de VS, waar de overheid circa eenderde deel van de langetermijn particuliere zorgkosten niet voor haar rekening neemt, zou dit een aanzienlijke belemmering kunnen vormen voor gepensioneerden om tot aankoop van een

annuïteit over te gaan. Om hieraan tegemoet te komen, hebben verzekeraars in de VS de zogenoemde *care annuïteit* ontwikkeld.

- *Care annuïteit*: deze vorm is in de VS ontwikkeld voor (aankomend) gepensioneerden die, binnen afzienbare tijd, verwachten geconfronteerd te worden met langetermijn zorgkosten. Dit met name ingegeven door het feit dat in de VS de overheidsbijdrage aan dit soort zorgkosten gelimiteerd zijn tot zestig procent hiervan. Deze annuïteit biedt de mogelijkheid om direct liquiditeit vrij te maken om deze zorgkosten te financieren. Er zijn ook varianten waarbij vanuit de annuïteitovereenkomst direct nader bepaalde zorgkosten worden gefinancierd.

Ook zijn er de laatste jaren annuïteiten ontwikkeld waarbij sprake is van een directe interactie met andere aanwezige inkomens- of vermogenscomponenten van de gepensioneerde. Een belangrijk voorbeeld hiervan zijn annuïteiten, die gekoppeld zijn aan opgebouwd kapitaal binnen de eigen woning.

- *Reverse mortgage annuïteit*: deze vorm biedt de (aankomend) gepensioneerde de mogelijkheid om een gedeelte van de (over)waarde van zijn huis te kapitaliseren door middel van een periodieke annuïtaire uitkering. De hoogte hiervan wordt onder meer bepaald door de leeftijd, levensverwachting en de waarde van de woning. Binnen de hoofdvorm bestaan diverse varianten. Het voordeel van deze annuïteit is dat de gepensioneerde het opgebouwde kapitaal in de eigen woning kan aanwenden voor consumptie, zonder dat de woning daadwerkelijk hoeft te worden verkocht.

Continue innovatie van annuïteitproducten blijft van belang vanwege de snel wijzigende marktomstandigheden. Die veranderingen worden voornamelijk veroorzaakt door drie factoren:

1. De structurele verschuiving van DB- naar DC-pensioenregelingen leidt tot een grotere vraag naar annuïteiten. Met name in het VK is deze trend duidelijk zichtbaar.
2. De levensverwachting, zowel bij geboorte als op de 65-jarige leeftijd, is de afgelopen decennia aanzienlijk gestegen.
3. Door vergrijzing neemt het percentage oudere werknemers de komende decennia toe. Daaraan gekoppeld is er meer sprake van uitgestelde, gefaseerde en parttime pensionering. Deze trend stelt hogere eisen aan de flexibiliteit van annuïteiten.

Een groter aanbod van annuïteitvormen stelt de consument ook voor problemen. Zo moeten er langetermijnkeuzes gemaakt worden over onder meer de hoogte van eventuele garanties versus flexibiliteit en rendement. Daarnaast wordt de mate van risico dat een gepensioneerde binnen een annuïteit wil en kan lopen, ook nog mede bepaald door het wel of niet aanwezig zijn van andere kapitaal- en inkomsten componenten. Het is daarom van belang dat de uitbreiding van annuïteitproducten gecombineerd wordt met goede voorlichting middels deugdelijke onafhankelijke advisering, bij voorkeur ingebed in een overall individueel financieel plan.

4.4 Aanbieders van annuïteiten

Levensverzekeraars zijn de belangrijkste aanbieders van annuïteiten. Daarnaast bieden banken veelal tijdelijke annuïteiten aan. Gelet op de toenemende levensverwachting en het systematisch verschuiven van pensioenrisico's naar het individu, biedt deze markt met name verzekeraars groeimogelijkheden. Daarentegen is

het ook een markt met een aanmerkelijke risicomanagementproblematiek, gelet op het aanwezige rente- en beleggingsrisico en niet in de laatste plaats het verzekeringsrisico in de vorm van longevity. Daarnaast spelen Solvency vereisten een rol in het kader van kapitaalbeslag en reserveringsvereisten.

De langetermijnverplichtingen vanuit annuïteitcontracten stellen vanuit ALM- en Solvency II-perspectief eisen aan de langetermijnbeleggingsmix. Traditioneel werd het beleggingsbeleid vanuit een annuïteitenportefeuille voornamelijk bepaald door staatsobligaties. Probleem hierbij is echter het structurele gebrek aan langetermijnstaatsobligaties. Als gevolg hiervan wordt steeds meer gebruik gemaakt van derivaten in de vorm van renteswaps en swaptions. Deze producten kunnen aanbieders van annuïteiten ondersteunen bij het creëren van een optimaal rente-risicoprofiel.

Het verzekeringsrisico binnen een annuïteitcontract manifesteert zich in de vorm van longevity. Een term die verwijst naar het risico dat uitkeringsgerechtigden langer blijven leven dan op basis van de in de prijsstelling gehanteerde sterftetabellen te verwachten viel. Verzekeraars zijn de afgelopen decennia geconfronteerd met een zeer sterke stijging van de gemiddelde levensverwachting bij zowel mannen als vrouwen. Het is een trend die zich zal voortzetten. Verzekeraars lopen daarbij het risico dat de werkelijke toename van de levensverwachting groter is dan eerder aangenomen en verdisconteerd in de prijsstelling van lopende annuïteituitkeringen.

Daarnaast is het een gegeven dat de sterfteontwikkeling bij afnemers van een annuïteit afwijkt van de algemene sterfteontwikkeling. Dit vertaalt zich in een hogere levensverwachting voor deze groep dan gemiddeld. Waarbij overigens niet duidelijk is of dit het resultaat is van individuele kennis van de afnemers over

hun eigen gezondheid en levensverwachting of dat het overall kenmerkend is voor afnemers van annuïties. Door de aanwezigheid van deze averechtse selectie (adverse selection) baseren verzekeraars zich bij de prijsstelling op specifieke 'annuïteitsterf-tetafels'. Het gevolg hiervan is echter een ongunstigere prijsstelling voor hen met een (intuïtief) kortere levensverwachting.

Vanuit het perspectief van risicomanagement heeft een verzekeraar een aantal mogelijkheden om het longevity risico vanuit haar annuïteitenportefeuille te matchen:

- Overdracht van langlevensrisico naar een herverzekeraar;
- Hedging van het langlevensrisico op eigen boek middels een aanwezige portefeuille levensverzekeringen. Het hier aanwezige overlijdensrisico (mortality risk) kan dienen als een natuurlijk hedge potentieel voor het aanwezige longevity risico vanuit de annuïteitenportefeuille;
- Hedging via de kapitaalmarkt door middel van longevity swaps. Binnen een dergelijke swap wordt uitgegaan van een referentiepopulatie en een gegeven sterftetabel. Wanneer de gerealiseerde sterfte binnen de populatie lager uitvalt dan geprognosticeerd, keert de swap een bedrag uit dat de toegenomen verplichting compenseert. Overlijden gepensioneerden binnen de populatie daarentegen eerder dan verwacht, dan moet de verzekeraar additioneel storten.

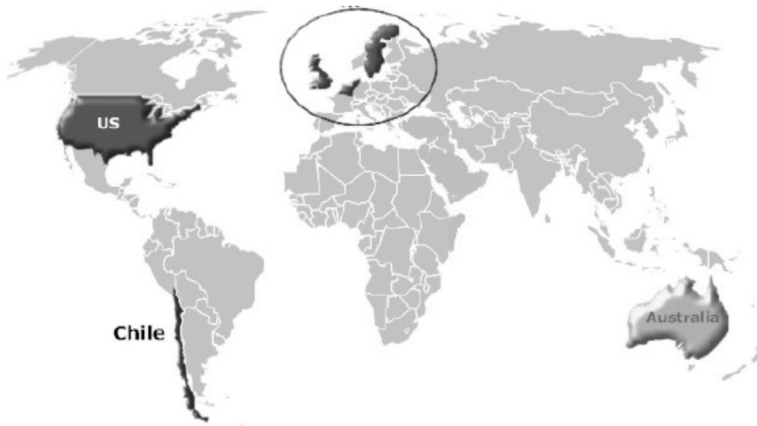
Door de groei van de annuïteiten- en pensioenmarkt is er potentieel een grote vraag naar producten op de kapitaalmarkt die de onzekerheid van sterfte in een populatie kunnen wegnemen. Naast aanbieders van annuïteiten zijn pensioenfondsen en verzekeraars natuurlijke aanbieders van longevity risico. Potentiële aankopers van dit risico zijn hedge fondsen en institutionele

partijen die met name op zoek zijn naar nieuwe beleggingscategorieën die niet gecorreleerd zijn met reeds aanwezige beleggingsvormen. Willen genoemde partijen, de aanbidders en kopers van longevity, echter op efficiënte wijze gaan handelen, dan moet een betreffende constructie voldoende passend zijn om een effectieve hedge te kunnen bieden aan de aanbieder van het betreffende longevity risico. Ook moet de constructie voldoende gestandaardiseerd zijn om liquiditeit voor de koper van het risico te kunnen waarborgen.

De bepaling van een juiste referentiepopulatie stelt deze markt echter nog voor aanzienlijke problemen waardoor verdere groei wordt belemmerd. De laatste jaren nemen met name banken stappen om een bruikbare longevity index te ontwikkelen. Deze zou een benchmark kunnen vormen voor het hedgen van longevity risico, waardoor een verdere groei van deze markt wordt bewerkstelligd.

5. Leren van buitenlandse ervaringen met annuïteiten

Voor deelnemers aan DC-plannen bieden annuïteiten het perspectief op meer financiële zekerheid in de uitbetalingsfase. Mennens (2009) laat zien hoe annuïtisering welvaartsverhogend uitpakt ten opzichte van decumulatiestrategieën zonder annuïtisering. Anderzijds blijkt volledige annuïtisering van pensioenkapitaal ook suboptimaal. In landen met veel DC-pensioenen zien we dit echter niet terug. In deze paragraaf zullen we de gangbare vormen van annuïtisering in een aantal landen wereldwijd analyseren en “lessons learned” inventariseren. Daarbij gaan we specifiek in op de situatie in Chili, het Verenigd Koninkrijk, Zweden, Australië en de Verenigde Staten, terwijl we van andere Europese landen vergelijkende informatie geven.



Tabel 5.1 Leren van annuïteiten in andere landen

Interessante ervaringen met annuïteiten	
Chili	Toepassing geïndexeerde annuïteiten Toepassing variabele annuïteiten Gebruik lump sum versus annuïtisering
Verenigd Koninkrijk	Toepassing latere verplichte annuïtisering Onderzoek naar de kosten en pricing van annuïteiten
Zweden	Toepassingen in eerste pijler Defaults en keuzemogelijkheden Toepassing variabele annuïteiten
Australië	Ervaringen met lump sum Diversiteit aanbod annuïteiten Nieuwe aandacht voor annuïtisering in Super System
Verenigde Staten	Diversiteit aanbod annuïteiten Ervaringen met reversed mortgages Online kostenvergelijkingen annuïteiten

5.1 Chili: 'early adapter' met ontwikkelde annuïteitenmarkt

DC vormt de basis van het Chileense pensioen in de tweede pijler (Piñera, 2001). De vroege introductie van een DC-systeem vormt een voorbeeld voor veel *emerging economies*. Ook annuïteitenmarkten kwamen hierdoor vroeg tot ontwikkeling (Thorburn et al., 2007). Het pensioen in de eerste pijler vormt een vangnet voor diegenen in de laagste inkomensgroepen zonder eigen pensioen. Zodra werknemers de pensioenleeftijd bereiken (60 voor vrouwen, 65 voor mannen) beslissen zij over de wijze waarop het opgebouwde DC-kapitaal wordt opgenomen. Daarbij bestaat de keuze uit geleidelijke opnames of direct ingaande annuïteiten of combinaties van deze. In 2005 had 61 procent van de gepensioneerden gekozen voor annuïteiten (Rocha and Thorburn, 2006). Annuïteiten kunnen nominaal of inflatiegecorrigeerd zijn of variabel gekoppeld aan valuta of aandelenindex. Het is toegestaan om in één keer een afkoopsom te ontvangen, maar dan

moet wel zijn voldaan aan minimumrestricties voor het daarna te ontvangen pensioen: dit moet minimaal gelijk zijn aan 150 procent van het overheidspensioen (eerste pijler) of 70 procent van het gemiddelde inkomen in de tien jaar voor pensionering. De rest kan in één keer worden opgenomen. De annuïteiten worden aangekocht bij een verzekeringsmaatschappij waarbij de deelnemer zelf het conversierisico draagt.

5.2 Verenigd Koninkrijk: veel data

Het VK kent zowel DB- als DC-plannen in de tweede pijler. Deze bieden de nodige flexibiliteit voor deelnemers om gedeeltelijk pensioen af te kopen. In DB-plannen bestaat de mogelijkheid om een bedrag ter hoogte van 150 procent van het jaarsalaris eenmalig op te nemen, wat in mindering komt op het jaarlijkse DB-pensioen. Voor DC-plannen zijn er verschillende mogelijkheden. Naast het nemen van een levenslange nominale of geïndexeerde annuïteit inclusief nabestaandenpensioen, is het mogelijk om uitgestelde annuïteiten te kopen. Hiernaast kan men tot 75 jaar jaarlijkse bedragen opnemen en pas vanaf 75 jaar annuïtiseren. De jaarlijks op te nemen bedragen zijn gebonden aan een maximum (120 procent van het eerder berekende pensioen). In principe is er na het 75e jaar altijd sprake van annuïtisering (er is een specifieke uitzondering voor een bepaalde religieuze groep). Berekeningen van de hoogte van annuïteiten vindt plaats op basis van sexe-, leeftijds-, rente- en sterftetafelafhankelijke *annuity rates*, op basis waarvan kapitaal wordt omgezet in een annuïteit. Het aantal verkochte annuïteiten in het VK neemt met de vergrijzing van de bevolking toe. Naar de ontwikkeling van annuïteitenmarkten en *pricing* (gehanteerde *annuity factors*) is veel onderzoek gedaan (Harris et al, 2006, Cannon and Tonks, 2009).

5.3 Zweden: flexibiliteit in annuïteiten bij sterke basispensioenvoorziening

Naast een flinke overheidsgefinancierde eerste pijler bevat het voornamelijk omslaggefinancierde, werkgerelateerde pensioen aanzienlijke DC-componenten. Zweden betalen zestien procent van hun salaris in een collectief DC ("notional DC" of "NDC") en twee procent in een individueel DC waarbij zij beleggingsvrijheid hebben. Hiernaast bestaan er aanvullende werkgerelateerde aanvullende pensioenen en individuele arrangementen. Vanaf 61 jaar kan pensioen worden opgenomen. Zowel het eerste pijler als NDC-pensioen kennen uitkeringen in de vorm van geïndexeerde annuïteiten gekoppeld aan loonontwikkeling (voor zover de financiële situatie van het fonds het toelaat). Aangezien deze annuïteiten al voor een belangrijk deel van het pensioen zorgen, is er meer flexibiliteit in de uitkering van individueel DC (twee procent) en aanvullende pensioenen. Hiervoor zijn de opties nominale of variabele annuïteiten die door verzekeraars worden verstrekt. Aanvullend individueel opgebouwd pensioen kan ook in één keer worden opgenomen (afkoop). Variabele annuïteiten zijn populair onder Zweedse gepensioneerden: Palmer (2008) rapporteert een voorkeur van 85 procent van de gepensioneerden voor variabele boven nominale annuïteiten.

5.4 Australië: gidsland of risicovol perspectief?

Het eerstelijerpensioen in Australië is *means tested* en verschaft een minimumvoorziening voor mensen zonder pensioen. Negen procent van het inkomen van werknemers gaat naar individuele rekeningen van de *Superannuation schemes*. Werknemers hebben keuzes in de beleggingen. Ook kunnen werknemers additioneel sparen via de *Superannuation* structuur. Vanaf 55 jaar kunnen bedragen worden opgenomen, in één keer of in diverse vormen

van annuïteiten. Een meerderheid van de deelnemers neemt de bedragen in één keer op (Ganegoda, 2007). Binnen de annuïteiten zijn *allocated* annuïteiten veelgebruikt, waarbij jaarlijks een uitkering wordt onttrokken, maar het kapitaal zelf gediversificeerd blijft belegd. In deze annuïteiten is er dus geen langlevens bescherming. Hiernaast worden ook tijdelijke annuïteiten verstrekt met looptijden van één tot twintig jaar. Minst populair zijn levenslange annuïteiten. In Australië zijn zowel nominale, geïndexeerde, *escalating* en variabele annuïteiten verkrijgbaar. Murphy (2009) laat zien dat Australië internationaal gezien opvalt door sterke nadruk op lump sum in combinatie met een ontbrekende markt in uitgestelde annuïteiten. Sinds mei 2009 loopt de *Super System Review*, een evaluatie van het bestaande systeem. Een aandachtspunt hierbij is de overgang van het "lump sum" denken naar een denken in termen van pensioeninkomen op basis van een inkomensvervangingsratio (SSR, 2009, 2010).

5.5 De Verenigde Staten: innovatie en leercurve

Het pensioenstelsel in de VS kenmerkt zich door sterke nadruk op tweedepijler- en derdepijlervoorzieningen. Opvallend is de opkomst van DC in de tweede pijler. Een bekende vorm hierbij zijn de 401 (k) plannen. Individuen kunnen voorts via een IRA (*Individual Retirement Account*) sparen voor hun pensioen. De laatste jaren is het besef gegroeid dat het ontwerp van DC-regelingen belangrijk kan worden verbeterd. Hierdoor nemen het deelnamepercentage en de ingelegde bijdragen toe, verbetert de diversificatie en krijgen de kosten aandacht. Er zijn geen beperkingen ten aanzien van de decumulatiefase. In de VS wordt de term *annuity* ook gebruikt voor producten in de opbouwfase, die strikt genomen geen annuïteit zijn, aangezien er geen verplichting is tot omzetting tot (levenslange) uitkering. Hoewel al

sinds 1759 annuïteiten worden aangeboden (Weisman, 2008), bestaat slechts een zeer klein deel van de annuïteitenmarkt uit levenslange annuïteiten. Reichenstein (2003) rapporteert een percentage van slechts twee procent, wat bevestigt dat de meeste Amerikanen geen longevity bescherming genieten. Annuïteiten worden verstrekt door verzekeraars en pensioenfondsen (zoals TIAA Cref). Bij de inrichting van annuïtaire oplossingen maakt men echter steeds meer gebruik van ervaringen vanuit de *behavioural finance*, zoals adequate framing van opties zodat meer mensen kiezen voor annuïteiten (zie Hammond, 2010). Hoewel de markt voor annuïteiten beperkt is in verhouding tot de totale pensioenbesparingen in DC, zien we in deze markt diverse innovaties. Een voorbeeld daarvan zijn online platforms voor het aanbieden van annuïteiten waar diverse aanbieders *real-time quotes* geven op annuïteiten (www.incomesolutions.com). Een ander voorbeeld is de toepassing van *reversed mortgages*. Deze worden zowel ten behoeve van consumptiedoelinden als voor specifieke zorguitgaven toegepast (Szymanoski, 1994).

5.6 De Europese annuïteiten lappendecken

De meeste voorkomende vormen van annuïteiten in Europa zijn (1) nominale, (2) geïndexeerde, (3) winstdelende en (4) variabele (marktriscodragende) annuïteiten (EACG, 2009). Deze verschillen in de mate waarin risico's tussen deelnemer en verstrekker worden gedeeld, waarbij alleen de tweede vorm alle risico's naar de verstrekker overdraagt. Uit een vergelijking van de decumulatievereisten voor DC-plannen in Europa blijkt dat er grote verschillen bestaan tussen landen (EFRP, 2009). Deelnemers hebben in de praktijk een voorkeur voor afkoop van pensioen, waar rationale en irrationele redenen aan ten grondslag liggen. Daarbij kan het gaan om gedragseconomische effecten, maar ook gebrek

aan vertrouwen in een faire actuariële prijsstelling. Aangezien afkoop van pensioen kan leiden tot een armoedeval, stellen veel overheden eisen aan decumulatie van DC-kapitaal. In Tabel 5.2 staat aangegeven welke landen geen beperkingen stellen, dan wel waar partiële of geen afkoop van pensioen mogelijk is. In sommige landen zonder beperkingen, zoals Denemarken, hebben de sociale partners het recht de decumulatieregels vast te stellen. Maurer en Somova (2009) werken dit eveneens per land uit. Uit het EFRP onderzoek blijkt in vijftig procent van de DC-plannen sprake is van afkoop. Nominale, geïndexeerde en variabele annuïteiten komen veel voor (resp. xx, yy, zz procent). In slechts ruim een derde van de gevallen is sprake van een nabestaandenpensioen (EFRP, 2009).

Tabel 5.2 Restricties op afkoop pensioen

Geen beperkingen	Cyprus, Denemarken, Frankrijk, Hongarije, Oostenrijk, Polen, Roemenie, Spanje, Zweden
Beperkingen op afkoop	Duitsland, Ierland, Italië, Portugal, Verenigd Koninkrijk, Zwitserland
Afkoop niet toegestaan	Bulgarije, Denemarken (ATP), Frankrijk, IJsland Oostenrijk, Nederland, Polen

5.7 Fiscale en juridische vereisten voor decumulatieproducten in de EU

Er zijn belangrijke verschillen tussen de fiscale en juridische vereisten voor annuïteiten tussen de EU-lidstaten. Bullens (2010) heeft een nadere analyse gemaakt van deze verschillen. Uit het onderzoek dat is uitgevoerd onder de CEA, de Europese Federatie voor (her)verzekeraars komt naar voren dat verschillen in vorm van uitbetaling van pensioenen (lump sum of annuïteit) moeilijk direct zijn terug te voeren op verschillen in fiscaliteit. In landen

met een fors eerstelijerpensioen bestaat veelal de mogelijkheid van een lump sum opname. In dergelijke landen wordt daar ook veel gebruik van gemaakt. Geïndexeerde annuïteiten komen niet veel voor. De annuïteit als bescherming voor langlevensrisico wordt breed erkend en is veelal verplicht in andere landen. Andere bestedingsdoelen zoals zorgkosten zijn hierbij uitgesloten. In Tabel 5.3 staan de resultaten van de CEA-enquête weergegeven.

Tabel 5.3 Flexibiliteit in vormgeving uitkeringsfase

	Fiscaliteit tweede pijler	Fiscaliteit derde pijler	Omvang eerste pijler	Annuïteit verplicht?	Indexatie verplicht?	Variabele annuïteit mogelijk?	Lump sum mogelijk?
Belgie	EET	EET	80%	Nee	Optie	--	100%
Dene- marken	EET	EET	60%	Nee	Nee	Nee	Als aanvulling
Duitsland	EET	EET	83%	Ja	Nee (beperkt)	Nee	30% of 100%
Frankrijk	EET	EET	95%	Ja	Ja	Nee	Nee
Groot Brittannië	EET	EET	32%	Nee	Optie	Ja, tot 75 jaar	25%, tot 75 jaar
Italië	EET	TET	98%	>50%	Ja	Nee	50% of 100%
Nederland	EET	EET	50%	Nee	Optie	100:75	Nee
Oostenrijk	EET	TET	90%	Ja	Nee	Nee	Ja/Nee
Spanje	EET	EET	85%	Nee	Optie	--	100%

Bron: Bullens (2010)

6. Op weg naar houdbare annuïteiten

Annuïteiten spelen een belangrijke rol in de uitkerings- en decumulatiefase van lijfrente en pensioenregelingen in zowel de tweede als derde pijler. De verwachting is dat de markt voor annuïteiten de komende jaren een aanzienlijke groei zal doormaken. Zeker gezien het snel groeiend aantal DC-pensioenregelingen.

Ondanks de aantrekkelijk eigenschappen van een annuïteit specifiek als uitkeringsmechanisme staan veel consumenten er echter kritisch tegenover. Brown et al. (2010) stellen dat de kritische houding van consumenten voor een belangrijk deel veroorzaakt wordt door hun beperkte kennis van annuïteiten in het algemeen en de prijsstelling ervan in het bijzonder. Ander onderzoek laat zien dat ook vanuit *behavioural finance* perspectief verbeteringen denkbaar zijn (zie Brown et al. (2010) en Hu en Scott (2007))

Gelet op genoemde aspecten is er een groeiende behoefte aan meer transparantie, flexibiliteit en innovatie gecombineerd met een betere communicatie rondom annuïtaire producten. Een behoefte die nog eens wordt versterkt door wijzigende marktomstandigheden:

- De levensverwachting neemt de laatste decennia in een snel tempo toe met als gevolg een gemiddelde langere pensioenuitkeringsperiode;
- Door vergrijzing zal er meer sprake zijn van uitgestelde gefaseerde en parttime pensionering;
- Ook beschikken (aankomend) gepensioneerden naast pensioen steeds vaker over aanvullende inkomens en vermogenscomponenten;
- De toenemende levensverwachting gaat gepaard met hogere zorgkosten.

Een langere uitkeringsperiode verhoogt de inflatiegevoeligheid van de uitkering waardoor meer aandacht zal uitgaan naar de reële waarde van betreffende annuïteiten.

Ook wordt steeds duidelijker dat de gebruikelijke harde scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase van pensioenkapitaal nader belicht moet worden, met als mogelijke uitkomst een minder aparte benadering van beide onderdelen. De beoogde integrale benadering richt zich daarbij niet alleen op de gewenste vergroting van flexibiliteit rondom de aanvang van pensionering. De benadering richt zich ook op mogelijkheden ter (gedeeltelijk) behoud van risicobudget tijdens de decumulatiefase, met als mogelijk gevolg verbreding van de onderliggende beleggingsstrategie. Dit kan vormgegeven worden door periodieke annuïtaire uitkeringen gedurende de eerste jaren van de decumulatiefase te combineren met een verlengde *life-cycle* beleggingsstrategie voor een deel van het opgebouwde DC-pensioenkapitaal.

Daarnaast wordt verondersteld dat zorgkosten, gezien de toenemende levensverwachting, een steeds grotere uitgavencomponent voor gepensioneerden zal vormen. Dit pleit voor introductie van in de VS al gehanteerde *care* annuïteiten.

Op basis van de analyse van decumulatiefase in andere landen kunnen we een aantal punten noemen waarop het Nederlandse pensioenstelsel kan worden verbeterd. Hierbij kunnen we onderscheid maken tussen de tweede en derde pijler. In deze vergelijking kijken we vooral naar de volgende vijf aspecten:

1. Nominaal of reëel karakter van de uitkeringen na pensionering.
2. Mogelijkheid tot toevoegen van een risicobudget.
3. Mogelijkheid tot flexibiliteit in uitkeringenpatroon.
4. Mate waarin opbouw- en decumulatiefase zijn geïntegreerd.
5. Transparantie van kosten en kwaliteit van communicatie.

Tabel 6.1 geeft inzicht in de huidige ("ist") situatie. Deze wordt gevolgd door Tabel 6.2 waarin de verworven inzichten een meer gewenste ("soll") situatie illustreren.

Van de ervaringen in verschillende andere landen kan worden geprofiteerd door een aantal aspecten bij te stellen. Het design en toezicht van oplossingen in zowel de tweede als de derde pijler kunnen hierdoor in het belang van de deelnemer worden verbeterd. In onderstaande tabel lichten we een meer gewenste ("soll") situatie nader toe.

Een groter aanbod van annuïtaire producten stelt de consument echter ook voor problemen. Zo moeten er lange termijn keuzes gemaakt worden met betrekking tot onder andere de hoogte van eventuele garanties versus flexibiliteit en rendement. Daarnaast wordt de mate van risico welke een gepensioneerde binnen een annuïteit wil en kan lopen mede bepaald door het wel of niet aanwezig zijn van andere vermogens- en inkomenscomponenten. Het is daarom van belang dat de uitbreiding van annuïtaire producten gecombineerd wordt met kwalitatieve, onafhankelijke, advisering. Met de komst van het Nationaal Pensioenregister ontstaat een gemeenschappelijke basis van waaruit deze informatie geïntegreerd kan worden verzameld als basis voor maatwerk advies voor diegenen die dat wensen.

Om marktpartijen beter in staat te stellen om inflatierisico's te managen zien we een rol van de overheid in het aanbieden van geïndexeerde obligaties (zie Bodie (2009) en Beetsma en Van Ewijk (2010) voor een nadere uitwerking).

Tabel 6.1 Huidige vormgeving van annuïteiten in tweede en derde pijler

Huidige situatie "ist"		tweede pijler		derde pijler
		Pensioenfondsen	Verzekerde regeling	
1	Vormgeving uitkering: nominaal of reëel	Veelal conditionele indexering gekoppeld aan loon- of prijsontwikkeling; Discrepanctie tussen toezicht (nominaal) en pensioenambitie (reëel).	Veelal nominale annuïteit met soms indexering.	Nominale vormgeving met soms vaste indexering.
2	Risicobudget na pensioen-datum	Intergenerationele risicodeling; risicobudget voor gehele groep; één financieel geheel. Risicodeling draagt bij aan inzet risicobudget.	Uitkeringen veelal in nominale termen. Annuïteiten niet risicodragend.	Uitkeringen veelal in nominale termen. Annuïteiten niet risicodragend.
3	Flexibiliteit uitkeringen	Veelal vaste conditioneel geïndexeerde uitkeringen. Wettelijke flexibiliteit (4:3 en naar voren halen pensioen) weinig benut. Geen mogelijkheid voor bijvoorbeeld eenmalige uitkeringen t.b.v. zorg.	Veelal vaste uitkeringen. Geen mogelijkheid voor bijvoorbeeld eenmalige uitkeringen t.b.v. zorg.	Veelal vaste uitkeringen. Geen mogelijkheid voor bijvoorbeeld eenmalige uitkeringen t.b.v. zorg.
4	Integratie accumulatie- en decumulatiefase	Pensioenfondsen verstrekken langlopende uitgestelde annuïteiten.	Separate opbouw van kapitaal met conversiemoment op pensioendatum.	Wettelijk opgelegde knip voor lijfrente. Pensioenknip tijdelijke maatregel. Slecht ontwikkelde markt voor uitgestelde annuïteiten.
5	Transparantie en communicatie	Uniform Pensioen Overzicht en indexatielabel geven inzicht in te bereiken pensioen en verwachtingen over indexatie. Geen overall maatstaf voor adequaatheid pensioen.	Uniform Pensioen Overzicht en indexatielabel geven inzicht in te bereiken pensioen en verwachtingen over indexatie. Geen overall maatstaf voor adequaatheid pensioen.	Er is geen financiële bijsluiter voor annuïteiten. Geen overall maatstaf voor adequaatheid pensioen.

Tabel 6.2 Meer gewenste vormgeving van annuïteiten in tweede en derde pijler

Meer gewenste situatie - "soll"		tweede pijler	derde pijler	
		Pensioenfondsen	Verzekerde regeling	
1	Vormgeving uitkering: nominaal of reëel	Pensioenfondsen moeten in staat zijn om een reële ambitie te expliciteren zonder dat het risicobudget wordt aangetast. Het toezicht dient hierop in te spelen zonder de betaalbaarheid van een goed pensioen aan te tasten.	Prijsgeïndexeerde annuïteiten moeten deel worden van het vaste assortiment.	Prijsgeïndexeerde annuïteiten moeten deel worden van het vaste assortiment van aanbieders.
2	Risicobudget na pensioendatum	Intergenerationele risicodeling draagt bij aan betere uitkomsten. Een deel van de pensioenuitkeringen kan explicieter risicodragend worden (mogelijkheid tot horizontale of verticale knip onderzoeken).	Een deel van de uitkering moet plaats kunnen vinden in de vorm van risicodragende annuïteiten.	De wettelijke en fiscale ruimte voor variabele (risicodragende) annuïteiten moet worden uitgebreid.
3	Flexibiliteit uitkeringen	Er moet explicieter aandacht worden besteed aan flexibiliteit in pensioenuitkeringen om deeltijdpensioen (langer doorwerken) en individuele bestedingsdoelen te faciliteren. De bestaande ruimte voor flexibele uitbetaling kan beter worden benut. Flexibiliteit wordt daarbij wettelijk recht. Zo zou er bijvoorbeeld ruimte kunnen komen voor specifieke eenmalige uitkeringen ter financiering van zorgkosten.	Er moet explicieter aandacht worden besteed aan flexibiliteit in pensioenuitkeringen om deeltijdpensioen (langer doorwerken) en individuele bestedingsdoelen te faciliteren. De bestaande ruimte voor flexibele uitbetaling kan beter worden benut. Flexibiliteit wordt daarbij wettelijk recht. Zo zou er bijvoorbeeld ruimte kunnen komen voor specifieke eenmalige uitkeringen ter financiering van zorgkosten.	De mate van flexibiliteit in derde pijler moet gelijk zijn aan de flexibiliteit in de tweede pijler.

4	Integratie accumulatie- en decumulatiefase	Huidige benadering in stand houden.	Verschuiving naar annuïtaire producten in plaats van kapitaalopbouwproducten zal bijdragen tot integratie.	Aanbieders moeten het productenpallet uitbreiden naar langer lopende pensioenoplossingen waarin de strikte scheiding tussen opbouw- en uitkering vervaagt.
5	Transparantie en communicatie	Er moet een kwaliteitslabel komen voor pensioenuitkeringen waarin kwaliteit van de regeling en uiteindelijke annuïteiten tot uitdrukking komen.	Er moet een kwaliteitslabel komen voor pensioenuitkeringen waarin kwaliteit van de regeling en uiteindelijke annuïteiten tot uitdrukking komen.	Er moet een financiële bijsluiter komen voor annuïteiten waarin kosten en kwaliteit (incl. indexatie) tot uitdrukking komen.

7. Aanbevelingen

De verwachte toename van de levensverwachting van zowel mannen als vrouwen zal leiden tot een forse groei van de gemiddelde decumulatieperiode in de komende decennia. Een tweede trend is de toenemende heterogeniteit aan levensstijlen én gewenste flexibiliteit op het vlak van onder meer gefaseerde pensioneringsmogelijkheden. Hiernaast is duidelijk geworden dat het belangrijker is te weten wat iemand met een pensioen in de toekomst daadwerkelijk kan kopen in plaats van een pensioen dat enkel in euro's van nu wordt uitgedrukt. Vanuit dit perspectief en tegen de achtergrond van de analyse in de vorige paragrafen, doen we onderstaande vijf aanbevelingen.

Aanbeveling 1:

Koopkrachtvast annuïteiten worden de norm in plaats van nominale annuïteiten

Compensatie van inflatierisico is van groot belang voor pensioen-uitkeringen, zoals ook recent door de commissies Goudswaard en Frijns is benadrukt. Aangezien een langere decumulatieperiode onder meer een groter inflatierisico impliceert, neemt het belang van inflatiegerelateerde annuïtaire producten steeds verder toe. De Nederlandse overheid zou deze ontwikkeling moeten stimuleren, onder meer door het uitgeven van inflatiegeïndexeerde obligaties. Hierdoor kunnen aanbieders makkelijker inflatie gerelateerde producten introduceren. Dit moet worden gecombineerd met het realiseren van betere voorlichting rondom het verschil en de effecten van nominale versus reële annuïtaire uitkeringen.

Aanbeveling 2:

Risicodragende (variabele) annuïteiten zijn nodig, vanwege de lange beleggingshorizon na pensionering

Aanbieders van annuïtaire producten zouden hierop in moeten kunnen spelen door het uitgeven van innovatieve uitkeringsproducten zoals bijvoorbeeld de variabele annuïteit. De invoering van variabele annuïteiten draagt bij aan betere pensioenen in Nederland. Daartoe kunnen bij pensionering (conditioneel) geïndexeerde pensioenrechten actuarieel fair worden omgezet in risicodragende annuïteiten voorzover de (conditioneel) geïndexeerde pensioenrechten een volledige AOW (voor een echtpaar) met vijftig procent overschrijden.

Aanbeveling 3:

Eenmalige uitkeringen bieden deelnemers meer flexibiliteit zonder dat het pensioensysteem er onder lijdt

Gepensioneerden moeten in enig jaar na pensionering de mogelijkheid krijgen om een jaarpensioen (tweede en derde pijler) op te nemen waarbij de resterende pensioenrechten actuarieel fair worden verlaagd. Andere vormen van vervroegde opname van pensioen moeten worden beperkt waar dit de hoogte van dit pensioen ernstig aantast. Zo zou het naar voren halen van twee pijler pensioen ter financiering van van een basisinkomen in jaren voordat de AOW in gaat, beperkt moeten worden tot maximaal vijftig procent van het opgebouwde pensioenkapitaal. Een andere mogelijk zou zijn om afkoop toe te staan tot een pensioeninkomensniveau dat uitstijgt boven het niveau dat de overheid hanteert voor toeslagen (zoals zorg- of huurtoeslag, bijstand). In dit kader is tevens de introductie van *care* annuïteiten wenselijk. De standaard annuïtaire producten voldoen namelijk als uitkeringsmechanisme voor standaard uitgaven zolang de

gepensioneerde in goede gezondheid leeft. Gezien de verwachte hogere zorgkosten als gevolg van een langere gemiddelde levensverwachting, groeit echter de behoefte om met een *care* annuïteit naast de lopende annuïtaire uitkering direct extra liquiditeit vrij te kunnen maken ter financiering van deze (tijdelijke) zorgkosten.

Aanbeveling 4:

De harde scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase van pensioenkapitaal moet ter discussie worden gesteld

De beoogde integrale benadering richt zich daarbij niet alleen op de gewenste vergroting van flexibiliteit rondom aanvang pensioenering maar ook op mogelijkheden ter (gedeeltelijk) behoud van het risicobudget tijdens de decumulatiefase, met als gevolg verbreding van de onderliggende beleggingsstrategie.

Aanbeveling 5:

Productinformatie over annuïteiten dient te worden verbeterd en getoetst.

Transparante en objectieve productinformatie moet verplicht worden gesteld voor annuïtaire producten. Deze moet net als het toezicht op andere financiële producten onder het AFM-toezicht komen. Dit zal consumenten in staat stellen de kosten en baten van annuïtaire producten te begrijpen en zonodig beslissingen te nemen. Hiernaast moet bij voorkeur onafhankelijke maatwerkadvisering worden bevorderd met behulp van het nationaal pensioenregister en ingebed in een overall individuele financiële planning.

8. Referenties

- AFM, 2010, *Geef Nederlanders pensioeninzicht, Werken aan vertrouwen door dichtenvan de verwachtingskloof*, Amsterdam: AFM, 20 januari 2010.
- Beetsma, Roel en Casper van Ewijk, 2010, Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid, *Netspar Economische Adviezen*, NEA paper 30, Tilburg.
- Beshears, John, James Choi, David Laibson, and Brigitte Madrian, 2008, The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States in Stephen J. Kay and Tapen Sinha, editors, *Lessons from Pension Reform in the Americas*, 59–87, Oxford: Oxford University Press.
- Bodie, Zvi, 2009, TIPS for Holland, *Netspar Economische Adviezen*, NEA paper 22, Tilburg.
- Bolderman, Mr. W.H., 2008, *Fiscale aspecten van vervroegde of uitgestelde ingang van pensioen*, Pensioen Magazine, oktober 2008.
- Bolderman, Mr. W.H., 2009, *Pensioenknip verzacht pijn van dalende beurskoersen en rentestand*, Pensioen Magazine, oktober 2009.
- Bosch Mr. L.P. van den, 2003, *Fiscale kijk op pensioenregelingen* Pensioen Monografieën, derde druk, Deventer: Kluwer.
- Breuker, Mr. H.P, 2008, *Pensioenwet, analyse en commentaar, onder redactie van Prof. Dr. E. Luitjens, Keuzerechten en –mogelijkheden Pensioenwet, Analyse en commentaar* onder redactie van Prof.dr. E.Lutjens, Deventer: Kluwer.
- Brown, J., J. King, S. Mullainathan and M. Wrobel, 2008, “Why don’t people insure later life consumption? A framing explanation of the under-annitization puzzle, *American Economic Review*, 8, 304–309.
- Bullens, Kees, 2010, Comparison of international rules concerning the payout phase of pensions, CEA, February 3, 2010.
- Cannon, Edmund, and Ian Tonks, Cannon, 2009, *Money’s worth of Pension Annuities*, Department of Work and Pensions Research Report No. 563, February 2009.
- Commissie Goudswaard, Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen, 2010, *Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*, Den Haag.
- Commissie Witteveen, 1995, *Rapport van de werkgroep fiscale behandeling van pensioenen*, Financiën Reeks 95–4.
- CRIS, Centre for Risk and Insurance Studies, 2005, University of Nottingham, June 2005.
- Davidoff, T. P. Diamond and J. Brown, 2005, *Annuities and individual welfare*, *American Economic Review*, 95, 1573–1590.
- Dietvorst, Gerry, Anne Martin de Graaf en Pieter de Lange, 2001, *Toekomstvoorzieningen en fiscaal*, Kluwer Belastingwijzer, Deventer: Kluwer.

- DWP, 2007, *Survey of Annuity Pricing*, DWP Research paper.
- EFRP, 2009, intern document, Brussel.
- EACG, European Actuarial Consultative Group, 2009, *Avoiding pitfalls in retirement: a report on defined contribution pensions*, October 2009.
- Ferro, Gustavo, 2008, *On annuities: an overview of the issues*, MPRA Paper No. 2020, July 2008.
- Ganegoda, A., 2007, *Explaining the demand for life annuities in the Australian market*, Centre for Pensions and Superannuation, Discussion paper 05/2007, The University of New South Wales, Australia.
- Hammond, Brett, 2010, *The Investment Crisis and Stakeholder-Balanced Plan Design*, Pension Summit 2010, 15 april 2010, Wassenaar.
- Harrison, Debbie, Alistair Byrn, David Blake, 2006, *How the industry can empower consumers to make rational choices*, The Pensions Institute, Cass Business School, March 2006.
- HM Treasury, 2006, *The Annuities Market*, London: HM treasury.
- Hu, W-Y. and Jason S. Scott, 2007, Behavioural obstacles in the annuity market, *Financial Analysts Journal*, volume 63, number 6.
- Koijen, R.S.J., Th.E. Nijman and B.J.M. Werker, 2009a, *Optimal annuity risk management*, forthcoming Review of Finance.
- Koijen, R.S.J., Th.E. Nijman and B.J.M. Werker, 2009b, *When can life-cycle investors benefit from time varying bond risk premia?* Forthcoming Review of Financial Studies.
- Maurer, R. and Somova, B., 2009, *Rethinking retirement income strategies – How can we secure better outcomes for future retirees?*, Frankfurt am Main: EFAMA.
- Mennens, Kay, 2009, *Welfare implications of the use of annuities in the decumulation of pension entitlements*, Master Thesis, Tilburg: University of Tilburg.
- Mitchell, Olivia S., Zvi Bodie, P. Brett Hammond, and Stephen Zeldes, 2001, *Innovations in Retirement Financings*, Philadelphia: University of Pennsylvania.
- Mitchell, O.S., J.M. Poterba, M.J. Warshawsky and J.R. Brown, 1999, New evidence on the Money's worth of individual annuities, *American Economic Review*, Volume 89, Number 5, 1299–1318.
- Murphy, Paul, 2009, *Pension Decumulation and the Role of Life Annuities*, presentation ICPM discussion forum Melbourne, October 2009.
- Nijman, Theo en Alwin Oerlemans, 2008, Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten, *Netspar Economische Adviezen*, NEA paper 8, Tilburg.
- OECD, 2008, National Annuity Markets Features and Implications, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, number 24, Paris: OECD.
- Palmer, E., 2008, *The market for retirement products in Sweden*, Policy research working paper 4748. Financial Systems Department, Washington: World Bank.
- Peijnenburg, K., Th.E. Nijman en B.J.M. Werker (2009), *Optimal annuitization with background risk and equity exposure during retirement*, Netspar working paper.

- Piñera, José, 2001, *Liberating workers: the world pension revolution*, Cato's letters nr 15, Washington: Cato Institute.
- Reichenstein, W., 2003, Retirement planning: annuities and when they make sense, *Journal of the American Association of Individual Investors*, Volume 25, Number 6, July 2003, 23-28.
- Rivera-Rozo, Jairo, 2009, *Including variable annuities in a pension decumulation strategy: An international risk-return analysis*, Master Thesis, Tilburg: University of Tilburg.
- Rocha and Thornburn, 2006, *Developing annuity markets, the experience of Chile*, Directions in Development Finance, Washington: World Bank.
- Scott, Jason S., 2007, *The Longevity Annuity: An Annuity for Everyone?*, Palo Alto: Financial Engines, June, 2007.
- SSR, Super System Review, 2009, The scope of the review, Review into the governance, efficiency, structure and operation of Australia's superannuation system, www.supersystemreview.gov.au, 25 August 2009.
- SSR, Super System Review, 2010, MySuper, Optimising Australian superannuation, Review into the governance, efficiency, structure and operation of Australia's superannuation system, www.supersystemreview.gov.au, 20 April 2010.
- Szymanoski, Edward J., 1994, "Risk and the Home Equity Conversion Mortgage," *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, 22, 2, 347-366.
- SZW, 2009, Brief van de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 7 juli 2009 aan de voorzitter van Tweede Kamer der Staten Generaal, referentie AVI/PB/2009/13337, Den Haag: SZW.
- Thornburn, C., R. Rocha and M. Morales, 2007, An analysis of money's worth ratios in Chile, *Journal of Pension Economics and Finance*, 6, :287-312, Cambridge: Cambridge University Press.
- Watson Wyatt Worldwide, 2008, *Recent developments in life annuity markets and Products*.
- Weisman, Steve, 2008, *The truth about buying annuities*, New Jersey: Pearson.

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 bezien (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 Pelsser
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans

Decumulatie van pensioenrechten

In “defined benefit” systemen staat de decumulatiefase centraal in de regeling. Deze schrijft voor dat de uitkering plaatsvindt in de vorm van een (conditioneel) geïndexeerde annuïteit. In “defined contribution” systemen bestaat er tot de pensioendatum onduidelijkheid over de hoogte van de uitkering. Deze hangt af van de hoogte van het opgebouwde vermogen en de prijs van de bij pensionering aan te kopen annuïteiten. In dit paper vragen Gerry Dietvorst (UvT), Carel Hooghiemstra (ABN AMRO), Theo Nijman (UvT) en Alwin Oerlemans (APG) zich af wat een optimale vormgeving voor de decumulatiefase is. Daarbij kijken ze zowel naar Nederland als naar het buitenland.