



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar NEA PAPERS

Martin Pikaart en Gert Bos

Duurzame pensioenen
from scratch



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

Martin Pikaart en Gert Bos

Duurzame pensioenen from scratch

NEA PAPER 41

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Mei 2011

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA
Erik Beckers – Zwitserleven
Martijn Hoogeweegen – ING
Arjen Hussem – PGGM
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën
Jan Koeman – Ministerie van SZW
Johan Nieuwersteeg – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV
Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam
Peter Wijn – APG

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. Stellingname</i>	13
<i>3. Het fundament</i>	15
<i>3.1 De uitgangspunten op hoofdlijnen</i>	16
<i>3.2 Nadere uitgangspunten</i>	19
<i>4. De concrete vormgeving</i>	26
<i>4.1 Het vehikel</i>	27
<i>4.2 De regeling</i>	29
<i>4.3 Nadelen</i>	33
<i>4.4 Nadere keuzes</i>	36
<i>4.5 Nevendekkingen</i>	38
<i>4.6 Aanpassing tweede pijler</i>	39
<i>5. Terugblik</i>	41
<i>Literatuur</i>	43

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

Martin Pikaart is zelfstandig adviseur op het terrein arbeidsvoorwaarden en pensioenen en voorzitter van het Alternatief voor Vakbond.

Gert Bos is pensioenfiscalist en verbonden aan BosConsult BV, een adviesbureau voor werkgevers, pensioenfondsen en verzekeraars op het gebied van arbeidsvoorwaarden en pensioenen.

De auteurs danken in de eerste plaats Theo Kocken voor het idee om een theoretisch optimaal pensioencontract zonder buffers uit te werken. Herman Brill bedanken we voor veel inspirerende discussies en in het bijzonder voor het uitwerken van het beleggingsbeleid voor de cohorten. Joeri Potters en Bart Oldenkamp bedanken we voor hun suggesties en kritische vragen. De referees bedanken we eveneens voor hun kritische lezing.

DUURZAME PENSIOENEN FROM SCRATCH

Samenvatting

Dit paper beschrijft een nieuwe kapitaalgedekte pensioenvoorziening vanuit de zogenoemde 'greenfield' gedachte. De regeling is theoretisch superieur, communicatief eenvoudig en volledig transparant. We presenteren een vehikel zonder winsttoegmerk en zonder aandeelhouders, maar met een compleet contract. Een regeling die aan een aantal eenvoudige principes voldoet: geen harde garanties en/of buffers, maar doelmatig gebruik van het kapitaal. En een continu (over de pensioendatum heen), risicomanagement gedreven beleggingsbeleid, gericht op een geïndexeerd doelpensioen.

Er is geen sprake van discontinuïteit, als gevolg van de overgang van opbouw naar uitkering, zoals bij verzekeraars en DC-regelingen. Hiermee kan het conversierisico van een lage rentestand op pensioendatum worden vermeden. Het is een persoonlijk pensioenplan met actuariële risicodeling per cohort, met collectieve beleggingen, en een regeling zonder extreem financieel risico doordat het risicomanagement continu wordt toegepast. Het is een fusie tussen Defined Contribution- en Defined Benefit-systemen, vormgegeven in een Onderlinge Waarborgmaatschappij, zonder ex ante welvaartverdeling. Het is een 'zacht' doelpensioen met een keihard risicocontract en bijbehorend risicomanagement.

Hiermee classificeert dit pensioencontract zich nadrukkelijk tussen de regelingen van de huidige tweede en derde pijler in. De hier beschreven pensioencontracten zijn wettelijk nu al uitvoerbaar in de derde pijler. Met een aantal wettelijke aanpassingen kunnen ze ook werken in de tweede pijler.

1. Inleiding

Hoe zou je een nieuw kapitaalgedekt pensioenvoorziening ontwerpen als je met een leeg vel mag starten? Met de kennis van vandaag, inclusief de geleerde lessen over de laatste decennia, zal het resultaat er ongetwijfeld anders uitzien dan de huidige DB- of DC-systemen. Stel dat ons gevraagd werd een duurzame oudedagsvoorziening te bedenken. Duurzaam betekent betaalbaar, rekening houdend met structurele vergrijzing, overleven in zeer volatiele financiële markten, en puur geënt op stakeholders om te blijven functioneren op de lange termijn. Waar zouden we mee op de proppen komen?

In dit paper werken we eerst het fundament uit op hoofdlijnen. Daarna komen de ingrediënten aan de orde en vervolgens moet de oplossing ook passen binnen het wettelijk kader. We behandelen keuzevraagstukken en governance, maar ook het type vehikel komt aan bod. Daarmee ontstaat een ontwerp van een duurzaam pensioenstelsel dat bovendien al Frijs- en Goudswaard*proof* is. Het is bovendien in lijn met de hoofdbeginselen zoals geformuleerd door de Europese Raad van Göteborg¹. Deze beginselen, die de houdbaarheid van oudedagsvoorzieningen op langere termijn moeten garanderen, zijn integraal overgenomen door het kabinet in het Nationaal Actieplan Pensioenen. De gekozen karakteristieken kwalificeren deze regeling als een hybride vorm en als een middenweg tussen de traditionele tweede en de derde pijler. We hebben echter een uitwerking beschreven die probleemloos in de derde pijler geïmplementeerd kan worden. Iedereen die pensioen wil opbouwen uit betaalde arbeid, kan deelnemen.

1 Juni 2001.

We hopen dat dit paper een bijdrage levert aan de zoektocht naar een nieuwe pensioenregeling die wel de tand des tijds kan doorstaan.

2. Stellingname

In dit paper willen wij de volgende stellingen betrekken en verdedigen:

1. Gegarandeerde pensioentoezeggingen pakken nadelig uit voor een groot deel van de pensioendeelnemers. Een optimaal pensioen bevat dan ook geen juridische garanties.
2. Uitkeren in beleggingseenheden in de pensioensfeer is niet eng; het helpt om beleggingsrendementen in de uitkeringsfase beter te verdelen. Een optimaal pensioen bestaat dan ook uit beleggingseenheden.
3. Er is geen noodzaak om op de pensioendatum opeens met een aankoopverplichting te komen. Beleggen in de uitkeringsfase is nuttig en noodzakelijk. Een optimaal pensioen beschikt dan ook over een continu beleggingsbeleid, over de pensioendatum heen.
4. Er is in de vorm die wij voorstellen geen noodzaak om pensioenfondsen verplicht te stellen.
5. Als we enkele uitgangspunten van het Pensioenakkoord (mee-ademen met de beurs, langlevensrisico niet meer doorschuiven, opbrengst = som van premie en rendement, solidariteit in evenwicht) *consequent* uitwerken, komen we op het hier beschreven optimale pensioen uit.
6. De arbeidsrechtelijke positie (werknemer, zelfstandige of DGA) is niet relevant voor dit optimale pensioencontract.

Voordat we dit inhoudelijk gaan uitwerken, merken we twee dingen op:

- In de eerste stelling kunnen we onderscheid aanbrengen tussen twee verschillende gevallen. Ten eerste het geval van een externe partij die garant staat voor de harde garanties. Verzekeraars treden op als dergelijke externe garantiestellers. Voor het risico dat ze lopen eisen aandeelhouders een premie die ten koste gaat van de pensioenuitkeringen van de deelnemers. Dit is een van de standaard argumenten van pensioenfondsen om het eigen bestaansrecht te verdedigen. In het andere geval, waarbij wel garanties worden afgegeven maar er geen externe partij is die zich garant stelt, liggen de bijbehorende risico's bij een deel van de deelnemers. Voor de hand ligt dat dit de jongere deelnemers zijn. We betogen dat in deze structuur, die in feite de huidige praktijk beschrijft en die opereert als een OWM, de nadelen voor jongeren aanzienlijk zijn. Bovendien zijn juridische garanties nooit meer waard dan de hoeveelheid opgebouwd kapitaal. Als dat minder is dan de aanspraak, ontstaat een verdelingsprobleem. Om dit probleem bij voorbaat te elimineren, is in ons voorstel de aanspraak gelijk aan het opgebouwde kapitaal. Voor wie bekend is met Netspar, is deze eerste stelling natuurlijk geen verrassing. De redenering die we gekozen hebben om tot deze conclusie te komen, onderbouwt echter tegelijkertijd de andere stellingen.
- In de voorlaatste stelling benoemen we expliciet (tussen haakjes) welke uitgangspunten van het Pensioenakkoord we bedoelen. Dit is nodig omdat dit akkoord zoveel tegenstrijdige uitgangspunten bevat, dat men er nog alle kanten mee op kan.

3. Het fundament

Voor het ontwerpen en het institutionaliseren van een (sociaal) pensioencontract, is inzicht in de interactie tussen mensen noodzakelijk. Hetzelfde geldt voor inzicht in de manier waarop instituten ontstaan en samenwerkingsverbanden floreren². De beroemde Schotse filosoof David Hume heeft hiervan het fundament beschreven in de *Treatise of Human Nature*. Toonaangevende denkers zijn in zijn voetsporen getreden en benaderen samenwerking en moraal als natuurlijk menselijk gedrag met inzichten uit de evolutionaire biologie en game-theorie. Dit is de basis voor het concept *mechanism design*³, een methode die ons kan helpen om een fair systeem van regels en *incentives* te ontwerpen dat het gedrag van agenten en principalen in goede banen leidt. Uit dit fundament ontstaan de volgende drie principes voor een duurzaam pensioen contract⁴.

Stabiliteit

Het pensioencontract moet stabiel zijn (in equilibrium) om te overleven. Dus de korte en de lange termijn zijn met elkaar verbonden zoals een Siamese tweeling. Actief bijsturen en expliciet risicomanagement is noodzakelijk om de *poverty trap* te voorkomen.

Fairness

De belangen van alle stakeholders zijn vooraf gedefinieerd en overeengekomen in een gezamenlijk risicocontract. Dit resulteert in duidelijke doelstellingen en risicoafbakeningen om intrinsieke

2 Zie bv. David Willetts, *The Pinch*.

3 Zie http://en.wikipedia.org/wiki/Mechanism_design.

4 Zie Multi-Stakeholder Risk Management, Oldenkamp & Bril.

spanning in het stelsel te mitigeren. De cohesie van een coalitie hangt af van de mate waarin men erin slaagt de aspiratie van de individuele leden te bekoren, zoals Hume betoogt.

Efficiency

Collectiviteit en actuariële risicodeling in een non-profit vehikel met voldoende schaalgrootte geven zonder twijfel het beste pensioensysteem. Maar dit is onvoorwaardelijk verbonden met een naadloze implementatie van de strategie.

3.1 De uitgangspunten op hoofdlijnen

Deze principes kunnen vervolgens vertaald worden in een eisenpakket dat nodig is voor een superieur pensioensysteem. Een belangrijke eis is dat de regeling niet afhankelijk kan worden gemaakt van een assumptie over een bepaalde toestroom van nieuwe toetreders. Impliciet betekent deze constatering dat we geen verplichtstelling aannemen. Door de vergrijzing kantelt namelijk de compositie van de bevolkingsspiramide. Anderzijds mag er geen afhankelijkheid zijn voor de duurzaamheid van de volgende generatie. De mogelijkheid van afwentelen van financiële risico's op de jongeren, onder de vlag van solidariteit, is geen optie⁵. Een optie is hooguit dat deelnemers vooraf expliciete contractuele afspraken maken over de mate waarin risico's worden overgenomen en tegen welke prijs.

Een andere *known unknown*⁶ is het te verwachten rendement op de beleggingen en de toekomstige inflatie. Niet alleen het gemiddelde verwachte rendement, maar ook het verloop door de tijd (pad) is van belang. Hoge rendementen tijdens relatief kleine vermogens (begin van de accumulatiefase) wegen niet

⁵ Zie Aandacht voor Uitkeringsfase.

⁶ Zie <http://en.wikipedia.org/wiki/Unknown-unknown>.

op tegen grote negatieve rendementen tijdens grote vermogens (zoals die zijn opgebouwd rond de pensioenleeftijd). Het vormen van buffers (vaak in combinatie met harde verzekeringsgaranties) wordt vaak gekozen als oplossing voor de onzekerheid over toekomstige rendementen. Deze buffers (en garanties) moeten gefinancierd worden en contractueel gekoppeld worden aan eigendomsrechten. Participanten betalen dus voor een buffer die ze misschien niet nodig hebben. Of ze maken gebruik van een buffer waarvoor ze niet betaald hebben. Dit is strijdig met de gekozen uitgangspunten van *fairness* en efficiency. Efficiënter is beleggen op basis van een doelvermogen, waarbij extreme marktrisico's zoals langdurige zeer lage kapitaalmarktrente, sterk dalende aandelenbeurzen, en/of zeer hoge inflatie afgedekt worden door een vooraf gedefinieerde risicomanagementstrategie en bijbehorende implementatie⁷.

Het pensioensysteem moet theoretisch optimaal zijn. Premies worden dus alleen aangewend voor beleggingen, uitvoeringskosten, risicoafdekking strategieën en eventuele aanvullende overlijdensrisico- en/of arbeidsongeschiktheidsverzekeringen. Als de vorm zodanig gekozen wordt dat er geen sprake is van eigen of vreemd vermogen-verstrekken en als de deelnemers het volledige risico dragen, hoeven er geen buffers of harde verzekeringsgaranties gevormd te worden. Economisch gezien zou dat een sigaar uit eigen doos zijn. Een reden om hiervoor wel te kiezen is het vertrouwen en de acceptatie van de participanten 'winnen'. Het delen van de actuariële risico's levert voor alle deelnemers theoretisch voordeel op, maar dan wel opgedeeld in leeftijdscohorten om de flexibiliteit van het systeem te waarborgen en een te grote druk op de solidariteit te voorkomen. Gepoolde

7 Zie 'Het nut van risicodeling bij beschikbare premieregelingen'.

beleggingsfondsen en integraal risicomanagement zijn nodig om lage uitvoeringskosten en schaalvoordelen te behalen in een non-profit organisatie⁸.

De kern van dit systeem is bovendien zo simpel dat bijkomende zaken als communicatie en uitvoeringskosten automatisch transparant worden. Bijkomend voordeel is dat alle betrokkenen hetzelfde belang hebben: elke deelnemer maakt deel uit van het systeem.

Een belangrijke eigenschap is dat het nieuwe pensioenstelsel open is, vrijwillig en met voldoende noodzakelijke flexibiliteit, maar zonder onbeperkte keuzevrijheid voor de beleggingsmix. Het is open voor iedereen die op zoek is naar een aanvullende pensioenvoorziening; wel moet iedere potentiële deelnemer zich vooraf committeren aan de spelregels, ongeacht of hij/zij werknemer, ZZP'er of directeur-eigenaar is. De flexibiliteit zit hem voornamelijk in het zelf kiezen (of tijdelijk stopzetten) van de premie (wetende dat dit de belangrijkste parameter is), de pensioenleeftijd, het opnemen van deeltijdpensioen en het al dan niet afdekken van aanvullende risico's zoals vroegtijdig overlijden en/of arbeidsongeschiktheid.

De deelnemers zijn geen 'gevangenen' in een gesloten systeem maar kunnen op ieder moment vrij toe- en uittreden op basis van een marktwaardering van hun individuele financiële positie. Heldere, duidelijke en begrijpelijke communicatie is hiervoor een minimale voorwaarde. Er kunnen meerdere vehikels ontstaan die dit nieuwe pensioencontract aanbieden. Deelnemers kiezen een vehikel naar keuze op dezelfde wijze als ze een bank kiezen voor hun spaarrekening. Dit kan de betrokkenheid bij het gekozen vehikel ten goede komen.

8 DNB Working paper, No. 258 / August 2010, Bikker, Steenbeek and Torrachi.

De basisgedachte van het optimale pensioencontract is gebaseerd op het principe van een tontine⁹, die Lorenzo de Tonti al in 1653 in Frankrijk gebruikte voor het delen van langlevens risico. Deelnemers storten premie in de tontine die vervolgens werd belegd. Tijdens de looptijd kregen de overlevende deelnemers een uitkering en bij tussentijds overlijden volgde er geen uitkering. Dit is eigenlijk een omgekeerde levensverzekering, waarin normaal gesproken de uitkering plaatsvindt bij overlijden. Dit principe is beschreven in de context van *Limited Purpose Banking* door Kotlikoff¹⁰ als ideaal vehikel voor een langlevens fonds vormgegeven in een onderlinge waarborgmaatschappij. Het eigendom – en volledige risico – geënt op de coöperatieve historie, ligt bij de leden. Er zijn geen aandeelhouders of schuldhouders die intrinsieke instabiliteit creëren door tegengestelde belangen. De gekozen insteek is om beproefde modellen en concepten te recycleren en te versterken met moderne instrumenten en technieken op het vlak van beleggings- en risicomanagement.

Let wel: we hebben het dus over een kapitaalgedekt pensioenstelsel, op collectieve leest geschoeid. Als we ons zouden beperken tot individuele regelingen, zijn we natuurlijk snel klaar.

3.2 Nadere uitgangspunten

We stellen nog een aantal nadere aannames vast, waaraan het optimale pensioencontract zou moeten voldoen. Sommige aannames volgen direct uit een van de gekozen uitgangspunten, andere uit de combinatie van twee of meer uitgangspunten. Weer andere staan er min of meer los van.

⁹ Zie <http://en.wikipedia.org/wiki/Tontine>

¹⁰ Jimmy Stewart is dead, 2010.

1. *De doelstelling is een reëel pensioen.*

Bij een theoretisch optimaal pensioen hoort een indexatie-doelstelling. Men kan stellen dat de indexatie-doelstelling de morele bestaansgrond is van een collectieve kapitaaldekking. Na een omslaggebaseerd stelsel, waarbij indexatie eenvoudig in te passen is, is een collectief kapitaalgedekt pensioencontract de enige optie voor indexatie binnen redelijke kosten. De onhoudbare combinatie van nominale garanties en reële doelstelling wordt hier vermeden.

2. *De regeling is duurzaam.*

Een duurzame regeling moet zoveel mogelijk onafhankelijk zijn van aannames over toekomstige ontwikkelingen. Of het nu de toename van de levensverwachting is, de toestroom van nieuwe deelnemers, de politieke wil om een verplichtstelling in stand te houden, of het rendement op aandelen of vastrentende waarden. Duurzaamheid kan dus maar één ding betekenen: de regeling is niet afhankelijk van deze aannames. Hiermee vallen zowel DB- als CDC-regelingen onmiddellijk af¹¹.

3. *De regeling is transparant.*

De deelnemer moet op elk gewenst moment *online* kunnen zien wat de stand van zaken is van zijn pensioen. Transparantie betekent ook dat alles op marktwaarde wordt gewaardeerd en afgerekend.

4. *Risico's liggen expliciet bij de deelnemers.*

Dit is eigenlijk vanzelf het geval. Het is denkbaar dat derden onverwacht te hulp schieten in geval van hoge nood, zoals eventuele werkgevers of de overheid. Wie dit echter als

¹¹ Zie 'Grijze reuzen staat water aan de lippen', respectievelijk 'Collectief CDC in huidige vorm niet duurzaam'. Zie verder "DB is ooit gemaakt in bijzondere demografische omstandigheden, toen een grote groep jonge werknemers het pensioen voor een kleine groep moest verdienen." J. Tamerus, in Netspar perspectief, IPN Augustus/September 2010, p. 22.

uitgangspunt hanteert, introduceert een systeemfout. Het is immers zeker dat er gevallen zullen optreden waar de onverwachte hulp uitblijft of ontoereikend is. Bovendien is het niet vanzelfsprekend dat de deelnemers een werkgever hebben; ze zijn misschien ook werkzaam als zelfstandige.

5. *De regeling is flexibel.*

Omdat de risico's expliciet bij de deelnemer liggen, moet de regeling flexibel zijn. De deelnemer kan de premiebetaling (tijdelijk) stopzetten als de omstandigheden daarom vragen. Het moet mogelijk zijn later dan gepland met pensioen te gaan, of met deeltijdpensioen, et cetera. De deelnemer kan kiezen voor een bepaalde pensioendatum (met actuariële herrekening van de uitkering) of voor laag-hoog pensioen, of voor deeltijdpensioen gevolgd door voltijdpensioen. Dit volgt in feite uit het uitgangspunt dat het risico expliciet bij de deelnemer ligt. De deelnemer kan bepalen om op een bepaalde datum met pensioen te gaan. Het bijbehorende risico is dan een lagere (of hogere) uitkering.

6. *De doelstelling is een min of meer constante (reële) uitkering.*

Deze doelstelling, die door het beleggingsbeleid en het beleggingsbeleid alleen geborgd moet worden¹², dient uiteraard om de deelnemers te behoeden voor al te grote schokken. Wij zien niet direct een reden om deze aanname veel strikter te maken en te eisen dat de uitkering exact gelijk blijft. Om te beginnen zijn er allerlei fiscale regels die frequent veranderen en die ervoor zorgen dat de koopkracht van de pensioenontvanger niet helemaal hetzelfde blijft. Bovendien is indexatie altijd subjectief: indexatie waarmee? Met de loonstijging in de cao (als die er al is)? Met de CPI? Met de daadwerkelijk gereali-

12 Zie het hoofdstukje 'Nadere keuzes' voor een nadere beschrijving van het beleggingsbeleid en bijbehorend risicomanagement.

seerde loonstijging? Ten slotte zorgen de toezichtregels ervoor dat hoge zekerheid veel geld kost. In het pensioenjargon: we gaan uit van 'zachte' rechten.

Overigens willen we hiermee niet deeltijdpensioen of andere flexibilisering ontmoedigen. We bedoelen expliciet: als de ontvanger kiest voor een volledig pensioen vanaf een zekere datum, dan is het streven om vanaf die datum de uitkering ongeveer hetzelfde te houden (in reële termen). Door deze doelstelling kunnen we spreken van een 'doelpensioen', Maar wel een die niet door juridische claims gedekt wordt.

7. De regeling is theoretisch optimaal.

Hiermee bedoelen we dat voor elke deelnemer deze oudedagsvoorziening de verwachte verhouding tussen premie en uitkering optimaal is. In het ideale (niet-realiseerbare) geval wordt op overlijdensdatum de laatste euro uitgekeerd.

Bovenstaande punten staan natuurlijk niet los van elkaar. Zo brengt echte transparantie met zich mee dat de risico's bij de deelnemers liggen. Daar liggen ze altijd, is het niet direct dan wel indirect. Denk bijvoorbeeld aan de bezuinigingen die de overheid moet doorvoeren om de bancaire sector te redden.

8. Actuariële risicodeling en collectiviteit.

De ingelegde premie wordt, na eventuele inhouding van kosten en premies voor risicoafdekking¹³, slechts gebruikt voor pensioenopbouw van de deelnemer zelf. Overigens: vrijwel elke Nederlander denkt dat het huidige pensioensysteem ook zo werkt. Dit is namelijk de logische keus voor een kapitaalgedekt systeem. Anders geformuleerd: er zit geen solidariteit in de regeling behalve expliciete risicosolidariteit (actuariële

13 In de vorm van een verzekering of anderszins, zie verder.

risicodeling). Elke andere vorm van solidariteit is een vorm van subsidie en staat haaks op de eis van transparantie en duurzaamheid. Bovendien gaat subsidie–solidariteit doorgaans uit van aannames die hooguit enige tijd geldig zullen zijn¹⁴. In een *greenfield* situatie zoals we die hier beschrijven, ligt het uiteraard niet voor de hand om uit te gaan van een regeling die doordeesemd is van dergelijke solidariteiten¹⁵, en dan te proberen een duurzame regeling te fabriceren door verder te boetsen. Natuurlijk geldt ook dat risicosolidariteit uitgaat van aannames die niet per se constant blijven door de tijd heen. Hier zijn echter de aannames helder gekwantificeerd, waardoor het verloop in de tijd inzichtelijk is en erop gestuurd kan worden.

Hoewel we enkel inhoudelijke uitgangspunten hebben genomen en geen institutionele, volgen er toch enkele consequenties uit deze uitgangspunten die op hun beurt weer gevolgen hebben voor de institutionele inrichting.

9. *Institutionele borging*

Er is een vehikel met rechtspersoonlijkheid nodig, dat gekwalificeerd is om pensioenregelingen in juridische en fiscale zin uit te voeren. Zonder een dergelijk vehikel is het niet goed mogelijk om een collectief systeem in te stellen.

10. *Governance*

Zoals we verderop betogen, is het onder de huidige wetgeving goed mogelijk om dit optimale pensioencontract in de derde

¹⁴ Zie voetnoot 11.

¹⁵ Zie bijvoorbeeld de 14 vormen van solidariteit die Kuné onderscheidt in de Bijlage 'Vormen van inkomensherverdeling binnen de aanvullende pensioenregelingen' in zijn artikel Solidariteiten in collectieve pensioenregelingen, in Kosten en baten van collectieve pensioensystemen, Van der Lecq en Steenbeek, 2006, of zie Netspar artikel Vos–Pikaart.

pijler vorm te geven. Door de keuze van een geschikt vehikel is de governance al zodanig geregeld, dat de belangen van deelnemers en bestuur optimaal op één lijn liggen.

11. De zeggenschap ligt bij de deelnemers.

Dit is bijvoorbeeld het geval als de deelnemers het vehikel besturen. Op die manier blijven de belangen van de deelnemers en die van het bestuur parallel lopen: het bestuur wordt gevormd door deelnemers. De risico's liggen ten slotte bij de deelnemers, zodat er geen enkele aanleiding is andere partijen tot het bestuur toe te laten. Bovendien kunnen we strikt genomen niet eens spreken van de traditionele bestuurszetels voor de werkgever, omdat we niet noodzakelijkerwijs hebben verondersteld dat de deelnemers werknemers zijn. Een andere mogelijkheid is een collectief contract, uitonderhandeld door de deelnemers.

12. Kosten

In deze opzet zijn de volgende garanties aanwezig voor lage kosten: ten eerste de collectiviteit. Dit levert volgens Bikker en De Dreu¹⁶ de grootste bijdrage aan lage kosten. Ten tweede de marktwerking. Deelnemers kunnen switchen bij onvoldoende presteren van de pensioeninstelling in kwestie. Ten derde de vormgeving van het continue beleggingsbeleid, waarbij geen dwang bestaat om op een vooraf vastgelegde datum kapitaal om te zetten in een gegarandeerde uitkering. De overheid kan dit versterken door de zogeheten kleine verplichtstelling in te voeren: de overheid verplicht deelnemers tot een minimale afdracht van pensioenpremie bij een daartoe gecertificeerde pensioeninstelling.

16 "Uitvoeringskosten van pensioenverstrekkers", J.A. Bikker en J. de Dreu, in in *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Van der Lecq en Steenbeek, 2006.

Ten slotte hoort bij een (theoretisch) optimaal model dat het niet gevoelig is voor parameters die in wezen niets met pensioen te maken hebben. Een daarvan is de arbeidsrechtelijke positie van de deelnemer. Het is niet duidelijk waarom de drie definiërende aspecten van een arbeidsverhouding (arbeid, gezag, loon) grote invloed moeten hebben op de vormgeving van de oudedagsvoorziening. Nog veel sterker geldt dit voor de connotaties bij het begrip 'uitgesteld loon'. Toch is dit in de hedendaagse wetgeving wel het geval. Niet alleen institutioneel (pensioenfonds versus verzekeraar), maar ook fiscaal is de pensioensituatie voor werknemers en zelfstandigen totaal verschillend. Daarbij komen nog allerlei vormen van wetgeving zoals de verevening van pensioenrechten bij scheiding, etc. Deze aspecten hebben we in het theoretische land dat we beschouwen buiten de overwegingen gelaten. Hier en daar geven we het aan wanneer deze aspecten een rol spelen.

Nogmaals benadrukken we dat in het optimale pensioencontract geen buffers aanwezig zijn. Uiteraard dient een buffer wel een bepaald doel, namelijk het bieden van zekerheid. Ons standpunt is dat die zekerheid er uiteindelijk niet is. Elke gekwantificeerde vorm van aan de deelnemers geboden zekerheid kan uitdraaien op een fiasco. Het is beter om daarover volstrekt helder te communiceren.

4. De concrete vormgeving

In dit hoofdstuk willen we de vormgeving, uitgaande van de uitgangspunten, zo concreet mogelijk maken en plooiën naar de hedendaagse wetgeving. Hier en daar zijn er verschillende invullingen mogelijk, die zullen we als keuzeopties beschrijven.

Zoals we gezien hebben, volgt vrijwel direct uit de uitgangspunten dat de ingelegde premie of het ingebrachte kapitaal maar voor drie zaken kan worden gebruikt:

- Kosten behorende bij de uitvoer van de regeling
- Expliciete risicopremie
- Opbouw eigen pensioen.

Hiermee is de tweede pijler om diverse redenen een onbegaanbare weg geworden. Om te beginnen gaat de Pensioenwet uit van een pensioenaanspraak van een werkgever aan een werknemer met garanties. In het optimale pensioencontract zijn er geen garanties anders dan degenen ingebouwd in het beleggings- en risicomanagement.

Daarnaast bevat een verplichtgestelde pensioenregeling afgedwongen solidariteit, dat wil zeggen subsidiesolidariteit. Iedere pensioenregeling die verplicht gesteld is, hanteert namelijk de doorsneesystematiek. Het is van te voren duidelijk wie er betaalt en wie er ontvangt.

Bij een niet verplicht gestelde regeling is het a priori mogelijk een beschikbare-premiereregeling als basisregeling in te voeren, maar dan loop je aan tegen de fiscale maxima die de wetgever hiervoor stelt. Deze zijn direct afgeleid van de bijdragen in een salaris-diensttijdregeling, waarmee we toch weer terug zijn bij de systematiek van de doorsneepremie.

Het grootste voordeel van het huidige systeem, de verplichte kapitaalgedekte pensioenopbouw, kan eenvoudig(er) gerealiseerd worden door een algemene pensioenplicht.

4.1 Het vehikel

We komen op dit moment dus automatisch terecht in de derde pijler voor de opbouw van een theoretisch optimaal pensioen. Daarbij hebben we de volgende varianten voor een vehikel:

1. Een verzekeraar:
 - a. Een naamloze vennootschap (NV)
 - b. Een onderlinge waarborgmaatschappij (OWM)
 - c. Een spaarkas.
2. Een bank
3. Een PPI.

Het grote verschil tussen een verzekeraar en een bank is de behandeling bij overlijden. De standaard optie bij een verzekeraar is dat het opgebouwde kapitaal vervalt aan de verzekeraar (sterftewinst voor de verzekeraar), terwijl bij een bank het opgebouwde kapitaal vervalt aan de erfgenamen.

Een tweede, kleiner, verschil is gelegen in de duur van de uitkering: zowel een verzekeraar als een bank mag een tijdelijke uitkering verstrekken, maar formeel mag alleen een verzekeraar een uitkering verstrekken die als levenslang betiteld mag worden. Daar valt natuurlijk wel een mouw aan te passen, door een tijdelijke uitkering te verstrekken met een duur van 50 jaar, maar dit vergt een complexere communicatie.

We denken dat een verzekeraar een betere keus is voor ons theoretisch optimale pensioenvehikel, met name vanwege het communicatieve aspect. In het collectieve denken ga je nu eenmaal voor een pensioen naar een pensioenfonds of een

verzekeraar. Bovendien is het levenslange risico lastiger af te dekken bij een bank. Overigens is een bank voor het hier beschreven optimale pensioencontract geen a priori onbegaanbare weg.

De verzekeraar kan bovendien worden gemodelleerd als pensioenfonds van de toekomst. Door de inwisselbaarheid van de verschillende onderdelen die een rol spelen bij de pensioenuitvoering, is het door ons voorgestane vehikel bij uitstek geschikt om ook in de toekomst te kunnen worden gebruikt als PPI of als API. De PPI biedt in de Nederlandse implementatie van de IORP-richtlijn op dit moment onvoldoende mogelijkheden. Denk aan het verbod om pensioenen uit te keren, in verband met het langlevensrisico. Daarnaast staat de PPI op dit moment niet open voor zelfstandigen. Als de wetgeving wordt verruimd op deze punten, biedt de PPI goede kansen om de door ons voorgestelde regeling uit te voeren.

Binnen de categorie verzekeraars onderscheiden we de NV, de OWM en de spaarkas. De spaarkas is een vehikel waarbij deelnemers per jaar dat de spaarkas openstaat voor inleg, geld inleggen. Na bijvoorbeeld een jaar sluit de spaarkas. Er wordt een aantal jaar belegd en vervolgens wordt in een keer het kapitaal naar rato van inleg verdeeld over de overlevende deelnemers van de kas. Bij overlijden vervalt het kapitaal namelijk aan de spaarkas. Als een deelnemer dit niet wenst, moet hij een contraverzekering sluiten (overlijdensrisicoverzekering).

De eenmalige uitkeringswijze verhindert natuurlijk dat de spaarkas meedingt naar een vehikel voor pensioenen. Maar de eenvoudige structuur sluit nauw aan bij de boven beschreven principes.

Resteert de keuze tussen een NV en een OWM. Die is snel gemaakt op basis van de uitgangspunten. We kiezen er immers expliciet voor om het risico bij de deelnemers te laten liggen,

en niet bij externe aandeelhouders. Bovendien is inspraak van de deelnemers bij een OWM makkelijker te regelen; die is in feite ingebakken in de structuur van de onderlinge. Niet alleen inspraak, maar de gehele bestuursverantwoordelijkheid. Bij het onderbrengen van het kapitaal bij een verzekeraar is dat laatste geen optie, en is alleen inspraak realiseerbaar in de vormgeving van het contract met de vennootschap. (De enige manier om het optimale pensioencontract onder te brengen in een vennootschap, is door alle deelnemers vennoot te maken. Theoretisch is dit mogelijk, maar de fiscale en andere complicaties maken deze weg een stuk minder begaanbaar dan die van de OWM.)

Daarmee is de onderlinge de aangewezen vorm voor ons gezochte pensioenvehikel, dat voldoet aan de uitgangspunten van duurzaamheid, transparantie, onderlinge risicodeling, en besturing door de deelnemers. Bij voldoende schaalgrootte is dit ook de meest efficiënte oplossing. In een not-for-profit OWM is er geen winstdoelstelling, wordt geen belasting betaald, is er geen beloning voor aandeelhouders en hoeven er geen buffers gefinancierd te worden.

De governance is hiermee ook voor het overgrote deel geregeld via het verenigingsrecht. Deelnemers hebben zeggenschap en kunnen het bestuur naar huis sturen. Dat is een sterke aansporing voor het bestuur om de belangen van de deelnemers optimaal te bedienen.

4.2 De regeling

Nu is het zaak de regeling zo vorm te geven binnen de huidige wetgeving dat we zo nauw mogelijk aansluiten bij de gekozen uitgangspunten. We kunnen nu ook de standaard terminologie hanteren voor pensioenregelingen bij een verzekeraar. In de opbouwfase heten die vaak lijfrenteverzekering, levensverzekering

of beleggingsverzekering; in de uitkeringsfase lijfrente of annuïteit. We gebruiken hier de term lijfrente voor de regeling in zowel de opbouw- als de uitkeringsfase. De werking van de beschreven lijfrente is wezenlijk anders dan gangbare vormen die bekend staan als woekerpolissen.

In de opbouwfase is het niet zo spannend. Van belang voor de deelnemer zijn de kosten, het risico, en de keuze voor aanvullende verzekeringen. In de uitkeringsfase spelen al deze elementen natuurlijk ook een rol. Daarnaast komt er een element bij: de keuze tussen een levenslange en tijdelijke uitkering. Voordat we daar dieper op in gaan, werken we eerst nader uit wat we verstaan onder het te lopen risico van een lijfrente in de uitkeringsfase.

De wettelijke vereisten voor een lijfrente zijn: geblokkeerd, onvervreemdbaar, levenslang, vast en gelijkmatig. De eerste twee zijn logisch gezien de fiscale omkeerregel (aftrekbare pensioenpremies in de opbouwfase en belaste uitkeringen tijdens de pensionering) en de derde hebben we boven besproken. Wat betreft de gelijkmatigheid, die ziet toe op een reguliere uitkering: doorgaans elke maand. Met een vaste uitkering bedoelen we een uitkering die elke periode dezelfde hoogte heeft. Aangezien een strikte uitleg van deze eis de gewenste indexatie uitsluit, staat de wetgever de volgende varianten toe op de vaste uitkering:

- Een stijging met de CBS index.
- Een stijging met de verwachte inflatie.
- Een uitkering in een vast aantal beleggingseenheden (Unit-Linked, UL).

De uitvoeringsregeling IB 2001 specificeert dat de laatste voor het overige net zo behandeld moet worden als een lijfrente in euro's. Het is duidelijk dat alleen de variant in beleggingseenhe-

den voldoet aan de gekozen uitgangspunten. Deze is immers het meest flexibel en veronderstelt ook geen buffer. Inderdaad zijn de solvabiliteitsvereisten voor de OWM bij een UL lijfrente verwaarloosbaar, aangezien het risico bij de deelnemers ligt. In ons geval is de verzekeraar niet meer dan een lege schil om de deelnemers heen, van en voor de deelnemers. We willen die buffers ook niet. De vaste lijfrente werkt als volgt: op conversiedatum wordt het opgebouwde kapitaal omgerekend tot een vaste levenslange uitkering. De gebruikte parameters zijn de kosten, de rente en de levensverwachting. Bij een UL lijfrente wordt dezelfde berekening gemaakt, maar dan in termen van de onderliggende waarden. Vervolgens wordt levenslang dit aantal waarden uitgekeerd, tegen de op dat moment geldende waardering van de onderliggende beleggingen. De fiscus¹⁷ schrijft dit zo voor. De uitkering is dus alleen afhankelijk van de feitelijke geldwaarde van de units, anders gezegd: van het behaalde rendement. De fiscus staat verder toe dat de berekening per uitkeringsperiode of per jaar plaatsvindt. Uiteraard betekent een jaarlijkse berekening dat er een buffer aangehouden moet worden om die voor één jaar vaststaande uitkering te garanderen. Omdat we ervan uitgaan dat we geen buffers aanhouden, ligt het voor de hand de uitkering elke uitkeringsperiode opnieuw te berekenen.

Ten slotte moet er, om de berekening van de annuïteit uit te voeren op conversiedatum (om het vaste aantal units te bepalen), een zekere rente gebruikt worden in de berekening. De fiscus schrijft hier voor dat dit moet gebeuren of op basis van de u-rendementen¹⁸ of op basis van vergelijkbare lijfrenten in euro's. Dit laatste biedt de (commercieel interessante) mogelijkheid om altijd de hoogste rente te bieden.

17 Uitvoeringsregeling IB 2001.

18 Zie website van het Verbond van Verzekeraars.

Maar de UL heeft nog veel meer voordelen vanuit het perspectief van de deelnemer (vergeleken met een vaste lijfrente in euro's):

1. *Minder nadeel van de rentestand op conversiedatum.*

Bij een vaste lijfrente in Euro's is doorgaans de rentestand op conversiedatum bepalend voor de hoogte van de uitkering gedurende de gehele looptijd. En dat kan ook niet anders in een marktwaardering. Maar bij een UL lijfrente kan dit anders en beter: het effect van de rentestanden wordt sterk getemperd doordat elke uitkeringsperiode opnieuw de effectieve waarde van de onderliggende assets wordt berekend.

2. *De mogelijkheid om continu beleggingsbeleid op te tuigen, zonder knip op conversiedatum.*

Door de knip te omzeilen worden de beleggingsmogelijkheden sterk vergroot.

3. *Meer mogelijkheden voor het aanbieden van een reële vaste uitkering.*

De verzekeraar houdt immers meer flexibiliteit over in het beleggingsbeleid. Er kan dus gestreefd worden naar waardevastheid.

4. *Goedkoper vanwege de afwezigheid van een buffer.*

Het totale ingelegde kapitaal (minus kosten en verzekeringspremie) komt tot uitkering.

5. *De regeling is volkomen transparant.*

Vanuit de optiek van de deelnemer is het buitengemeen simpel: van zijn ingelegde kapitaal worden op transparante wijze een kostenpremie en eventueel de verzekeringspremie ingehouden. De rest wordt belegd op een manier die de OWM heeft besloten. De uitkeringshoogte hangt af van de rendementen. Het langlevens risico is afgedekt.

4.3 Nadelen

Natuurlijk zijn er ook nadelen verbonden aan de oplossing. We hebben de volgende nadelen geïdentificeerd:

1. De mogelijkheid bestaat dat deelnemer zijn kapitaal overleeft.
2. De mogelijkheid bestaat dat de uitkering sterk fluctueert.
3. Een hoge rentestand met lage beleggingsresultaten.
4. Mogelijk relatief hoge kosten.
5. Wantrouwen van de consument door de afwezigheid van buffers.

Dit zijn serieuze bezwaren waarvoor we een oplossing moeten vinden. Het langlevens risico kan als het ware continu worden ingebed door bij de periodieke herrekening van de uitkering niet alleen de waarde van de unit mee te nemen, maar ook de meest recente sterftetabel¹⁹. Als het aantal deelnemers groot genoeg is, kunnen op termijn zelfs de sterftetekansen van het eigen deelnemersbestand een rol spelen bij de periodieke herrekening van de uitkering.

Er kan ook voor gekozen worden het langlevens risico op een andere wijze af te dekken. De onderlinge kan besluiten het risico van ouder worden dan bijvoorbeeld 90 jaar collectief af te dekken bij een herverzekeraar. Dit kan worden vormgegeven als een verzekering (uitgestelde annuïteit) of als een specifiek derivaat (longevity). Dat laatste heeft veruit de voorkeur, omdat op die manier de fiscale behandeling niet in de weg zit: de waarde van het derivaat behoort gewoon tot de beleggingen en de opbrengst ervan komt dus terecht bij de deelnemer middels de standaard waardeberekening van de units.

19 Dit is op dit moment fiscaal niet toegestaan, maar is bij gelijke(re) behandeling van pensioenfondsen en verzekeraars een voor de hand liggende optie.

Door het langlevens risico op deze wijze collectief af te dekken, ontstaat (expliciete) solidariteit van kort levenden naar lang levenden. De bijbehorende solidariteitsafdracht is bovendien vooraf bekend: de prijs van het derivaat. Bovendien kan het beleggingsbeleid dan expliciet rekening houden met een eindleeftijd van 90 jaar.

Een sterke fluctuatie in de uitkeringen moet voorkomen worden met behulp van een specifiek daarop gericht beleggingsbeleid, gekoppeld aan expliciet risicomanagement. De deelnemers stellen vast hoeveel risico ze maximaal willen lopen, en de OWM belegt binnen de gestelde doelen. Dit lijkt op het eerste gezicht misschien een wat grove benadering, maar uiteindelijk is de werkwijze van een pensioenfonds niet anders – zeker niet sinds het inzicht daagt²⁰ dat er niet meer kan worden uitgekeerd dan de ingelegde premie en de daarop gemaakte rendementen. Het verschil is dat wij de bepaling van de mate van risico's expliciet aan de deelnemers laten. Het *meeademen* met de beurs waar sociale partners sinds het Pensioenakkoord van juni 2010 op af koersen, is hier transparant vormgegeven in een unit-linked uitkering.

Er is veel recent onderzoek naar het stabiel houden van annuïtaire uitkeringen, onder meer door de aanschaf van (index-linked) obligaties. Zie bijvoorbeeld Decumulatie van Pensioenrechten, Netspar 34, *Rethinking retirement income strategies- How can we secure better outcomes for future retirees?, en Including variable annuities in a pension decumulation strategy: an international risk-return analysis.*

Ten derde kunnen bij een hoge rentestand lage beleggingsresultaten worden geboekt. Hier speelt de keuzevrijheid van de

20 Pensioenakkoord, juni 2010.

deelnemer de grootste rol. De deelnemer kiest een OWM met het daarbij behorende beleggingsbeleid. Daarbinnen kan het natuurlijk voorkomen dat de OWM slecht belegt. Hiervoor zijn de voor de hand liggende stuurinstrumenten: een actief bestuur, betrokken leden en, in het slechtste geval, een faillissement van de OWM. Overigens is dit een situatie die in principe elke beleggingsinstelling kan treffen.

Ten vierde kan het zijn dat de kosten relatief hoog worden. We gaan immers niet uit van een (grote) verplichtstelling bij een bepaald fonds. De kosten voor werving zullen dus zonder meer toenemen. Daar staat tegenover dat de kosten voor (individuele of collectieve) overgang van de ene naar de andere OWM lager zullen liggen dan in het huidige systeem. Ook de governance- en toezichtskosten zullen aanzienlijk lager liggen. Door de grotere 'alignment' tussen de belangen van bestuur en deelnemers kan de OWM toe met een aanzienlijk soberder bestuursmodel. Als de overheid een soepele overgang van de ene naar de andere OWM borgt, zal dit de klantgerichtheid van de OWM's ten goede komen, en daarmee bijdragen aan lage kosten. Ten slotte kan de overheid een pensioenplicht instellen waarbij de uitvoering door een beperkt aantal gecertificeerde pensioeninstellingen kan worden gedaan. Door de pensioenplicht kunnen de distributiekosten laag worden gehouden.

Ten slotte is het denkbaar dat consumenten een OWM zonder buffers te weinig vertrouwen om hun geld eraan toe te vertrouwen. Dat geldt overigens ook voor veel van de huidige pensioenfondsen, maar die hebben daar geen last van vanwege de verplichtstelling. Hier is transparante communicatie geboden.

4.4 Nadere keuzes

Vanuit het perspectief van de deelnemer is de regeling dus een UL lijfrente. Vanuit het perspectief van de OWM moet gekozen worden voor de Universal life techniek. Dit is een administratieve wijze die faciliteert dat de premies uit het opgebouwde kapitaal worden gehaald. Dit is bijvoorbeeld nuttig tijdens een periode zonder geldinleg.

We gaan nu iets nader in op de risicodeling en we verfijnen de besproken aspecten. Tot nu hebben we vrij algemene redeneringen gehouden. Ook hebben we vermeden keuzes te maken die niet direct voortvloeien uit de theoretische uitgangspunten. Uiteraard komt er een moment dat je dat niet langer vol kunt houden en er min of meer willekeurige keuzes gemaakt moeten worden. Al is het maar omdat er op een gegeven moment een specifieke belegging aangekocht moet worden voor het ingebrachte geld. Je kunt nu eenmaal geen theoretisch optimale belegging aanschaffen... We hebben er bewust voor gekozen om de willekeurige keuzes zo lang mogelijk uit te stellen en de structuur zo helder mogelijk neer te zetten. De min of meer willekeurige keuzes hebben te maken met de risicodeling. Zoals tot nu toe beschreven, ligt de sterftewinst en het totale beleggingsrisico bij het collectief. Met name de sterftewinstdeling kan gezien worden als een (expliciete) vorm van solidariteit binnen de OWM. Hier kleeft het nadeel aan dat kosten veroorzaakt door grote stijgingen van de levensverwachting toch weer naar de toekomst geschoven worden. Om dit te beperken zonder al te veel in te boeten op de kracht van het collectief, splitsen we het collectief op in cohorten. We beogen dus hiermee tot een meer afgebakende risicodeling te komen, waarbij de deelnemer de mederisicodrager 'herkent'. Daartoe creëren we voor de opbouwfase cohorten van 10 jaar: van geboortjaar 1930–1939, 1940–1949, 1950–1959, 1960–1969,

1970–1979, 1980–1989, 1990–1999, et cetera, wanneer de noodzaak zich aandient. Voor de uitkeringsfase creëren we cohorten van vijf jaar plus een 'schuivend' cohort '90+', dat als het ware alle 90-plussers opneemt. We geven nu elk cohort een eigen beleggingspool en laten de sterftewinst in eerste instantie binnen het cohort plaatsvinden.

Het doelpensioen moet met hoge mate van zekerheid gehaald moeten worden (afhankelijk van premiestortingen) maar er worden geen harde verzekeringsgarantie afgegeven. De deelnemers kopen units van het paraplufonds in hun cohort en daarmee delen ze hun beleggings- & actuariële risico's binnen dit specifieke Cohort.

Het paraplufonds alloceert euro's naar subfondsen afhankelijk van de beleggingsstrategie voor dit cohort. Door de tijd wordt de beleggingsmix aangepast door de riskmanager. Alleen op het niveau van het paraplufonds per cohort wordt er dagelijks een Net Asset Value (NAV) berekend op basis van marktwaarden. De subfondsen worden gebruikt voor alle cohorten in de vorm van een Fonds voor Gemene Rekening (FGR) om te profiteren van schaalvoordeel en administratieve efficiency. De riskmanager sluit intern derivaten overlay voor de cohorten op basis van strategisch risico management per cohort. De riskmanager past de *hedge* aan op basis van de doelstellingen, marktontwikkeling en het risicobudget. De deelnemers die starten in de uitkeringsfase komen in een nieuw uitkeringscohort en brengen opgebouwd kapitaal in (en krijgen een vaste annuïteit in units). De beleggingsstructuur en risicomanagement in de uitkeringscohorten werken technisch hetzelfde en maken gebruik van dezelfde infrastructuur. Alleen de parameters zijn aangepast aan doelstellingen en risicobudget van de uitkeringsfase. Het cohort 90+ ontvangt de opbrengsten van het derivaat, zoals hierboven beschreven.

Schematisch ziet dit er als volgt uit:

Opbouw		2010				2020				New			
Cohorten		1950-1960	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000
Leeftijd		50-60	40-50	30-40	20-30	50-60	40-50	30-40	20-30	50-60	40-50	30-40	20-30
Target premie		5-10%	10-15%	10-20%	10-20%	5-10%	10-15%	10-20%	10-20%	5-10%	10-15%	10-20%	10-20%
Paraplu Fonds		B-O NaV	C-O NaV	D-O NaV	E-O NaV	C-O NaV	D-O NaV	E-O NaV	F-O NaV	C-O NaV	D-O NaV	E-O NaV	F-O NaV
A Aandelen		15%	20%	25%	30%	15%	20%	25%	30%	15%	20%	25%	30%
B Fixed Income		50%	40%	30%	20%	50%	40%	30%	20%	50%	40%	30%	20%
C Credit		25%	30%	30%	30%	25%	30%	30%	30%	25%	30%	30%	30%
D Cash		5%	0	0	0	5%	0	0	0	5%	0	0	0
E Other		5%	10%	15%	20%	5%	10%	15%	20%	5%	10%	15%	20%

Uitbetaling		New				New							
Leeftijd		1945-1950	1950-1955	1955-1960	1960-1965	1945-1950	1950-1955	1955-1960	1960-1965	1945-1950	1950-1955	1955-1960	1960-1965
Paraplu Fonds		A2-U NaV	B1-U NaV	B2-U NaV	C1-U NaV	A2-U NaV	B1-U NaV	B2-U NaV	C1-U NaV	A2-U NaV	B1-U NaV	B2-U NaV	C1-U NaV
A Aandelen		10%				10%	10%	10%		10%	10%	10%	
B Fixed Income		60%				60%	60%	60%		60%	60%	60%	
C Credit		25%				25%	25%	25%		25%	25%	25%	
D Cash		5%				5%	5%	5%		5%	5%	5%	
E Other		0%				0%	0%	0%		0%	0%	0%	

NaV: Net Asset Value
 O: Opbouw
 U: Uitbetaling
 percentages dient slechts als voorbeeld

Risk Management Pass-Through

Cohort	Derivaten	Market
Ao Bo Co A1u A2u B1u	Rates Longevity Inflation Equity	RBS Deutsche City Barclays Etc

4.5 Nevendekkingen

Tot nu toe hebben we ons geconcentreerd op de oudedagslijfrente. Bij een standaard oudedagsvoorziening horen ook een nabestaandendekking en een arbeidsongeschiktheidsdekking. Beide varianten zijn niet in de OWM onder te brengen op een wijze die voldoet aan onze uitgangspunten. Dat ligt aan het risicokarakter van deze dekkingen: voor beide moet een buffer aangehouden worden. Dat betekent dat in onze opzet deze beide voorzieningen als vrijwillige risicoverzekeringen elders ondergebracht dienen te worden. De OWM kan natuurlijk als gevol-

machtigde tussenpersoon optreden voor de herverzekeraar om zodoende schaalvoordeel te behalen. Daarenboven kan de OWM door de collectiviteit afdwingen dat alle deelnemers toegang krijgen tot betaalbare nevenvoorzieningen. Mogelijk kunnen OWM's zich daarmee van elkaar onderscheiden.

4.6 Aanpassing tweede pijler

De huidige indeling van tweede pijler laat ons optimale pensioencontract op dit moment niet toe. Omdat een uitkering in beleggingseenheden, of die daarop gebaseerd is, op basis van de huidige regeling niet als pensioen in de zin van de Pensioenwet wordt aangemerkt, vervalt ook de fiscale facilitering (toepassing van de omkeerregel) van zulke regelingen. Uiterlijk op de pensioendatum moet de pensioengerechtigde – althans op papier – zekerheid hebben over de hoogte van de uitkering.²¹

De huidige tekst van de Pensioenwet moet derhalve op het punt van de eis dat pensioen volgens de wetgever uitsluitend in euro's mag luiden²², worden gewijzigd. Die stap lijkt minder groot geworden, nu de roep om zogenaamde 'zachte' pensioenen steeds luider begint te klinken. Zie ook het Pensioenakkoord dat uitgaat van een reële pensioenambitie, dat wil zeggen een jaarlijks aan de hand van de inflatie aangepaste pensioenaanspraak. Om dit financieerbaar te houden, is de aanspraak niet gegarandeerd en wordt het beleggingsrisico (gedeeltelijk) verschoven naar de deelnemers.

We noemen hier nogmaals de wettelijke belemmeringen voor zover we die hebben geïdentificeerd:

- De toezegging van een werkgever aan een werknemer
- De vaste uitkering, die aanleiding geeft tot:

²¹ Kamerstukken II 2005-06, 30 413, nr 3. p. 174.

²² Artikel 11 PW.

- Een wettelijke verplichte buffer
- Verplichte subsidiesolidariteit, onder meer tussen generaties (bij DB en DC regelingen)
- Deelname per fonds is beperkt tot nauw omschreven groep
- Uitsluiting van zzp'ers
- Wettelijke regels omtrent bestuurssamenstelling
- Alleen vaste uitkeringen zijn fiscaal gefaciliteerd.

Het is in technisch opzicht evenwel een kleine stap om het optimale pensioencontract te implementeren in de tweede pijler.

5. Terugblik

Wat we in wezen gedaan hebben, is teruggrijpen op oude en beproefde technieken. De OWM was een standaard vehikel voor verzekeraars tot de jaren '80, waarin fusies en overnames gedaan werden die alleen mogelijk waren met de rechtspersoon van een vennootschap.

We hebben bovendien de structuur van een tontine ingebracht. Een tontine is een eeuwenoude variant op een spaarkas, waarbij de structuur ook in de uitkeringsfase wordt doorgevoerd. *The survivor takes all*, dus. Dit model is in de 17de eeuw in Europa in zwang geweest. Op een gegeven moment raakte het uit zwang vanwege de mogelijke perverse effecten: het loont om mede-deelnemers uit de weg te ruimen. In Amerika is de tontine-vorm zelfs verboden bij wet.

He perverse aspect is echter in het internettijdperk volledig verdampt: je weet niet eens wie je mede-deelnemers zijn en bovendien zijn het er te veel om zelfs maar het nadenken erover lonend te maken.

Bovendien, omdat de OWM van en voor de deelnemers is, kan het geheel weer toe met ouderwets vertrouwen. De deelnemers kiezen uit hun midden een bestuur op basis van professionaliteit dat de beleggingen toevertrouwt aan een professionele club. Dit bestuur legt jaarlijks verantwoording af. Er is voor niemand, behalve misschien voor de professionele belegger, een drijfveer aanwezig om te veel risico te nemen. Het instellen van een onafhankelijke risicomanager borgt een goede uitkomst. Het is de taak van het bestuur om toezicht te houden op de vermogensbeheerder en de risicomanager. Gaat er iets mis, dan kan het bestuur afscheid nemen van de belegger en de deelnemers van het bestuur of van de OWM. Er is geen noodzaak tot het instellen van

deelnemersraden, in- en externe verantwoordingsorganen, raden van toezicht, actuariële adviseurs die ook de werkgever adviseren, etc. In beginsel biedt het verenigingsrecht voldoende mogelijkheden voor het instellen van de benodigde *checks and balances* voor goed bestuur.

Deze regeling kan dan ook door de sociale partners gebruikt worden bij hun zoektocht naar een nieuwe, duurzame pensioenregeling. De regeling is niet alleen reeds Goudswaard- en Don-proof, ook vermijdt hij de communicatiespagaat die nu eenmaal onvermijdelijk is bij het doen van harde beloftes aan de ene kant (het DB-aspect) en een vaste premie aan de andere kant (als afgesproken in het Pensioenakkoord).

Het contract is Don-proof, omdat rendementsverwachtingen helemaal geen rol spelen in de communicatie met de deelnemer. Wat beloofd wordt, is immers de opbrengst van de beleggingen van het door de deelnemer ingelegde kapitaal. Het contract is Goudswaard-proof omdat de regeling transparant is, duurzaam, open voor werknemers en zzp'ers, met expliciete risicosolidariteit. Er worden geen lasten doorgeschoven naar de toekomst. Het risicocontract en de naadloze implementatie hiervan maken het ook Frijns-proof.

Tot slot: met het door ons voorgestane pensioencontract is het niet meer noodzakelijk om deelneming in een pensioenfonds verplicht te stellen. De aard van het optimale pensioencontract brengt immers met zich mee dat groepssolidariteit alleen op het niveau van het leeftijdscohort gewenst en aanwezig is.

Literatuur

1. Ambachtsheer, Keith, *Pension Revolution: A solution to the pension crisis*, New Jersey, 2007.
2. Brief DNB aan pensioenfondsen, 15 maart 2010.
3. Commissie Don, Advies betreffende parameters pensioenfondsen, september 2009.
4. Commissie Frijns, Commissie beleggingsbeleid en risicobeheer, *Pensioen: "onzekere zekerheid"*, Eindhoven, 2010.
5. Commissie Goudswaard, Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen, *Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*, Den Haag, 2010.
6. De Feniks, Reggy en Peverelli, Roger, *Reinventing financial services: What consumers expect from future bank and insurers*, Amsterdam, 2010.
7. Dietvorst, Gerry ; Hooghiemstra, Carel; Nijman, Theo en Oerlemans, Alwin, Decumulatie van Pensioenrechten, *Netspar Economische Adviezen*, Netspar NEA paper 34, 2010.
8. Frijns, Jean, Collectief CDC in huidige vorm niet duurzaam, TPV april 2006 afl. 2
9. Goldsticker, Ralph, *A Mutual Fund to Yield Annuity-Like Benefits*, www.cfapubs.org January/February 2007.
10. Kocken, Theo en Potters, Joeri, *Sinking Giants*, Life & Pensions, 2010.
11. Kocken, Theo en Potters, Joeri, Grijze reuzen staat water aan de lippen, NPN, juni/juli 2010.
12. Kocken, Theo, Aandacht voor Uitkeringsfase, IPN, oktober/november 2010.
13. Kotlikoff, Laurence, *Jimmy Steward is dead: ending the world's ongoing financial plague with limited purpose banking*, New Jersey, 2010.
14. Maurer, R. en Somova, B., *Rethinking retirement income strategies – How can we secure better outcomes for future retirees?*, EFAMA 2009.
15. Mens, Herialt; Oerlemans, Alwin; Potters, Joeri en De Jong, Jorrit-Jaap, Het nut van risicodeling bij beschikbare premieregelingen, VBA Journaal, voorjaar 2008.
16. Oldenkamp, Bart en Bril, Herman, *Multi-stakeholder risk management*, IPE, 2010.
17. Rivera-Rozo, *Including variable annuities in a pension decumulation strategy: an international risk-return analysis*, Master Thesis, Tilburg: University of Tilburg, 2009.
18. Vos, Mei Li en Pikaart, Martin, Jongeren met pensioen: intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw, Netspar NEA paper 4, 2006.

19. Willetts, David, *The pinch: How the baby boomers took their children's future – and why they should give it back*, 2010.
20. GCAE, Groupe Consultatif Actuariel Européen, *Avoiding Pitfalls In Retirement: A report on defined contribution pensions*, 2009.
21. CCfPR: Competence Centre for Pension Research, *De derde pijler: een volwassen pijler met toekomst?*, Universiteit van Tilburg, 2009.

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 pensioenaansprakenstatistiek (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
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)
Agnes Joseph en Dirk de Jong
- 38 De gouden standaard bij beleidsvoorbereiding (2011)
Peter Kooreman en Jan Potters
- 39 Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen (2011)
Benedict Dellaert en Marc Turlings
- 40 Naar een dynamische toekomstvoorziening. Integratie van werk, pensioen, zorg en wonen over de levensloop (2011)
Lans Bovenberg, Wouter Koelewijn en Niels Kortleve
- 41 Duurzame pensioenen from scratch (2011)
Martin Pikaart en Gert Bos

Duurzame pensioenen from scratch

Hoe zou je een nieuwe kapitaalgedekte pensioenvoorziening ontwerpen als je met een leeg vel mag starten?

Martin Pikaart (zelfstandig adviseur en voorzitter van Alternatief voor Vakbond) en Gert Bos (BosConsult BV) geven in dit paper aan, hoe zij dat zouden doen. Het is een zeer vernieuwend, en volgens de auteurs toch uitvoerbaar, voorstel, dat tussen DB en DC in staat: een 'zacht' doelpensioen met een keihard risicocontract en bijbehorend risicomanagement.