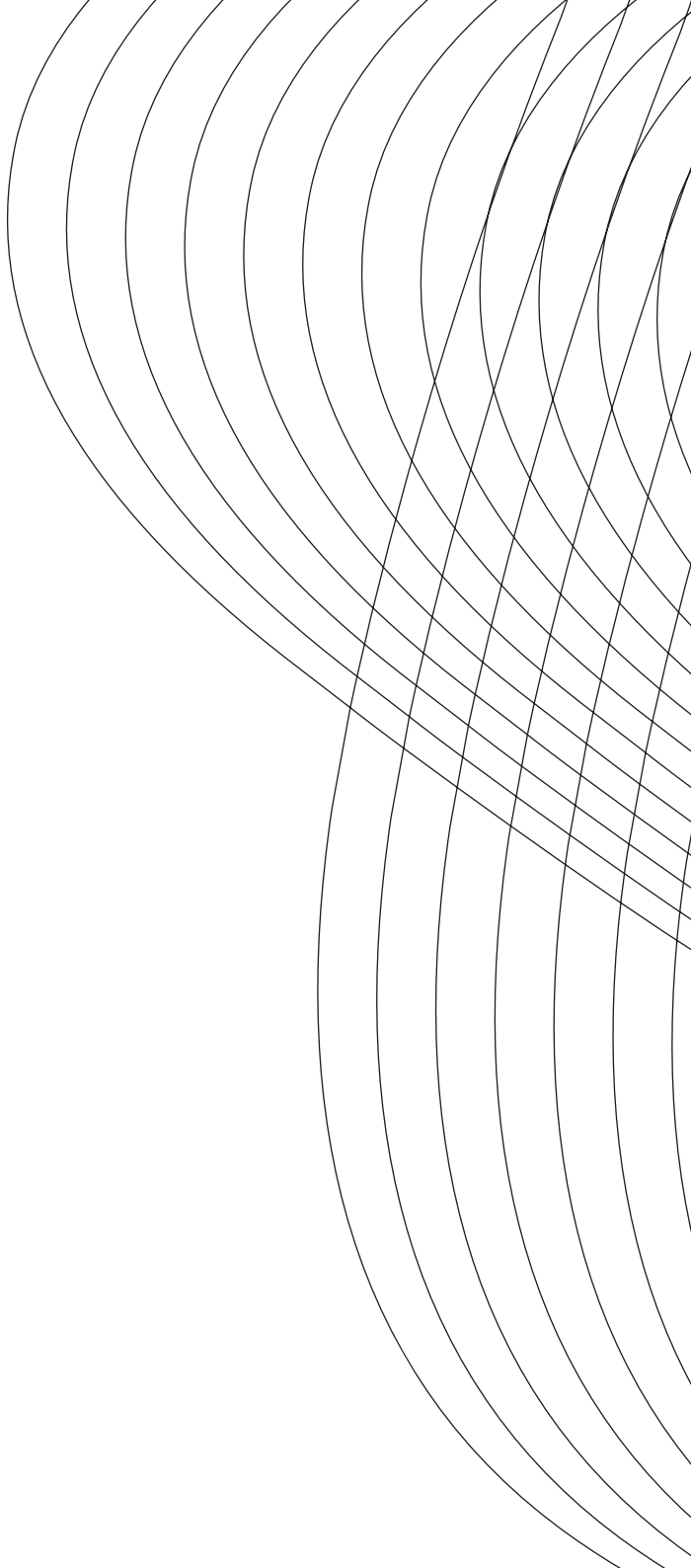




Theo Nijman & Alwin Oerlemans  
**Maatwerk in Nederlandse  
pensioenproducten**

**Netspar NEA Papers**





Theo Nijman & Alwin Oerlemans

# Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten

NEA PAPER 8

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



**Netspar**

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

## **Colofon**

NEA Papers is een uitgave van Netspar  
Juni 2008

### **Redactie**

Henk Don (Voorzitter) (Erasmus Universiteit Rotterdam)  
Jan Marc Berk (De Nederlandsche Bank)  
Bernard ter Haar (Ministerie van Financiën)  
Jan Koeman (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid)  
Peter Kooreman (Universiteit van Tilburg)  
Niels Kortleve (PGGM)  
Albert Mentink (AEGON)  
Joos Nijtmans (Interpolis)  
Alwin Oerlemans (Cordares)  
Rick van der Ploeg (Oxford University)  
Hens Steehouwer (ORTEC)  
Tom Steenkamp (APG)  
Marno Verbeek (Erasmus Universiteit Rotterdam)

### **Vormgeving**

Bladvulling, Tilburg

### **Drukwerk**

Drukkerij Universiteit van Tilburg

### **Redactieadres**

Netspar  
Universiteit van Tilburg  
Postbus 90153  
5000 LE Tilburg  
Telefoon +31 13 466 2109  
info@netspar.nl  
www.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>1. Inleiding</i>	9
<i>2. Het optimale pensioencontract: standaardisering versus maatwerk</i>	15
<i>3. De welvaartskosten van gebrek aan maatwerk</i>	20
<i>4. De mate van maatwerk in nederlandse pensioenproducten</i>	23
<i>5. Barrières op weg naar maatwerk</i>	35
<i>6. Meer maatwerk door innovatie in product design</i>	41
<i>7. Meer maatwerk door aanpassingen in de regelgeving</i>	56
<i>8. Conclusies en aanbevelingen</i>	60
<i>Literatuurlijst</i>	62

Dit paper is geschreven op persoonlijke titel van de auteurs. De auteurs danken de leden van de Netspar werkgroep 'Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten' voor hun bijdragen in de totstandkoming van dit paper tijdens een drietal werkgroepbijeenkomsten. De werkgroep bestond uit de volgende personen: Margriet Adema, Leo Blom, Mirja Constandse, Carel Hooghiemstra, Niels Kortleve, Fieke van der Lecq, Bram Overbeek, Joost Passenier, Nolke Posthuma, Marine Regnault-Stoel, Mariëtte Sanderse, Pieter Westland, Ronald Wuijster. De inhoud van dit paper komt uiteraard volledig voor verantwoordelijkheid van de auteurs.

## 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. Wetenschappers 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.



# 1. INLEIDING

Deze tijd kenmerkt zich door een voortgaande individualisering. De pensioensector staat voor de uitdaging om haar dienstverlening optimaal af te stemmen op het perspectief van het individu. Het succes van Nederland Pensioenland is te danken aan de decennia lange opbouw van een solidair stelsel waarin werknemers en werkgevers met elkaar pensioenovereenkomsten hebben gesloten. Onderlinge solidariteit stelt hen in staat om risico's te delen en te nemen. De trend naar individualisering schept echter de uitdaging voor de sector zijn expertise aan te wenden voor vernieuwing van het collectieve contract en aandacht te besteden aan maatwerk, ook waar dit buiten het collectieve contract wordt vormgegeven. Bij maatwerk gaat het om het creëren van pensioenoplossingen die rekening houden met de verschillen tussen deelnemers. Differentiatie in pensioenregelingen kan via default oplossingen worden vormgegeven, waarbij de defaults zijn afgestemd op het individu of een specifieke groep. Het kan ook gaan om het creëren van mogelijkheden van keuzevrijheid voor het individu. Maatwerk is dus meer dan keuzevrijheid alleen. In deze paper staan Nederlandse pensioenproducten centraal, met name omdat specifieke knelpunten in de Nederlandse institutionele omgeving worden bestudeerd. Hierbij komen zowel collectieve als individuele arrangementen in de 2e en 3e pijler aan de orde. Diverse oplossingen zijn tevens relevant voor het bieden van oplossingen voor de wereldwijde pensioenproblematiek (zie ook Ambachtsheer (2007)).

In veel landen zijn in de afgelopen jaren de pensioencontracten steeds individueler geworden. Daarbij is vaak meer keuzevrijheid ontstaan voor de individuele deelnemer. Zo wordt bijvoorbeeld aan de werknemer overgelaten om al dan niet deel te nemen aan een door de werkgever aangeboden voorziening. De deelnemer kan zelf beslissen hoe het pensioengeld belegd wordt en of de pensioengelden in de vorm van een periodieke uitkering tot overlijden worden uitgekeerd. De risico's van (tegenvallende) ontwikkelingen op de financiële markten of van verkeerde individuele keuzes zijn in veel landen ook steeds meer bij het individu komen te liggen. Keuzevrijheid kan dus ook leiden tot onge-

wenste situaties met onvoldoende pensioeninkomen voor de deelnemer. Maatwerk moet juist bijdragen tot een passend pensioen. In deze paper zullen de mogelijkheden voor maatwerk in de Nederlandse pensioensector worden besproken.

Collectieve pensioencontracten zijn het resultaat van onderhandelingen tussen werkgevers en werknemers over de arbeidsvoorwaarden en zijn van toepassing op collectieve groepen die vallen onder een bepaalde CAO van een sector of onderneming. Voorheen boden de meeste pensioenregelingen een 'one size fits all' pensioen. Deze benadering draagt bij aan een efficiënte uitvoering en het creëren van een goede basisvoorziening voor alle deelnemers. Ook leggen pensioenfondsen alle deelnemers dezelfde premie- en beleggingsregels op. De collectieve contracten worden gekenmerkt door intra- en intergenerationele solidariteit en lage kosten. Door keuzemogelijkheden te beperken kunnen ook de kosten van averse selectie worden teruggedrongen. Deze trend is eveneens zichtbaar in de verzekeringssector, waarin standaardisering in contractvormen wordt nagestreefd om zo ook kosten te verlagen. Anderzijds is de laatste jaren ook in de collectieve sector het nodige maatwerk ontwikkeld. Daarbij gaat het niet alleen over tal van overgangsmatregelen voor deelgroepen, maar ook over keuzemogelijkheden voor deelnemers om bijvoorbeeld de uitkering te laten variëren afhankelijk van de pensioendatum, de uitruil van verschillende pensioenrechten en mogelijkheden voor extra inleg. Bij de verdere ontwikkeling van maatwerk is de vraag hoe ver collectieve pensioenfondsen moeten gaan in het adresseren van heterogeniteit in behoeften en omstandigheden van de deelnemers, ook gegeven de voordelen die de collectieve pensioenregelingen van oudsher bieden.

Individuele pensioencontracten hebben als belangrijk voordeel op de bestaande collectieve pensioencontracten dat het contract kan worden afgestemd op de behoefte en omstandigheden van de individuele deelnemer. De optimale pensioenbesparing en de wijze waarop deze belegd wordt, zal immers o.a. afhankelijk zijn van het door de deelnemer of zijn/haar partner al opgebouwde pensioen, het carrièrepatroon, de levensverwachting, de mate waarin fulltime of parttime langer werken dan de voorziene pensioneringsdatum voor het individu aanvaardbaar is, het beschikbare vermogen, de behoefte om een erfenis na te laten en de risico aversie. In collectieve contracten zijn de premie- en beleggingsregels voor alle deelnemers hetzelfde en bieden dus geen ruimte

voor differentiatie. Aan de andere kant zijn individuele contracten vaak weinig transparant en blijkt dat financiële keuzes van individuen vaak door gedragseffecten het pensioenresultaat negatief beïnvloeden. Prast (2007) laat zien dat individuen vaak moeite hebben met de complexiteit van financiële producten en beleggingsbeslissingen nemen waarin de emotie het van de ratio wint. Munnell et al. (2006) laten zien dat deelnemers aan individuele regelingen (in de V.S.) veelal de voordelen van diversificatie missen: bijna de helft is helemaal niet of juist volledig in aandelen belegd. De kosten van individuele pensioenoplossingen blijken bovendien aanzienlijk hoger te liggen dan van bestaande collectieve oplossingen (zie Bikker en De Dreu (2007)).

In dit paper zetten we de belangrijkste argumenten voor maatwerk in individuele dan wel collectieve elementen in het pensioenproduct op een rij. Een van de conclusies is dat aanbieders van collectieve pensioenproducten hun product aantrekkelijker kunnen maken door het beter af te stemmen op de karakteristieken en wensen van de individuele deelnemer. Maatwerk wordt bereikt door deelnemers met verschillende kenmerken ook verschillende pensioenoplossingen te bieden. Dit kan bijvoorbeeld door premie- en beleggingsregels leeftijdsspecifiek te maken. Wellicht kunnen de premie- en beleggingsregels ook afhankelijk gemaakt worden van de al opgebouwde pensioenrechten, zodat individuen met een pensioengat meer rechten opbouwen. Hiernaast kan ook keuzevrijheid voor het individu worden gecreëerd, zoals mogelijkheden om de ingangsdatum van het pensioen te kiezen, parttime pensioen op te nemen of pensioen anders dan in vaste jaarlijkse bedragen op te nemen. Ook karakteristieken zoals de risico aversie, het verwachte carrièrepatroon, de behoefte om een erfenis na te laten en de individuele mogelijkheden om eventueel langer door te werken zijn belangrijke determinanten van een passend pensioencontract.

Niet alle heterogeniteit in deelnemers, dat wil zeggen niet alle verschillen in karakteristieken en voorkeuren van deelnemers, kan (en dient te) worden geadresseerd in de collectieve producten. Naarmate de collectieve producten minder zijn afgestemd op belangrijke karakteristieken van het individu is het van groter belang om de omvang van de verplichte collectieve pensioenbijdragen te beperken, omdat individuen in de derde pijler wel kunnen bijsparen maar niet kunnen ontsparen. Het is van belang om de beschikbare fiscale ruimte voor pensioensparen op een goede manier in te zetten. De keuze ten aanzien van de optimale

omvang van de pensioenbesparingen in de tweede en derde pijler is echter complex. Op dit moment is deze verdeling mede afhankelijk van de sector of het bedrijf waarin iemand werkzaam is. De pensioenregeling verschilt immers per sector of bedrijf. De individuele werknemer heeft hier maar beperkt invloed op. Voor zelfstandigen geldt zelfs dat zij geheel zijn aangewezen op individuele producten in de derde pijler.

Maatwerk in pensioenoplossingen vereist dat de geschikte pensioenproducten verkrijgbaar zijn. Dit is lang niet altijd geval. Dit geldt zowel voor de tweede als de derde pijler. De sector of de organisatie waarin een werknemer werkzaam is, is bepalend voor de pensioenregeling. Er is dan sprake van maatwerk op sector of bedrijfsniveau, los van de karakteristieken van het individu. Ook in de derde pijler zijn er beperkingen in zowel het ontwerp van oplossingen als het aanbod van producten. Individuen die bijsparen in de derde pijler kunnen nauwelijks conversie risico vermijden bij de overgang van kapitaalopbouw naar pensioeninkomen. Evenzeer kan illiquide vermogen (bijvoorbeeld het eigen huis) niet gemakkelijk worden omgezet in pensioeninkomen. Het is bovendien niet mogelijk lang leven risico af te dekken, maar tegelijkertijd wel beleggingsrisico's op dezelfde activa te nemen. Dergelijke beperkingen in het productaanbod suggereren mogelijkheden voor innovatie die in paragraaf 6 aan de orde komen.

Meer maatwerk vereist meer transparantie van het pensioenproduct alsmede uitbreiding van de zorgplicht van de aanbieders van pensioenproducten. Zorgplicht en transparantie zijn van belang om individuen te helpen bij het maken van keuzes. Evenzeer is transparantie van belang om het draagvlak te kunnen creëren voor verschillen in pensioenuitkomsten tussen individuen met verschillende karakteristieken of preferenties. Ook moet bij het creëren van keuzevrijheid rekening worden gehouden met het lage pensioenbewustzijn van de gemiddelde consument. Aanpassingen van de regelgeving rond pensioencommunicatie en zorgplicht die meer ruimte geven voor maatwerk in pensioenoplossingen worden in paragraaf 7 besproken. Ook een aantal gewenste aanpassingen in de fiscale regelgeving zal aan de orde komen.

De structuur van dit paper is als volgt.

- In paragraaf 2 worden de belangrijkste argumenten voor 'one size fits all' versus maatwerk in het pensioencontract op een rij gezet.

- In paragraaf 3 worden de welvaartskosten van een gebrek aan maatwerk binnen een eenvoudig model gekwantificeerd.
- In paragraaf 4 wordt gekeken naar de mate van maatwerk in bestaande Nederlandse pensioenproducten en hoe heterogeniteit tussen deelnemers geadresseerd kan worden.
- In paragraaf 5 staan de belangrijkste barrières voor maatwerk.
- In paragraaf 6 worden innovaties in individuele en collectieve pensioenoplossingen besproken die het pensioenproduct beter op individuele karakteristieken kunnen afstemmen.
- De belemmeringen voor maatwerk die voortvloeien uit de bestaande regelgeving staan centraal in paragraaf 7.
- De belangrijkste conclusies en aanbevelingen staan in paragraaf 8.

De belangrijkste beleidsaanbevelingen van dit paper zijn:

- De Nederlandse collectieve pensioenregelingen kunnen verder worden verbeterd door deze via betere defaults preciezer af te stemmen op individuele omstandigheden van de deelnemer, zoals leeftijd, mogelijkheid tot langer doorwerken en bestaande pensioenopbouw.
- Individuele pensioenaanvullingen zijn een essentieel element van een optimaal pensioencontract.
- Meer transparantie van kosten, risico's en uitkeringen van zowel individuele als collectieve pensioenproducten is vereist om de kwaliteit van de pensioenproducten verder te verbeteren.
- Het pensioenregister kan een essentiële rol spelen bij de integratie en standaardisering van informatie die voor aanbieders en consumenten van belang is om te komen tot adequaat maatwerk op een level playing field. Om de consument optimaal inzicht te geven in zijn toekomstige pensioeninkomen is het van belang om ook de derde pijler en levensloop hierin te integreren.
- Een pensioenkwaliteitslabel gekoppeld aan het pensioenregister kan een nuttige aanvulling zijn op de bestaande pensioenoverzichten.
- Op de Nederlandse markt is behoefte aan innovatieve derde pijler producten, waaronder uitkeringsproducten die de risico's voor de consument ten aanzien van conversie en inflatie beperken. Ook is er behoefte aan meer flexibele en risicodragende annuïtaire oplossingen.

- Aanpassing van de fiscale en zorgplichtregelgeving is gewenst om deze meer flexibele en risicodragende annuïtaire oplossingen mogelijk te maken.
- Collectieve pensioenoplossingen blijven in veel landen op basis van oneigenlijke argumenten buiten beschouwing. Mechanismen voor deling van langlevens- en marktrisico's en het integreren van de opbouw- en uitkeringsfase kunnen daarbij waarde toevoegen aan bestaande DC oplossingen.

## 2. HET OPTIMALE PENSIOEN- CONTRACT: STANDAARDISERING VERSUS MAATWERK

In de afgelopen jaren is er in de wetenschappelijke literatuur veel aandacht geweest voor de specificatie van het optimale pensioencontract en de wijze waarop het contract zal afhangen van karakteristieken en preferenties van het individu. Een overzicht van de literatuur op dit terrein is te vinden in Schotman et al. (2008). Deze literatuur suggereert dat de optimale omvang van de premiebetaling, het beleggingsbeleid en andere aspecten van het pensioencontract zoals de vorm waarin de pensioenrechten kunnen worden opgenomen niet alleen afhangen van macro-economische variabelen zoals de huidige rentestand en de verwachte aandelenrendementen, maar met name ook van individuele karakteristieken en preferenties. In deze paper zullen we ons beperken tot vijf dimensies waarin individuen van elkaar verschillen.

- Individuen die voor hun leeftijd nog weinig pensioenrechten hebben opgebouwd dienen meer pensioen op te bouwen dan anderen (pensioenopbouw).
- Individuen met een naar verwachting steil carrièrepad prefereren om pas later in hun carrière pensioen op te bouwen (carrièrepad).
- Jongeren met veel bijna risicoloos menselijk kapitaal dienen... meer beleggingsrisico te nemen (life cycle).
- Individuen die bereid en in staat zijn, indien nodig, langer door te werken kunnen minder inleggen en meer beleggingsrisico nemen dan anderen (beleggingshorizon).
- Individuen met een lage risico aversie kiezen ervoor minder in te leggen en meer beleggingsrisico te nemen (risicoaversie).

Deze vijf dimensies van de heterogeniteit in deelnemers zijn gekozen om de analyse overzichtelijk te houden; de opsomming pretendeert zeker niet om uitputtend te zijn. Ook verschillen in levensverwachting (bijvoorbeeld op basis van verschillen in opleiding) of aard van het human capital (wel of niet gevoelig voor onzekere toekomstige schokken) kunnen

een grote rol spelen bij de keuze van het gewenste pensioencontract. Dat geldt bijvoorbeeld ook voor de behoefte om een erfenis na te laten, voor de omvang van het vrije vermogen (inclusief onroerend goed) of voor de burgerlijke staat (belang van nabestaandenpensioen). Deze karakteristieken kunnen wel worden meegenomen in specifieke individuele oplossingen (zie paragraaf 6), maar zullen verder slechts zijdelings in de analyse betrokken worden.

Bestaande collectieve contracten houden doorgaans slechts beperkt rekening met heterogeniteit in behoeften en omstandigheden van de deelnemers en leggen allen dezelfde premie- en beleggingsregels op. Daartegenover staat dat collectieve contracten gekenmerkt worden door intra- en intergenerationele solidariteit en lage kosten. Bovendien is bekend dat financiële keuzes van individuen vaak mede bepaald worden door gedragseffecten die het pensioenresultaat negatief beïnvloeden. Hierbij gaat het bijvoorbeeld over beslissingen over de pensioeninleg en de wijze van beleggen van de inleg. In Bovenberg et al. (2007) zijn de voor- en nadelen van collectieve en individuele producten gekwantificeerd uitgaand van een aantal vereenvoudigende veronderstellingen. In paragraaf 3 wordt de analyse in Bovenberg et al. (2007) uitgebreid met een inschatting van de potentiële welvaartswinst van adequaat maatwerk ten aanzien van de bovengenoemde vijf dimensies van heterogeniteit.

Pensioenproducten kunnen op verschillende manieren worden afgestemd op de behoeften en karakteristieken van individuen. We bespreken vier vormen:

- Keuzevrijheid zonder advisering aan de consument.
- Differentiatie binnen de tweede pijler ('digitale differentiatie').
- Defaults en advisering binnen tweede pijler ('digitale adviseur').
- Defaults en advisering binnen de tweede pijler gecombineerd met adequaat aanbod van derde pijler producten.

Een eerste manier is om erop te vertrouwen dat het individu zijn eigen behoeften en karakteristieken het best kent en in staat en bereid is om de pensioenoplossing daar steeds weer op af te stemmen. Nog afgezien van kosten die hiermee gepaard gaan (transactiekosten, opportunity costs), is een belangrijke beperking van deze optie dat individuen vaak



noch de behoefte noch de kennis hebben dit soort financiële beslissingen te nemen (Van Rooij et al. (2007), Lusardi en Mitchell (2007)). De financiële lange termijn beslissingen van individuen lijken vaak ook verre van optimaal in die zin dat maar moeilijk modelveronderstellingen te construeren zijn om deze te rationaliseren. Adequaat financieel advies en investeringen in financiële educatie kunnen een rol spelen bij het oplossen van het probleem dat individuen financiële lange termijnbeslissingen (waaronder pensioenbeslissingen) moeilijk kunnen overzien. De beschikbare literatuur suggereert echter dat daarmee de nadelen van volledige vrije keuze zeker niet volledig kunnen worden weggenomen (zie bijvoorbeeld Lusardi (2004, 2008), Van der Lecq (2005), Laibson (2007)).

Een tweede manier om pensioenproducten meer af te stemmen op individuele karakteristieken is om binnen de verplicht gestelde collectieve regelingen te differentiëren in premiestelling, rechtentoekenning<sup>1</sup> of beleggingsbeleid. Bekend is in de Nederlandse beleidsdiscussie bijvoorbeeld het pleidooi van Teulings en De Vries (2006) om het collectieve pensioencontract zo in te richten dat jongeren meer beleggingsrisico lopen dan ouderen. Evenzeer pleiten zij ervoor om de premiehoogte die een cohort betaalt te laten afhangen van de schokken op financiële markten aangezien dit cohort participeerde in het intertemporeel contract. Anderen (waaronder Boeijen et al. (2007)) hebben er voor gepleit de premiehoogte voor allen gelijk te houden maar door middel van aansprakensturing te differentiëren tussen cohorten. Als gevolg van allerlei omstandigheden (carrièreverloop, parttime werk, werk als zelfstandige of in het buitenland) kan de bestaande opbouw van pensioenrechten binnen een cohort heel divers zijn voor de verschillende deelnemers. In tegenstelling tot de gangbare situatie zou de jaarlijkse opbouw in collectieve producten afhankelijk gemaakt kunnen worden van de bestaande opbouw. Daarbij zouden ook het beschikbaar vrij vermogen, het eigendom van een huis of opgebouwd partnerpensioen een rol kunnen spelen. Niet alle relevante individuele karakteristieken kunnen in een gedifferentieerd collectief contract zonder keuzeopties worden meegenomen. Risicopreferenties die een rol spelen in het beleggingsbeleid zijn alleen bij het individu bekend. Hetzelfde geldt voor informatie over de gezondheidstoestand die van grote invloed kan zijn bij de beslissing voor

1 Denk bijvoorbeeld aan het al dan niet indexeren.

de pensioneringsdatum, voor de keuze tussen een lagere periodieke uitkering vanaf relatief jonge leeftijd, en voor het later laten ingaan van de hogere pensioenuitkeringen.

De afgelopen periode zijn niet alleen binnen collectieve DB regelingen de mogelijkheden tot maatwerk toegenomen. Sommige DB regelingen hebben een meer hybride DB-DC karakter gekregen waarbij voor het inkomen boven een bepaalde inkomensgrens een beschikbare premie-regeling van toepassing wordt. De basis DB regeling wordt dan aangevuld met een excedentregeling. Dit betekent dat een grote groep werknemers met keuzes voor langetermijn beleggen worden geconfronteerd, waar eerder het fonds deze beslissingen nam. Deze veranderingen in pensioenregeling zijn meestal niet terug te voeren op de wens tot het bieden van meer maatwerk (of meer keuzevrijheid), maar op het doorschuiven van het beleggings- en langlevensrisico van fonds (of sponsor) naar de deelnemer.

Naast de extremen van volledige vrije keuze door consumenten en verplicht gestelde differentiatie binnen collectieve regelingen kan aan een aantal tussenoplossingen worden gedacht om de pensioenproducten af te stemmen op individuele karakteristieken.

Allereerst gaan we in op de specificatie van defaults in een verplicht gestelde regeling. Bekend is dat indien een consument keuzevrijheid heeft, niet alleen het aanbod van producten van belang is, maar evenzeer de wijze waarop keuzes worden gepresenteerd (zie bijvoorbeeld Benartzi en Thaler (2007), Beshears et al. (2008), Kooreman en Prast (2007), Bodie et al. (2008)). Belangrijk is dat een beperkt aantal relevante alternatieven wordt aangeboden en dat, indien geen actie wordt genomen, een robuuste pensioenoplossing wordt geïmplementeerd. Dit betekent bijvoorbeeld dat binnen verplicht gestelde bijdragen aan DC fondsen niet maar liefst 600 grotendeels identieke beleggingsopties moeten worden aangeboden zoals in Zweden in 2002 is gebeurd. Een ander voorbeeld betreft het geval waarbij de keuze van deelnemers sterk wordt beïnvloed door vier vastrentende fondsen en één aandelenfonds aan te bieden in plaats van vier aandelenfondsen en één vastrentend fonds. Ook is bekend dat veel meer werknemers deelnemen aan een pensioenregeling indien zij zich moeten uitschrijven om dat te voorkomen dan wanneer ze zich moeten aanmelden om dat te bewerkstelligen. De vormgeving van de 'default' die aangeeft wat er gebeurt als geen

actie wordt ondernomen blijkt dus van groot belang. De 'default' kan uiteraard ook betrekking hebben op andere aspecten van het pensioencontract dan de inleg, en de 'default' kan afhankelijk gemaakt worden van de individuele karakteristieken van de deelnemer, zoals leeftijd, verwachte loopbaan of mate van risicoaversie.

De specificatie van de omvang en samenstelling van het menu waaruit deelnemers aan een tweede pijler regeling kunnen kiezen en van de 'defaults' zal doorgaans gebeuren door de werkgever die de pensioenregeling aanbiedt, dan wel in samenspraak door de werkgevers en werknemers aan de CAO-tafel of in het bestuur van het pensioenfonds. Een voorbeeld hierbij is een indexatie van pensioenrechten die wordt gekoppeld aan de loonontwikkeling in de sector of specifieke afspraken over flexibilisering van de pensioendatum. De bepaling van het juiste keuzemenu en van adequate 'defaults' is van groot belang voor de toegevoegde waarde van de pensioenregeling.

Het keuzemenu in een tweede pijler regeling zal nooit zo omvangrijk zijn dat alle individuele pensioenwensen daarin worden gerealiseerd, al was het maar omdat het keuzemenu dan veel te uitgebreid zou worden en de keuzes voor veel deelnemers niet meer zijn te overzien. 'Minder is meer' is het devies. De pensioenwensen die wat de tweede pijler regeling biedt te boven gaan kunnen worden geadresseerd in de derde pijler waarin op vrijwillige basis individueel extra pensioenproducten kunnen worden gekocht. Daarvoor is uiteraard een vereiste dat nog voldoende fiscale ruimte beschikbaar is voor derde pijler producten en dat de gewenste producten tegen adequate condities worden aangeboden. Ook in de derde pijler is transparantie en adequate voorlichting over de consequenties van keuzes van groot belang.

Bij het creëren van nieuwe maatwerkoplossingen kan gebruik worden gemaakt van betere technologische hulpmiddelen (zoals internet), die het eenvoudiger maken maatwerk voor het individu te faciliteren. Van belang is tevens steeds te realiseren dat het nastreven van eenmalige optimalisatie voor de langere termijn een utopie is gegeven de voortdurende veranderingen in persoonlijke omstandigheden en onzekerheden die samenhangen met de lange termijn.

In de volgende paragrafen zal worden teruggekomen op de gewenste eigenschappen van tweede en derde pijlerproducten alsmede op het belang van transparantie en advies.

### 3. DE WELVAARTSKOSTEN VAN GEBREK AAN MAATWERK

Uniforme collectieve pensioenproducten worden tegen lage kosten aangeboden, kennen intergenerationele solidariteit en beschermen deelnemers tegen gedragseffecten die het pensioenresultaat sterk negatief kunnen beïnvloeden (zie o.a. Cui et al. (2005)). Ook de kosten van adverse selectie worden door verplichte uniforme producten beperkt. Anderzijds zijn uniforme producten per definitie niet afgestemd op de individuele situatie van de deelnemer. Meer op de individuele situatie afgestemde producten, ongeacht of die een tweede of derde pijler karakter hebben, zullen al snel gepaard gaan met een hoger kosten niveau en met meer kans op suboptimale pensioenkeuzes. De afweging tussen uniforme producten en maatwerk is dus een afweging tussen de voordelen van beide typen pensioenproducten. Alvorens in de volgende paragrafen meer concreet in te gaan op voorbeelden van gebrek aan maatwerk en het belang van innovatieve pensioenproducten, worden in deze paragraaf de welvaartskosten van een aantal contracten ten opzichte van het theoretisch optimale pensioencontract voor individuen met specifieke karakteristieken vergeleken om zodoende het belang van maatwerk te kwantificeren.

Bepaling van de welvaartskosten van bepaalde pensioenarrangementen is uiteraard slechts mogelijk door een aantal specifieke modelveronderstellingen te maken. De veronderstellingen die we in deze paragraaf maken komen overeen met die in Bovenberg et al. (2007). Dit betekent o.a. dat wordt verondersteld dat gedurende 45 jaar pensioen wordt opgebouwd en dat men 20 jaar van het pensioen geniet. Het arbeidsinkomen is a priori bekend. De deelnemer streeft ernaar zijn of haar consumptieve bestedingen gelijkmatig over het leven te verdelen conform een intertemporele scheidbaar CCRA nutsfunctie. De enige risicofactor in de analyse is het marktrisico van beleggingen in zakelijke waarden. Meer details over de precieze modelveronderstellingen zijn te vinden in Bovenberg et al. (2007).

In Bovenberg et al. (2007) zijn met name de welvaartskosten van een aantal uniforme producten bepaald t.o.v. het optimale (first best)

contract. Een voordeel van uniforme producten is dat het kostenniveau doorgaans lager is. In Bovenberg et al. (2007) is berekend dat een kostenverschil van 30 basispunten (100 basispunten) in de het optimale contract een welvaartsverlies voor individuele producten oplevert van 1,2% (4,0%). De waarde van intergenerationale solidariteit hangt af van de mate waarin men bereid is het risico te nemen dat volgende generaties niet langer aan de verplichtingen van het impliciete contract zullen voldoen. Onder de veronderstelling dat men maximaal bereid is 6 maanden arbeidsinkomen bij te dragen aan de pensioenlast van eerdere generaties is de welvaartswinst van intergenerationale solidariteit becijferd op 2,4%. Het welvaartsverlies als gevolg van uniforme collectieve DC (DB) producten bedraagt 4,7% (2,4%) indien uitgegaan wordt van beperkte intergenerationale solidariteit<sup>2</sup> en afgezien wordt van kosten. Voor uniforme hybride regelingen, waarin zowel de premie als de pensioenuitkering fluctueert met de dekkinggraad van het fonds, wordt het welvaartsverlies ten opzichte van het first best contract ingeschat op 1,8%.

In het 'first best' contract worden premie- en beleggingsbeleid afgestemd op individuele karakteristieken als leeftijd en al opgebouwd pensioenvermogen van de deelnemer. Daardoor kan dus substantiële welvaartswinst worden bereikt. Een belangrijke beperking van de analyse in Bovenberg et al. (2007) is dat nauwelijks aandacht is besteed aan de welvaartskosten van andere determinanten van heterogeniteit in behoeften en omstandigheden dan leeftijd en opgebouwd pensioenvermogen. Dat is een belangrijke vraag voor vervolgonderzoek. Wel geeft Bovenberg et al. (2007) een inschatting van de welvaartskosten van het veronderstellen van een uniforme risicoaversie en tijdspreferentie bij het bepalen van de premie- en beleggingsregels. Variatie in de risicoaversie parameter van 2 tot 10, een in de literatuur zeer gangbaar interval, kan gemakkelijk leiden tot een welvaartsverlies van 2%. Een afwijking van de tijdspreferentie kan al snel leiden tot een welvaartsverlies van 4%. Als beide parameters afwijken van de in het contract veronderstelde waarden kan het welvaartsverlies oplopen tot meer dan 6%. Om de gerapporteerde welvaartswinsten in perspectief te zien is het goed deze te relateren aan bijvoorbeeld het welvaartsverlies van het volledig risicoloos beleggen. Het welvaartsverlies daarvan is 8,5%. De welvaartskosten van uniforme contracten die onvoldoende zijn afgestemd op de karakteristie-

2 Deze resultaten gelden bij een halfwaardetijd van dekkingstekorten van drie jaar.

ken van de deelnemer zijn dus, binnen de gemaakte modelveronderstellingen, kleiner maar niet van een heel andere orde van grootte dan het effect van uitsluitend risicoloos beleggen.

Een belangrijke keerzijde van vrijwel alle maatwerk oplossingen in pensioenproducten is dat sprake zal zijn van hogere kosten en dat de deelnemer eigen keuzes moet maken. Eerder is aangegeven dat het welvaartseffect van 100 basispunten kosten binnen de modelveronderstellingen 4,2% bedraagt. Voor wat betreft het welvaartseffect van het maken van eigen keuzes zijn in de literatuur met name resultaten bekend voor het geval van suboptimale beleggingsbeslissingen. Bovenberg et al. (2007) laten zien dat een onvoldoende gediversificeerde aandelenportefeuille (volatiliteit 28% in plaats van 20%) binnen de modelveronderstellingen een welvaartsverlies van 3,5% impliceert. Benartzi and Thaler (2002) laten zien dat de performance van een door de deelnemer zelf geconstrueerde pensioenportefeuille in een 401(k) regeling in de Verenigde Staten lager is dan van de door de werkgever aangeboden default portefeuille. Een vergelijkbare uitkomst wordt gevonden door Cronqvist en Thaler (2004). Zij rapporteren het bruto rendement op de na de privatisering in Zweden gekozen pensioenportefeuilles lager was dan van het aangeboden default fonds waarin bovendien sprake was van lage kosten. Precieze inschattingen van het welvaartsverlies worden evenwel niet gegeven.

## 4. DE MATE VAN MAATWERK IN NEDERLANDSE PENSIOEN-PRODUCTEN

In de vorige paragraaf hebben we betoogd dat goede afstemming van pensioenproducten op individuele karakteristieken van belang is. In deze paragraaf wordt specifiek gekeken naar de gangbare Nederlandse pensioencontracten en worden voorbeelden benoemd op welke punten het pensioencontract beter kan worden afgestemd op individuele karakteristieken. In een apart kader worden een aantal vergelijkingen getrokken met mogelijkheden tot maatwerk en ontwikkelingen in andere landen.

Het gangbare Nederlandse pensioencontract ziet er als volgt uit. Werknemers bouwen pensioenrechten op in zowel de eerste als tweede pijler en hebben veelal ook nog pensioenopbouw in de derde pijler. De AOW-rechten die in de eerste pijler worden opgebouwd gelden voor iedereen die in Nederland woont of heeft gewoond. Er is sprake van volledige opbouw indien men de volledige 50 jaar in de periode tussen het 15e en 65e levensjaar in Nederland heeft gewoond. De collectieve pensioenaanspraken in de tweede pijler zijn doorgaans afgestemd op de aanname van volledige opbouw van AOW-rechten. De collectieve aanspraken bij pensioenfondsen zijn vrijwel altijd gebaseerd op een vast opbouwpercentage per jaar (doorsneeopbouw) en een premie die evenzeer voor alle deelnemers dezelfde is (doorsneepremie). De rechten die worden opgebouwd zijn soms een percentage van het eindloon, soms van het in dat jaar verdiende loon. De opgebouwde rechten zijn nominaal, maar worden doorgaans jaarlijks geïndexeerd indien de (beleggings)resultaten en de dekkingsgraad het fonds daartoe in staat stellen. In een aantal gevallen wordt het collectieve contract aangevuld met een excedentregeling voor inkomen boven een bepaalde inkomensgrens. De excedentregeling heeft het karakter van een beschikbare premie regeling. Individuen kunnen hun pensioenopbouw aanvullen door individuele pensioenproducten te kopen in de derde pijler.

Voor werknemers is participatie in aangeboden tweede pijler pensioenregelingen verplicht. De inhoud van de pensioenregeling is de uitkomst van arbeidsvoorwaardenoverleg tussen werkgevers en werk-

nemers. Er zijn verschillen tussen regelingen die het bijvoorbeeld mogelijk maken dat werknemers in bedrijfstakken waar veel zware slijtende beroepen voorkomen eerder met pensioen kunnen dan werknemers in bedrijfstakken waar dat minder het geval is. Er zijn geen verschillen in pensioencontract binnen pensioenregelingen (hoewel versoering van regelingen in de afgelopen jaren wel heeft geleid tot talrijke overgangsregimes). Wel zijn in de afgelopen jaren meer keuze-elementen ingebouwd binnen collectieve regelingen. Meer en meer kunnen werknemers kiezen vanaf welke leeftijd ze hun pensioen willen opnemen en worden niet opgenomen rechten actueel fair verrekend. Ook kan bijvoorbeeld bij pensionering gekozen worden om partnerpensioen al dan niet om te zetten in (eigen) ouderdompensioen en kan tegen actueel faire prijzen binnen de fiscale ruimte worden bijgespaard in de tweede pijler. Het tweede pijler pensioen kan worden aangevuld met derde pijler pensioen om zodoende de totale pensioentoezegging optimaal af te stemmen op de pensioenbehoefte. Dit kan overigens alleen dan fiscaal gefaciliteerd worden als niet de gehele fiscale ruimte al door het tweede pijler pensioen is opgesoupeerd.

#### **Box 1: 'Lessons learned' over maatwerk in buitenlandse pensioencontracten**

- De institutionele keuzes die gemaakt zijn in Nederland vormen de basis voor de kracht van het collectieve op DB gebaseerde pensioenstelsel in Nederland. Veel innovaties in de pensioensector hangen dan ook samen met mogelijkheden die het collectieve stelsel biedt. In andere landen, soms zonder een DB traditie, zijn bepaalde regelingen verder ontwikkeld. Ook staat in andere landen de eigen verantwoordelijkheid van het individu centraler, met als gevolg een andere invulling van de pensioensector en de maatwerkproducten die daarbij horen. Een aantal 'lessons learned' uit andere landen bieden echter voorbeelden van goede en slechte defaults en maatwerk in Nederland.
- Australië kent een hybride DB-DC stelsel. Recent in opkomst zijn de Do-it-yourself DC-plannen waarbij deelnemers zelf bepalen waar ze hun pensioenbeleggingen onderbrengen. Ook hebben deelnemers de mogelijkheid om een deel van hun pensioenvermogen als lumpsum op te nemen.



- Chili kent een van de oudere pure DC regelingen. Ingevoerd in de jaren 80 is daardoor inmiddels een annuïteitenmarkt tot stand gekomen die deelnemers verschillende mogelijkheden tot annuïtisering biedt. Deelnemers hebben de mogelijkheid om een deel van de pensioengelden lump sum op te nemen. Voor werknemers met zware beroepen en een lagere levensverwachting bestaat zo de mogelijkheid om pensioengeld aan hun kinderen te geven.
- In Denemarken is een nationaal pensioenregister operationeel. Brede dienstverlening, hoog serviceniveau en lage kosten zijn belangrijk. Het Deense fonds PensionDanmark is een voorbeeld van een non-profit levensverzekeraar bestuurd door sociale partners die door effectieve digitalisering en outsourcing een kostenefficiënte pensioenvoorziening biedt.
- DC regelingen in België en Italië moeten voldoen aan een wettelijk minimum rendementseis, welke de mogelijkheden voor optimale risico allocatie belangrijk beperken. In Italië bedraagt deze garantie 75% van prijsinflatie plus 1,5%, terwijl België een minimum rendement van 3% vereist. De hoge garantieniveaus leiden hierbij tot lage verwachte rendementen.
- Italië kent pensioenfondsen waarbij niet de sector of het bedrijf maar de regio de basis vormt voor de collectiviteit.
- Het V.K. kent DB fondsen waarbij inflatiebestendigheid van de uitkeringen het uitgangspunt is.
- TIAA-CREF, het pensioenfonds voor universiteiten in de V.S., biedt deelnemers flexibele mogelijkheden tot annuïtisering, waarbij deelnemers zowel vaste als risicodragende annuïteiten kunnen verwerven. Bovendien heeft TIAA-CREF mechanismen opgenomen waarbij langlevensrisico's worden gemitigeerd.
- In de Verenigde Staten hebben individuen vrijwel volledige vrijheid zowel wat betreft de hoogte van de inleg als de beleggingsmix. Veel deelnemers kiezen ervoor een belangrijk deel van de beleggingen aan te houden in de onderneming waar men werkzaam is, hetgeen veel werknemers van bijvoorbeeld Enron heeft gedupeerd.
- Zweden heeft in 2002 een verplicht DC plan ingevoerd waarin 1,5% premie op een individuele rekening werd gestort. Een fondscatalogus met meer dan 600 fondsen en de massale keuze voor dot.com fondsen heeft als voorbeeld van slecht ontwerp veel behavioural finance tekstboeken gehaald.

De mogelijkheden om in het verleden gemiste pensioenopbouw in te halen zijn wettelijk vastgelegd. Derde pijler pensioen is niet alleen van belang om maatwerk mogelijk te maken, maar ook indien geen tweede pijler pensioen wordt opgebouwd, zoals bijvoorbeeld het geval is voor zelfstandigen. In Nederland is meer dan 10% van de beroepsbevolking werkzaam als zelfstandige zonder personeel (ZZP) en door het ontbreken van een werknemer/werkgever relatie vallen zij buiten het tweede pijler pensioen (voor zover zij niet als beroepsgroep gezamenlijk een pensioenregeling hebben getroffen). Zij zijn aangewezen op verzekerde regelingen in de derde pijler en hebben geen toegang tot de voordelen die collectieven in de tweede pijler genieten. Omdat het aantal ZZP-ers toeneemt, heeft een groeiende groep werkenden geen toegang tot een passend pensioencontract zoals beschreven in paragraaf 3.

De belangrijkste wijze waarop Nederlandse tweede pijler producten zijn afgestemd op de karakteristieken van de deelnemer is dat de regelingen per bedrijfstak of onderneming verschillen. Voor zover binnen het collectief dat bij een bepaald pensioenfonds is aangesloten de heterogeniteit kleiner is dan tussen willekeurige deelnemers wordt hiermee een bepaalde mate van maatwerk gerealiseerd. Als bijvoorbeeld voor allen binnen een pensioenregeling geldt dat langer doorwerken ongewenst of vrijwel onmogelijk is vanwege de aard van het werk kan de pensioenregeling daarop worden afgestemd. Men kan zich evenwel afvragen of werknemers met dezelfde werkgever of werkzaam in dezelfde bedrijfstak werkelijk meer homogene pensioenwensen hebben. Het ligt voor de hand dat de manier waarop collectiviteiten zijn georganiseerd veeleer is voortgekomen uit de structuur van CAO-onderhandelingen en de rol van werkgevers in het pensioencontract. Het streven naar homogene groepen deelnemers zou evenzeer gebaat kunnen zijn bij het verbinden van beroepsgroepen (secretarissen, accountants, ...) zoals al het geval is bij de bestaande beroeps pensioenfonds voor bijvoorbeeld artsen, apothekers en notarissen.

Vele situaties zijn denkbaar waarin de uniforme collectieve pensioenopbouw die volgt uit de gangbare tweede pijler producten niet volledig aansluit zijn bij de karakteristieken en preferenties van de deelnemers. In aansluiting op paragraaf 2, zullen de volgende vijf dimensies van heterogeniteit achtereenvolgens aan de orde komen:

- Verschil in bestaande pensioenopbouw
- Verschil in verwacht carrièrepatroon

- Verschil in leeftijd
- Verschil in bereidheid tot langer doorwerken
- Verschil in risicoaversie

#### **4.1 Verschil in bestaande pensioenopbouw**

Om vele redenen kan een zogenaamd pensioenhiat zijn ontstaan, dat wil zeggen een bestaande pensioenopbouw die lager is dan, gegeven karakteristieken als leeftijd en inkomen van de deelnemer, gewenst is. Te denken valt bijvoorbeeld aan:

- Werknemers die op latere leeftijd naar Nederland of door langdurig verblijf in het buitenland onvolledige AOW-opbouw hebben;
- Werknemers die in het verleden lange tijd niet of niet fulltime hebben gewerkt maar wel uitgaan van een consumptiepatroon dat past bij hun huidig (fulltime) inkomen;
- Werknemers die parttime gaan werken maar na pensionering ongeveer hun huidige consumptiepatroon willen vasthouden;
- Werknemers die lange tijd als zelfstandige hebben gewerkt dan wel in het buitenland hebben gewerkt en daardoor een pensioenhiat hebben;
- Werknemers die door scheiding een deel van de (verwachte) pensioenrechten zijn kwijtgeraakt aan de (voormalige) partner.

Pensioenfondsen spelen een beperkte rol bij het signaleren en adresseren van pensioenhiaten. In het uniform pensioenoverzicht wordt aangegeven welke rechten bij het onderhavige pensioenfonds zijn opgebouwd maar adequate overzichtinformatie over alle opgebouwde rechten ontbreekt voornamelijk. Met ingang van 2011 zal door de invoering van een pensioenregister de informatievoorziening verder worden verbeterd, maar voornamelijk zal het register slechts informatie over opbouw in de eerste en tweede pijler bevatten. Om de consument een volledig beeld te geven van zijn pensioensituatie is van belang dat ook opgebouwde rechten in de derde pijler en bijvoorbeeld een levensloopregeling hierin worden opgenomen. In paragraaf 7 zal voorts gepleit worden voor een pensioenkwaliteitslabel waaraan een consument in één oogopslag kan zien in hoeverre zijn pensioenopbouw afwijkt van gangbare normen.

Individueel kunnen pensioenhiaten wegwerken door vrijwillig bij te sparen in de tweede pijler dan wel door derde pijler producten af te sluiten bij verzekeraars of banken (en binnenkort wellicht ook bij een

algemene pensioeninstelling (zie Tweede Kamer (2008), Van der Lecq en Van der Wurff (2008), Oerlemans (2008)). Bijsparen vereist een actieve beslissing van deelnemers die vaak weinig affiniteit met pensioenvragen hebben. De beschikbare derde pijlerproducten kennen de beperkingen van individuele oplossingen. Ze hebben vaak een hoger kostenniveau en zijn weinig transparant. Ook worden bepaalde producten die voor deelnemers met pensioenhiaten aantrekkelijk zouden moeten zijn niet aangeboden. Dat is bijvoorbeeld het geval met lijfrentes zonder conversie risico, geïndexeerde lijfrentes of lijfrentes met participatie in aandelenmarkten. In paragraaf 6 komen we terug op de uitdagingen voor aanbieders van derde pijler producten die volgen uit de heterogeniteit van deelnemers aan uniforme regelingen.

#### **4.2 Verschil in verwacht carrièrepatroon**

Uniforme collectieve regelingen leiden niet alleen voor sommige groepen deelnemers tot te lage pensioenopbouw, anderzijds is de pensioenopbouw voor bepaalde groepen deelnemers juist te hoog. Als voorbeelden kan gedacht worden aan de volgende gevallen:

- Jongeren met uitzicht op een voorspoedige carrière dienen ook al op jonge leeftijd een zelfde percentage pensioenpremie te betalen als ouderen. Jongeren zullen veel meer dan ouderen beperkt worden door liquiditeitsrestricties omdat ze hun human capital nog te gelde moeten maken. Eventuele aankoop van een eigen woning versterkt de liquiditeitsrestricties in eerdere jaren verder. Deze jongeren zouden gebaat zijn met de mogelijkheid om vooral in latere jaren pensioen op te bouwen.
- Werknemers die door het overlijden van een ex-partner verzekerd zijn van partnerpensioen tot hun eigen overlijden, dienen ondanks de hoge al opgebouwde pensioenrechten evenveel additionele rechten op te bouwen per jaar.
- Voormalig zelfstandigen die als zelfstandige pensioen opgebouwd hebben in een periode van hoge rendementen op financiële markten zullen al een meer gemiddelde pensioenopbouw kennen.

Te hoge opbouw in de uniforme collectieve regeling kan, in tegenstelling tot te lage opbouw, niet worden gecorrigeerd in de derde pijler want pensioenrechten kunnen niet worden verkocht (of verpand). De welvaartskosten hiervan zijn potentieel dus ook hoger.

### 4.3 Verschil in leeftijd

In een groot aantal publicaties (zie bijvoorbeeld Viceira (2007), de vele referenties in Bovenberg et al. (2007) en Schotman et al. (2008)), is betoogd dat de risicokarakteristieken van de optimale beleggings- en premiestrategie leeftijdsafhankelijk zijn. Indien het (toekomstig) arbeidsinkomen risicoloos is, bezitten jongeren veel menselijk kapitaal en doorgaans weinig financieel kapitaal. Om de mate van risico die in het totaal kapitaal genomen wordt constant te houden dienen jongeren dus veel beleggingsrisico te nemen in het financieel (pensioen) kapitaal. Ook de optimale premieregel zal per cohort verschillen omdat andere schokken op de financiële markten het pensioenvermogen hebben beïnvloed. Zoals in paragraaf 3 en in Bovenberg et al. (2007) is becijferd, kan het welvaartseffect van het introduceren van leeftijdsafhankelijke premie- en beleggingsregels aanzienlijk zijn.

In de gangbare tweede pijlerproducten is de premie hetzelfde voor iedereen en worden premieaanpassingen in dezelfde mate aan alle deelnemers doorgegeven. De mate waarin beleggingsrisico wordt gelopen is ook niet leeftijdsafhankelijk. Binnen aanbieders van tweede pijlerproducten is inmiddels een discussie waar te nemen of de mate waarin beleggingsrisico wordt gelopen niet leeftijdsafhankelijk gemaakt zou dienen te worden, bijvoorbeeld door ouderen een geïndexeerd pensioen te bieden, maar de mate van indexatie of bonusindexatie voor jongeren af te laten hangen van de behaalde beleggingsrendementen (zie bijvoorbeeld Kortleve (2008) en Munsters et al. (2008)).

Voor wat betreft derde pijlerproducten is zowel in Nederland als internationaal een sterke groei zichtbaar van het aanbod van zogenaamde life cycle fondsen, waarin het beleggingsrisico in de opbouw-fase expliciet gereduceerd wordt tot de datum van pensionering (zie bijvoorbeeld Viceira (2007))<sup>3</sup>. In de Nederlandse pensioenwet wordt een dergelijke beleggingsstrategie zelfs voorgeschreven voor tweede pijlerpensioenproducten met beleggingsvrijheid zoals recent ook door de Autoriteit Financiële Markten is benadrukt (zie AFM (2007)). In paragraaf 6

3 Een belangrijk kenmerk van life cycle producten is dat de karakteristieken van het product zich automatisch aanpassen wanneer de karakteristieken van de consument (in dit geval de leeftijd) veranderen. Algemener zou dat een gewenste eigenschap zijn van alle pensioenproducten ook in geval van veranderingen in andere individuele karakteristieken.

komen we hierop terug en gaan we in op de gewenste beleggingshorizon voor deze life cycle producten.

#### **4.4 Verschil in bereidheid tot langer doorwerken**

Om velerlei redenen kan de door deelnemers gewenste pensioneringsdatum verschillen. Tot voor een aantal jaren waren de regelingen voor vroegpensioen binnen tweede pijler contracten doorgaans dermate aantrekkelijk dat het financieel weinig aantrekkelijk was langer door te werken. In de afgelopen jaren is dit beeld sterk veranderd. Veel regelingen bieden inmiddels de mogelijkheid langer door te werken en, indien daarvoor gekozen wordt, een actuariael fair hogere pensioenuitkering per jaar te ontvangen. De pensioneringsdatum hoeft in tweede pijler producten pas kort van tevoren gekozen te worden. Dit maakt het mogelijk de pensioneringsdatum te gebruiken als buffer voor allerhande risico's. In geval van slechte gezondheid kan alsnog besloten worden vroeg met pensioen te gaan. Evenzeer kan, indien de pensioenopbouw bijvoorbeeld als gevolg van lager dan verwachte rendementen op financiële markten is achtergebleven, alsnog besloten worden langer door te werken.

Door middel van lijfrenteproducten kan pensioen worden opgebouwd in de derde pijler uitgaand van een zelf gekozen pensioneringsdatum. Na afloop van de opbouwfase kan de omzetting naar een periodieke lijfrente vanwege fiscale redenen echter niet worden uitgesteld. De ingangsdatum van het pensioen kan dus niet afhankelijk gemaakt worden van nog onzekere risico's zoals de gezondheidsontwikkeling of de rendementen op financiële markten. Een belangrijk bezwaar van deze oplossing is ook dat het conversierisico dat in tweede pijler producten afwezig is niet eenvoudig vermeden kan worden.

De keuze voor de pensioneringsdatum is een voorbeeld van een keuze waarvan de deelnemer de consequenties relatief goed kan overzien, ook al omdat deze keuze pas kort voor de implementatie hoeft te worden gemaakt. Uiteraard vergroot dit de mogelijkheid van averse selectie: deelnemers die weten dat ze nog maar kort te leven hebben zullen hun pensioen snel in laten gaan. Men kan dit ook motiveren als bewuste solidariteit die in het pensioencontract is ingebouwd.

#### **4.5 Verschil in risicoaversie**

Bij de opbouw van vrij vermogen en derde pijler pensioen kan de deelnemer kiezen uit een veelheid van beleggingsmogelijkheden. Zelfs als we ons beperken tot de mogelijkheden die geboden worden door beleggingsfondsen kan de deelnemer kiezen tussen het beleggen in geldmarktfondsen, obligatiefondsen of vele verschillende aandelenfondsen. Veel van deze fondsen kunnen ook dienen als basis voor unit linked pensioenvoorzieningen in de derde pijler. Meer risico averse consumenten zullen met name geldmarktfondsen en obligatiefondsen aanhouden, terwijl minder risicoaverse consumenten grotere beleggingsrisico's zullen nemen en naar verwachting minder premie zullen hoeven in te leggen. Het feitelijke beleggingsgedrag van zowel beleggers in beleggingsfondsen als van deelnemers aan derde pijler pensioenproducten laat inderdaad grote verschillen zien in de mate waarin men bereid is beleggingsrisico te lopen. Overigens kunnen verschillen in risicoaversie ook voor de gewenste productspecificaties in de decumulatiefase een rol spelen (zie paragraaf 6).

In een beperkt aantal tweede pijler pensioenproducten is sprake van beleggingsvrijheid en kan de beleggingsmix door de deelnemer worden afgestemd op zijn of haar risicoaversie. Door de toename van het aantal DB regelingen met een aftopping krijgen steeds meer deelnemers hiermee te maken. Voor deze excedentoplossingen welke worden aangeboden door collectieve fondsen gelden nog wel speciale voorwaarden voor wat betreft het aanwenden van opgebouwd kapitaal voor de aankoop van uitgestelde annuïteiten bij het pensioenfonds. De AFM heeft echter aangegeven aan welke eisen de betreffende regelingen moeten voldoen in het kader van de zorgplicht (zie AFM (2007)). Voor de doorsnee tweede pijler regeling in Nederland geldt dat er geen sprake is van beleggingsvrijheid voor de deelnemer met als argument dat daarmee de kosten laag gehouden kunnen worden en deelnemers behoeft kunnen worden tegen de gevolgen van inefficiënte beleggingsportefeuilles.

#### **4.6 Andere vormen van heterogeniteit**

In de literatuur is naast de vijf bovengenoemde verschillen in karakteristieken en preferenties van mensen aandacht besteed aan vele andere bronnen van heterogeniteit (zie Schotman et al. (2008)). Een aantal belangrijke vormen van heterogeniteit waarop we kort zullen ingaan zijn:

- Verschillen in de aard van het human capital
- Verschillen in vrij vermogen
- Verschillen in levensverwachting
- Verschillen in de behoefte om een erfenis na te laten

In bovenstaande analyse is er steeds vanuit gegaan dat het arbeidsinkomen vrijwel risicoloos is en niet gerelateerd aan de ontwikkeling van financiële markten. Voor bepaalde beroepen is dit echter geen realistische veronderstelling en hangt het toekomstige arbeidsinkomen in hoge mate onzeker en/of gerelateerd aan de ontwikkeling van financiële markten. Denk hierbij aan bepaalde werknemers in de financiële sector, zoals beurshandelaren. Deelnemers voor wie dit geldt zullen veel minder beleggingsrisico willen nemen in hun pensioenvermogen (zie bijvoorbeeld Bovenberg et al. (2007)). Werknemers in het bezit van een eigen huis hebben al zwaar belegd in direct vastgoed (met alle vastrentende en equity kenmerken van vastgoed) en zijn middels hun hypotheek short in vastrentende waarden. Zij prefereren mogelijk een pensioenbelegging die meer gewicht geeft aan vastrentende waarden. Ook de omvang van het vrije vermogen is van belang. Een deelnemer met een groot vrij vermogen kan de karakteristieken van het collectieve product (bijvoorbeeld de beleggingsbeslissingen ten aanzien van het pensioenvermogen) teniet doen door bijvoorbeeld het vrije vermogen extra in zakelijke waarden te beleggen als het collectief vermogen minder in zakelijke waarden is belegd dan werd beoogd. Dit vereist uiteraard transparantie van de beleggingsmix van de collectieve regeling. Indien het vrije vermogen relatief klein is ten opzichte van het pensioenvermogen leidt het op deze wijze corrigeren van de beleggingsmix van het pensioenkapitaal al snel tot extreme risicoposities in het vrije vermogen, bijvoorbeeld het lenen om additioneel in zakelijke waarden te kunnen beleggen. In de praktijk zullen dergelijke correcties voor deelnemers dan niet mogelijk blijken omdat niemand bereid zal zijn geld te lenen voor dergelijke risicovolle portefeuilles. Naast de omvang van het vrije vermogen speelt uiteraard de rationaliteit van de deelnemer en het beschikbare menu van beleggings- en lijfrenteproducten een rol bij de vraag of deelnemers ongewenste karakteristieken van een uniform pensioenproduct kunnen corrigeren.



Zowel in de tweede als in de derde pijler kent Nederland nauwelijks maatwerk in de vorm van uitbetaling van pensioenrechten. Ook hier kan evenwel sprake zijn van aanzienlijke heterogeniteit als gevolg van verschillen in levensverwachting en in de behoefte om een erfenis na te laten. In Nederland worden vrijwel alle tweede pijler pensioenen uitgekeerd als periodieke uitkering. Uit de literatuur is bekend dat onder een aantal vereenvoudigde veronderstellingen periodieke uitkeringen tot overlijden inderdaad optimaal zijn (zie bijvoorbeeld Davidoff et al. (2005)). Er is slechts sprake van zeer beperkte keuze ten aanzien van de vorm van de periodieke uitkering. Vele collectieve regelingen kennen de keuze in hoog/laag constructies waarbij veelal in eerdere jaren extra uitkeringen worden ontvangen. Ook derde pijler producten komen doorgaans in de vorm van periodieke uitkeringen tot uitbetaling. In veel andere landen (zie Box 1) is het mogelijk een deel of het gehele opgebouwde bedrag te ontvangen als eenmalige uitkering bij pensionering ('lump sum'). Overigens kunnen ook de fiscale faciliteiten voor banksparen gezien worden als een verdere stap naar het toestaan van pensioen-uitkering anders dan als periodieke uitkering tot overlijden.

De volgende groepen zullen naar verwachting meer dan anderen prijs stellen op een eenmalige uitkering of een hogere pensioenbetaling in de eerste jaren na pensionering

- Personen met een lagere levensverwachting (bijvoorbeeld lager opgeleide mannen (zie Hari et al. (2006) en Bonenkamp (2007)));
- Personen die een erfenis willen nalaten, bijvoorbeeld aan kinderen;
- Groepen met een klein eigen vermogen t.o.v. het inkomen en een hoog consumptiepatroon;
- Groepen waarvoor de vorm van de annuïteit niet aansluit bij de preferenties, bijvoorbeeld weinig risicoaverse personen indien geen annuïteit gekozen kan worden waarin de uitbetaling mede afhankelijk is van de ontwikkeling van de aandelenmarkten;
- Groepen met een hoog achtergrond risico, bijvoorbeeld onzekere medische uitgaven.

Ook verschillen in sterftekansen kunnen leiden tot verschillen tussen kosten en (actuariële) waarden van pensioen- en verzekeringsproducten.

Mede als gevolg van wetgeving die verbiedt<sup>4</sup> om onderscheid te maken op basis van bijvoorbeeld leeftijd, geslacht of opleidingsniveau zijn producten als ouderdomspensioen en lijfrentes extra aantrekkelijk voor groepen met een hoge resterende levensverwachting (hoog opgeleide vrouwen). Zij krijgen ook extra prikkels om meer en langer als werknemer door te werken om zodoende deze producten beneden de marktprijs te kunnen aanschaffen. Voor partnerpensioen en levensverzekeringen geldt het omgekeerde.

4 Indirect kan een aanbieder van pensioenproducten wel inspelen op deze heterogeniteit door bijvoorbeeld met name bij bepaalde bevolkingsgroepen te adverteren. In de UK heeft Legal & General in de zomer van 2007 bijvoorbeeld een lijfrenteproduct aangekondigd waarin inwoners die op basis van hun postcode worden geacht een lagere levensverwachting te hebben een hogere periodieke uitkering ontvangen bij dezelfde inleg.

## 5. BARRIÈRES OP WEG NAAR MAATWERK

In de vorige paragrafen is gebleken dat maatwerk in pensioen potentieel waardevol kan zijn maar op veel terreinen nog nauwelijks gerealiseerd kan worden. In deze paragraaf identificeren we een aantal barrières op weg naar maatwerk die in volgende paragrafen nader zullen worden geanalyseerd. Aan de orde komen de volgende barrières:

- Communicatie
- Kostentransparantie
- Product design
- Fiscale regelgeving
- Regelgeving inzake pensioencommunicatie en zorgplicht

### 5.1 Barrière 1: Communicatie

Maatwerk op basis van keuzevrijheid vereist dat de pensioenconsument inzicht heeft in de te maken keuzes. Onderzoeken op het terrein van pensioencommunicatie laten zien dat het pensioenbewustzijn in alle lagen van de bevolking laag is (zie onder andere SER (2008)). Bij communicatie is het essentieel consumenten individueel te benaderen. Niet denken vanuit de pensioenuitvoerder maar denken vanuit de deelnemer en de deelnemer benaderen op een moment waarop hij open staat voor informatie. Dat betekent dat met de informatie aangesloten wordt op de verschillende leefmomenten. Communicatie moet zo zijn dat de relevante informatie juist op die momenten voor de deelnemer beschikbaar is. De deelnemer hoeft niet iedere dag aan pensioen te denken, maar wel op de momenten dat het er toe doet. Op dergelijke momenten kan de deelnemer bekijken of er redenen zijn om extra maatregelen te treffen of te constateren dat alles in orde is.

Veel deelnemers hebben op dit moment nog weinig inzicht in wat de meest belangrijke pensioenmomenten zijn in hun leven, zoals verandering van baan, huwelijk, scheiding of pensionering. Campagnes zoals die van Pensioen kijker.nl kunnen er aan bijdragen deelnemers juist op die momenten te stimuleren de pensioenconsequenties onder ogen te zien. Hoewel (o.a. door middel van het Uniform Pensioen Overzicht, de UPO)

grote stappen voorwaarts zijn gezet in de communicatie over pensioenopbouw, is het voor een deelnemer nog niet eenvoudig de koopkracht van pensioen in te schatten. De komst van het indexatielabel zal daaraan bijdragen. Een andere belangrijke handicap is op dit moment dat de pensioenconsument nog geen volledig inzicht heeft in zijn of haar toekomstige inkomenssituatie. De inspanningen om te komen tot een Nationaal Pensioenregister, waarin de toekomstige inkomensrechten van individuen zijn opgenomen, vormen de basis om individuen inzicht te geven in hun pensioensituatie. Dit is zowel voor individuen van belang in het begrijpen van hun persoonlijke situatie, als voor aanbieders in het invullen van hun zorgplicht. Bepalend voor het succes zal echter mede zijn of de consument via het Nationaal Pensioenregister een volledig beeld van zijn of haar toekomstige inkomenssituatie kan krijgen. Daarvoor zouden echter ook de derde pijler en eventueel levensloopproducten moeten worden geregistreerd.

In paragraaf 7 zal nader in worden gegaan op de specifieke eisen die de toezichthouder stelt en welke ontwikkelingen zijn te verwachten. Voor nieuwe producten brengt dit met zich mee dat deze goede default keuzes moet bevatten, keuzemogelijkheden worden ingebed in een adviesomgeving en dat efficiënte distributiekanaalen onderdeel zijn van een oplossing.

## **5.2 Barrière 2: Kostentransparantie**

Uniforme collectieve producten zijn doorgaans goedkoper dan maatwerk op basis van keuzes binnen collectieve producten dan wel op basis van individuele producten. Consumentenprogramma's en toezichthouder zijn zich in toenemende mate bewust van de relevantie van kosten van aangeboden pensioenoplossingen. Hierbij gaat het om de kosten die inherent zijn aan de aangeboden dienst, dat wil zeggen de kosten van beheer en administratie, inclusief de kosten van een adviesomgeving en communicatie. Daarnaast gaat het om de kosten van distributie. Innovatie in individuele productoplossingen kan niet los worden gezien van een efficiënte distributiestrategie en de kosten die hiermee zijn gemoeid. Kostentransparantie krijgt vooral aandacht waar het de opbouwfase betreft van pensioenoplossingen. De komst van de financiële bijsluiters heeft zowel het inzicht in de beleggingsrisico's als de kosten voor de consument vergroot. Het is echter de vraag of de huidige vorm van de bijsluiters voor de gewone consument voldoende begrijpelijk is (zie ook Prast

(2007)). Ten aanzien van de kosten van uitkeringsproducten ligt de situatie nog complexer. Onderzoek op dit terrein is beperkt, maar laat zien dat in huidige individuele oplossingen sprake is van gebrek aan transparantie en hoge kosten (zie o.a. Boot (1995) en Mitchell et al. (1999) voor een algemener onderzoek naar de prijsvorming van annuïteiten). Ook ten aanzien van andere individuele financiële producten met een lange termijn karakter (zoals beleggingshypotheek) wordt gepleit voor minder informatie van hogere kwaliteit. Met name de hoeveelheid (omvang documentatie) en complexiteit van de informatie is een probleem (zie Van der Marel (2008)). In de verzekeringssector is een trend zichtbaar naar meer standaardisatie om zo ook kostenreducties tot stand te brengen. De complexiteit en wildgroei van producten leidde tot varianten die zowel voor eindafnemer als intermediair weinig inzichtelijk zijn en kostbaar zijn in termen van beheer.

### **5.3 Barrière 3: Product design**

De AOW in de eerste pijler en het collectieve pensioen uit de tweede pijler vormen een basispensioen dat is vastgesteld op basis van de gemiddelde karakteristieken van de deelnemers. Goed ontwerp van pensioenregelingen in tweede en vooral derde pijler is daarom essentieel om te komen tot optimale pensioenoplossingen. Maatwerk in de tweede pijler adresseert momenteel in eerste instantie homogeniteit op basis van sector of bedrijf, aangevuld met een aantal aanvullende mogelijkheden tot uitruil zoals beschreven in paragraaf 2. Op dit moment bestaan er echter belangrijke verschillen tussen regelingen met betrekking tot franchise, opbouw en andere kenmerken van de regelingen waardoor het voor de consument complex is om de eigen situatie te (laten) beoordelen. Het is tevens van belang in te spelen op de trend naar individualisering en het toenemende aantal eenpersoonshuishoudens.

Ook het pallet van oplossingen voor maatwerk in de derde pijler is beperkt. Deze oplossingen bevinden zich vooral in de lijfrentesfeer. Per 1 januari 2008 zijn hier ook de bancaire oplossingen (banksparen) bijgekomen, welke volgens de indieners van het wetsvoorstel moeten bijdragen tot goedkopere kapitaalopbouwproducten. Bij de eerste vergelijkingen van bankspaarproducten blijkt dat deze echter niet altijd voordelig zijn (zie De Boer (2008)). Daarnaast is er een bancaire en vermogensbeheermarkt voor producten voor opbouw van kapitaal buiten de fiscale facilitering om (alle zogenaamde Box 3 oplossingen). Voor deze fiscaal

wel en niet gefaciliteerde vermogensoplossingen geldt dat veel soorten oplossingen ontbreken, met name waar het maatwerk voor lange termijn oplossingen betreft. In paragraaf 6 komen innovaties op dit terrein aan de orde.

#### **5.4 Barrière 4: Fiscale regelgeving**

Maatwerk vereist ook dat deelnemers de (o.a. fiscale) ruimte wordt geboden om een goed individueel pensioen op te bouwen. Het beleid van de overheid is gericht op het activeren van ouderen in de samenleving. Hierbij betreft het zowel het stimuleren van langer doorwerken als het benadrukken van het belang van een goede pensioenopbouw. In toenemende mate wordt echter de spanning voelbaar tussen het langer activeren van pensioengerechtigden en het zeker stellen van een goede pensioenopbouw. Een (te) goed pensioenvooruitzicht zou immers kunnen uitnodigen tot vroegtijdig stoppen met werken, zo is de gedachte. De mogelijkheden voor het opbouwen van individueel pensioen zijn de afgelopen twee decennia afgenomen. Voorbeelden hiervan zijn het beperken van de fiscale aftrekmogelijkheden van lijfrentes begin jaren negentig en de fiscale maatregelen met betrekking tot vervroegde uitkering in de afgelopen periode (zie o.a. Deloitte (2007)). Ook het opbouwpercentage is verlaagd. Het debat over (en de feitelijk al in gang gezette geleidelijke) fiscalisering van de AOW (zie Helleman (2008)) gaat eerder in de richting van een fiscale verzwarening dan verlichting van het opgebouwd pensioen. Hoewel de eigen verantwoordelijkheid wordt benadrukt, wordt de fiscale ruimte om eigen pensioen te verbeteren beperkt gehouden. Soms wordt vrijwel de gehele fiscale ruimte opgesoupeerd door verplichte uniforme opbouw, hetgeen de mogelijkheden voor maatwerk vermindert. De complexiteit rond fiscaliteit in combinatie met het lage pensioenbewustzijn van werkenden leidt bovendien tot een beperkte benutting van de fiscale mogelijkheden die er zijn. De lage pensioenopbouw bij zelfstandigen zonder personeel (ZZP-ers) is hiervan een voorbeeld.

De fiscale regelgeving leidt ook tot beperking van het scala van producten dat wordt aangeboden. Om gekwalificeerd te worden als pensioenproduct is bijvoorbeeld slechts een zeer beperkte fluctuatie van het periodieke nominaal pensioeninkomen dat gegenereerd wordt toegestaan. De fiscale regelgeving en regels omtrent zorgplicht sluiten op elkaar aan op het punt van het vermijden van marktrisico op beleggingen

op het moment van pensionering. In paragraaf 5.5 zal nader worden ingegaan op de zorgplichtvereisten op dit punt, maar verruiming van de mogelijkheden tot het nemen van beleggingsrisico's na pensionering in de regelgeving voor zorgplicht heeft alleen effect bij gelijktijdige aanpassing van het fiscale kader op dit punt. In paragraaf 7 worden een aantal gewenste aanpassingen in de fiscale regelgeving nader voorgesteld.

### **5.5 Barrière 5: Regelgeving inzake pensioencommunicatie en zorgplicht**

Daar waar een bepaalde vrijheid voor het individu ontstaat in de opbouw en opname van pensioen worden terecht hoge eisen gesteld aan de voorlichting aan deelnemers en aan de verantwoordelijkheid van aanbieders van pensioenproducten. In paragraaf 5.1 is ingegaan op het lage pensioenbewustzijn. Deelnemers zijn afhankelijk van adequate voorlichting over de vraag of het huidige (veelal collectief uniforme) pensioencontract passend is.

Het formuleren van regelgeving waarbij het kapitaal dat ouderen vertegenwoordigen actief wordt ingezet, vormt een uitdaging. Dit betreft zowel het inzetten van het human capital, zodat ouderen in staat en gemotiveerd zijn bij te dragen aan het economische draagvlak, als het productief laten zijn van hun 'financial capital'. Voor beide is flexibiliteit nodig. Vooral op het eerste terrein zijn reeds stappen gezet, maar ten aanzien van de uitkering van pensioen (zowel in pijler I, II als III) is er nog weinig mogelijk. Het voorbeeld inzake beleggingsvrijheid bij individuele producten laat zien dat het nemen van 'beleggingsrisico's' na het 65ste levensjaar expliciet wordt ontmoedigd, terwijl de kansen dat een 65-jarige de 100 haalt alleen maar toenemen. Het op 'non-actief' zetten van 'financial capital' kan op gespannen voet staan met het risicoprofiel van individuele personen.

Wanneer sprake is van vrijheidsgraden met betrekking tot beleggen geldt thans dat beleggingsrisico's dienen te worden afgebouwd tegen de pensioneringsfase zodat het te verwachten nominale inkomen in de periode voor pensionering slechts beperkt gevoelig is voor beweging op de soms volatiele financiële markten. In de praktijk betekent dit een draai naar vastrentende waarden met een duration (mate van rentevoeligheid) die aansluit bij de duration van aan te kopen annuïteiten (zie AFM (2007)). Het inlocken van beleggingsuitkomsten kan echter leiden tot een relatief duurdere of minder passende pensioenopbouw. Spanning ontstaat omdat enerzijds beleggingsrisico's bij individuele oplossingen

beperkt worden, terwijl anderzijds individuele regelcapaciteit wordt aangetast en andere risico's (inflatie, te weinig pensioen door te weinig rendement) juist worden bevorderd.

In het huidige kader voor individuele producten ligt sterk de nadruk op de accumulatiefase van pensioen en de beleggingsrisico's die zich daar voordoen. Voor de werknemer is het vooral belangrijk hoe het inkomen er na pensionering uit zal zien. Werkenden denken hierbij vooral in termen van koopkrachtvast pensioen. In beleidsvorming dient daarom de 'zorg' niet enkel uit te gaan naar situaties waar er sprake is van beleggingsvrijheid voor het individu en/of de situaties waar advisering van toepassing is, maar veeleer naar de aard van de geboden pensioenoplossingen in termen van indexatiekwaliteit, totale opbouw en fluctuaties in verwachte einduitkomsten voor de deelnemer. De vereisten in communicatie dienen hier nauwer op te worden afgestemd. Veel communicatievereisten richten zich momenteel met name op de risico's in de accumulatiefase (gezien de nadruk op de financiële bijsluiter en zorgplichtvereisten rond excedentregelingen).

In de huidige pensioenwet is vastgelegd dat de pensioenuitkeringen moeten worden vastgelegd in nominale termen met daarbij een recht op indexatie. Het verstrekken van risicodragende annuïteiten (anders dan via conditionele indexatie) is volgens de pensioenwet niet mogelijk. Voor de derde pijler geldt eveneens dat uitkeringen plaatsvinden in de vorm van een lijfrente, waarvan de vereisten precies staan omschreven en weinig ruimte laten voor het inzetten van beleggingen van zakelijke waarden voor de beleggingen.

Het herzien van de regelgeving rond pensioencommunicatie en zorgplicht kan dus bijdragen tot beter maatwerk in pensioen. In paragraaf 7 wordt aangegeven welke aanpassingen wenselijk zijn.



## 6. MEER MAATWERK DOOR INNOVATIE IN PRODUCT DESIGN

In de vorige paragrafen hebben we de potentiële waarde van maatwerk in pensioenproducten besproken, hebben we aandacht besteed aan de bestaande mogelijkheden en onmogelijkheden om maatwerk te realiseren voor deelnemers aan Nederlandse pensioenregelingen en hebben we de belangrijkste barrières om te komen tot maatwerk geïnventariseerd. Één van de barrières wordt gevormd door beperkingen in het productdesign van de producten die worden aangeboden. In deze paragraaf worden de designkarakteristieken waar innovatie gewenst en mogelijk lijkt nader beschouwd. Achtereenvolgens bezien we:

- 1) innovatie in collectieve producten;
- 2) innovatie in financiële advisering, planning en communicatie;
- 3) innovatie in individuele kapitaalopbouwproducten;
- 4) innovatie in de annuïteiten markten die opgebouwd kapitaal omzetten in inkomen;
- 5) innovatie door integratie van de markt voor kapitaalopbouw en pensioeninkomen;
- 6) innovatie door producten die niet liquide bezittingen omzetten in pensioeninkomen;
- 7) innovatie door toekomstige verdien capaciteit actiever aan te wenden;
- 8) innovatie in oplossingen voor arbeidsongeschiktheid of overlijden.

### 6.1 Innovatie in collectieve pensioenproducten

In eerdere paragrafen zijn de voor- en nadelen van collectieve pensioenproducten aan de orde geweest. In de afgelopen jaren is een duidelijke tendens waar te nemen waarin de keuzemogelijkheden t.a.v. de pensioneringsdatum, de opbouw van extra pensioen of de uitruil van ouderdomspensioen tegen partnerpensioen zijn toegenomen. Daardoor kan ook binnen collectieve producten maatwerk worden geboden waardoor in zekere mate de voordelen van collectieve producten (lage kosten, beperking van de risico's van keuzevrijheid) gecombineerd kunnen worden met de voordelen van maatwerk. Het benutten van de mogelijkheden voor dergelijk maatwerk vereist optimale communicatie met de

deelnemer en het formuleren van adequate defaults, afhankelijk van de karakteristieken van de deelnemer. De mogelijkheden daarvoor worden ook steeds groter door de snelle ICT ontwikkelingen.

Ook andere vormen van innovatie in collectieve pensioenoplossingen kunnen de mogelijkheden voor maatwerk vergroten. In paragraaf 4 is de mogelijkheid genoemd om de mate waarin beleggingsrisico genomen wordt met de ingelegde pensioengelden leeftijdsafhankelijk te maken. Een andere veel besproken innovatie betreft de ingebouwde vormen van solidariteit in collectieve pensioenoplossingen die mogelijk niet alle gewenst zijn. Lager opgeleiden met een lage levensverwachting betalen thans een deel van de pensioentoezegging van hoger opgeleiden (zie Bonenkamp (2007) en Hari et al. (2006)). Ook is het zo dat diegenen die op latere leeftijd zelfstandig worden of parttime gaan werken geconfronteerd worden met een zeer kostbare pensioenopbouw vanwege de problematiek van de doorsneepremie en doorsneepbouw. Maatwerk in pensioenoplossingen wordt hierdoor bemoeilijkt vanwege zowel de effecten op arbeidsmarktparticipatie als het feit dat aanvullende derde pijler producten meer actuairueel fair zijn geprijsd.

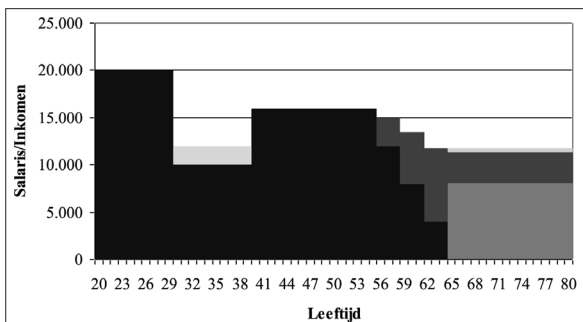
De verschuiving van risico's van pensioenfondsen (of sponsors) naar deelnemers heeft geleid tot nieuwe vormen van pensioen, zoals collectief DC, waarin deelnemers gezamenlijk het risico van onderfunding van het pensioenfonds dragen, maar de regeling het karakter van DB houdt. Hiernaast is echter ook een alternatieve vorm van collectief DC ontwikkeld, die transparanter is qua risicodeling (zie De Jong et al. (2008)). De deelnemers hebben hierbij een individuele pensioenrekening, maar maken gezamenlijk binnen het fonds een afspraak over de mate van onderlinge risicodeling. Zo kan bijvoorbeeld het risico van verlies van inleg of een minimum rendement op de inleg worden overeengekomen, welke gefinancierd wordt uit het apart zetten binnen het fonds van een deel van de inleg. Nieuw hieraan is dat expliciet onderlinge risico's van slechte uitkomsten kunnen worden gedeeld.

De opkomst van excedentregelingen biedt pensioenorganisaties ook mogelijkheden tot maatwerk. Deelnemers krijgen via excedentregelingen toegang tot keuzemogelijkheden voor beleggen. Daarnaast kunnen pensioenfondsen meerdere oplossingen aanbieden tot annuïtisering van opgebouwde rechten. Pensioenfondsen hebben hierbij tevens de mogelijkheid deelnemers te laten beleggen in risico/rendement combinaties, die normaliter voor consumenten moeilijk of slechts tegen relatief hoge

kosten bereikbaar zijn. De toename van het aantal individuele aanvullende regelingen biedt ook ruimte aan sociale partners om een actievere rol te vervullen bij het ontzorgen van werknemers. Binnen de vakbeweging is een tendens zichtbaar naar meer persoonlijke dienstverlening, waarbij het bieden van ondersteuning op pensioenterrein voor de hand ligt (zie ook Van Baars (2008)).

Eveneens van recente aard is de verbreding van de pensioendienstverlening naar inkomensdienstverlening. In samenhang met de eerdere opmerkingen over het Nationaal Pensioenregister kan inkomensdienstverlening naast pensioeninkomen, ook rekening houden met levensloop en eventuele extra inkomensvoorzieningen. In Figuur 1 staat een voorbeeld, afkomstig van PGGM. Hierbij krijgt de deelnemer een financiële planningstool aangereikt om zijn of haar eigen inkomensplanning te beoordelen en eventueel tot aanvullende maatregelen te komen. Dit soort oplossingen zullen breder beschikbaar komen door voortschrijdende technologie en de komst van meer aanbieders die hierop inzetten. Een belangrijk aandachtspunt hierbij is dat iedere deelnemer zelf de beschikking krijgt over zijn eigen elektronisch financiële dossier, vergelijkbaar met het patiëntendossier in de medische sector, waarmee diensten van financiële dienstverleners kunnen worden afgenomen. Deze informatie kan de deelnemer op eigen initiatief ook aanbieden aan het pensioenfonds zodat de informatie gebruikt kan worden bij het vaststellen van defaults.

*Figuur 1: Flexibele inkomensplanning binnen een collectief contract: de interactie van salaris, levensloopinkomen, ouderdomspensioen en AOW.*



Bron: PGGM, uitvoerder van Pensioenfonds Zorg en Welzijn

Het verdient aanbeveling de communicatie met deelnemers van collectieve regelingen verder te verbeteren en op basis van adequate defaults per deelnemer de mogelijkheden voor maatwerk binnen collectieve producten uit te bouwen.

## **6.2 Innovatie in financiële advisering, planning en communicatie**

In collectieve oplossingen kan de heterogeniteit van de deelnemers gedeeltelijk worden geadresseerd. Individueel maatwerk in de tweede of derde pijler kan vorm krijgen indien individuele kenmerken, die van invloed zijn op de behoefte van pensioeninkomen, bekend zijn en de beslissers (aanbieder en/of consument) in staat zijn om op basis van die kenmerken te handelen. Individuele kenmerken kunnen specifiek en persoonlijk zijn. Deze betreffen de eerder genoemde aspecten van gerealiseerde pensioenopbouw, leeftijd, mogelijkheid tot langer doorwerken, verwacht carrièrepatroon en risicohouding. Hiernaast gaat het echter ook over kenmerken als gezondheid, levensverwachting, gezinssituatie, overige bezittingen, behoefte om erfenis achter te laten, hobby's, andere bestedingswensen, etc.

Voor een aantal van deze kenmerken kan in de aangeboden individuele oplossingen via een expert systeem (digitale adviseur) tot een goede default oplossing worden gekomen. Deze default moet uiteraard passen in de zorgplichtvereisten zoals vermeld in de wet. Tot op heden beperkt de regelgeving op het terrein van zorgplicht zich echter tot de in de vorige paragraaf besproken beleggingsrisico's. Defaults die samenhangen met financiële planning vormen nog een terrein voor innovatie. Moderne technologie zal deze vorm van financiële planning echter dichterbij de gewone consument brengen. Momenteel is individuele financiële planning op adviesbasis hoofdzakelijk toegankelijk voor vermogende consumenten.

Verbetering van de pensioencommunicatie en transparantie staan hoog op de agenda van de pensioen- en verzekeringssector, mede onder druk van nieuwe regelgeving en de media. Er is sprake van een enorme groei van financiële planningshulpmiddelen via het internet. Ook de komst van het Uniforme Pensioen Overzicht (UPO) levert een bijdrage. Gegeven het lage pensioenbewustzijn van de individuele deelnemer is er echter meer nodig om tot een betere informatievoorziening voor de deelnemer te komen. Hierbij zijn twee zaken primair van belang: convergentie van informatievoorziening en het opnemen van specifieke ken-

merken van deelnemers in systemen zodat defaults daarmee rekening kunnen houden.

Hoewel UPO en financiële planning via 'mijn pensioen' websites bijdragen aan betere informatie, gaat het niet alleen om het zenden van informatie maar ook om het ontvangen. De consument moet in staat zijn om 'stukjes van financiële planningspuzzel' in elkaar te passen en zal dat doen op een moment dat het de consument schikt. Sociale partners kunnen ook een bijdrage leveren aan betere informatievoorziening, bijvoorbeeld door aandacht voor pensioeninformatievoorziening via het werk (zie ook Bernheim en Garrett (1996)). Convergentie van informatie moet het mogelijk maken om deze tot een samenhangend geheel te brengen en de consument toegang te geven tot dit persoonlijke overzicht. De inspanningen om te komen tot een Nationaal Pensioenregister dragen hieraan bij. Op basis van dit totaaloverzicht kan de consument financiële dienstverleners vragen om (aanvullend) maatwerk te leveren. Ook kan de consument op basis van dit totaaloverzicht en persoonlijke voorkeuren en/of vereisten komen tot beter gefundeerde beslissingen over het pensioen. Scandinavische landen hebben een voorsprong genomen in het inzetten van informatietechnologie om aldus pensioeninformatie te ontsluiten. In Denemarken bestaat reeds sinds 1999 een pensioenregister. Sinds 2007 zijn alle pensioenaanbieders uit de tweede en derde pijler aangesloten op het pensioenregister 'Pensionsinfo' (zie [www.pensionsinfo.dk](http://www.pensionsinfo.dk)). Nederland moet hier snel volgen. Bij het creëren van een Nationaal Pensioenregister is het van belang dat alle relevante informatie over pensioenopbouw in alle pijlers (inclusief levensloop) daarin is opgenomen.

Het verdient aanbeveling de inspanningen om te komen tot een Nationaal Pensioenregister te vergroten zodat consumenten inzicht krijgen in hun totale pensioensituatie. Zodat ze in samenwerking met financiële dienstverleners tijdig stappen kunnen ondernemen om eventuele knelpunten op te lossen.

### **6.3 Innovatie in individuele kapitaalopbouw producten**

De afgelopen jaren is het palet van producten voor individuele kapitaalopbouw waaruit individuen kunnen kiezen sterk gegroeid. Het beleggen in allerhande life cycle fondsen is snel toegenomen. Individuen hebben beter toegang gekregen tot specifieke beleggingsproducten die

beleggen in opkomende markten. Het is echter nog steeds moeilijk voor individuen om tegen lage kosten (zoals binnen collectieve pensioenfondsen) te beleggen in minder liquide beleggingsklassen, waarmee zij diversificatie van risico's kunnen verbeteren. Voorbeelden van dergelijke illiquide beleggingen betreffen vastgoed, grondstoffen, infrastructuur, life settlements, bosbouw, microkredieten en andere alternatieve beleggingen. Garantieproducten zijn nog maar beperkt beschikbaar en hebben vaak relatief hoge kosten (zie o.a. Strik (2007)). Ten aanzien van garantieproducten en de inzet van derivaten hebben institutionele beleggers mogelijkheden die nog niet bereikbaar zijn voor individuen. Zo bieden individuele garantieproducten rendementen die vaak ver onder de yield-curve liggen, terwijl pensioenbeleggers vergoedingen dichtbij de curve ontvangen. Door deelname in collectieve pensioenplannen profiteren deelnemers van deze voordelen. In de toekomst zullen deze voordelen echter ook beter toegankelijk worden in individuele oplossingen, mede afhankelijk van de vorm en regelgeving.

Door individuen te laten participeren in institutionele producten kunnen de voordelen van institutioneel beleggen op individueel niveau bereikbaar worden. Dit geldt niet alleen voor diversificatievoordelen en toegang tot beleggen in illiquide activa maar ook voor de lagere kostenstructuur die gepaard gaat met institutioneel beleggen. De komst van het banksparen zal ook kunnen bijdragen tot voortgang op dit terrein, mits de kostenstructuur van de daarin gebruikte beleggingsproducten institutioneel geprijsd is (zie De Boer (2008)).

Het verdient aanbeveling in de productontwikkeling diversificatie naar alternatieve beleggingscategorieën en garanties te ontsluiten en nieuwe individuele producten zodanig vorm te geven dat kan worden aangesloten bij institutionele pricing.

#### **6.4 Innovatie in annuïteiten markten**

Onzekerheid over de levensduur na pensionering is een van de belangrijkste risicofactoren die door het pensioenstelsel geëlimineerd kan worden. Nominale annuïteiten of lijfrentes die ook in Nederland ruim voorhanden zijn bieden een constante nominale uitkering tot overlijden en dekken daarmee een deel van deze risico's af. Ook de pensioenopbouw in collectieve regelingen leidt tot uitkeringen tot overlijden en dekt dus langlevenrisico af. Veelal is indexatie afhankelijk van de behaalde

beleggingsrendementen en houdt de verstrekte annuïteit dus het midden tussen een nominale en een reële annuïteit.

Een belangrijk kenmerk van deze annuïteiten is dat deze (vrijwel) vrij zijn van beleggingsrisico. De fiscale regeling stelt eisen aan de vorm van uitbetaling en staat niet toe dat de ontvanger van de annuïteit beleggingsrisico loopt. Het is niet mogelijk om een groot deel van de uitkering direct na pensionering tot uitkering te laten komen. In andere landen zoals Australië, Zwitserland en Chili bestaat dergelijke flexibiliteit wel (zie ook Pinera (2001)). In paragraaf 7 komen we op deze regelgeving terug.

Op een aantal terreinen kunnen nieuwe oplossingen worden ontwikkeld:

- Flexibele vormgeving uitkeringspatroon annuïteiten
- Variabele annuïteiten
- Betere informatievoorziening over waarde annuïteiten

Voor de consument is van belang dat annuïteiten inkomensoplossingen bieden die eenvoudig te begrijpen zijn. Nominale annuïteiten zijn in dat opzicht duidelijk, evenals vaste indexaties die op deze contracten van toepassing zijn. Nieuwer zijn individuele contracten waarop indexatie op basis van prijsinflatie wordt geboden. Ontwikkelingen in derivatenmarkten maken het eenvoudiger inflatievergoedingen te koppelen aan annuïteiten. Indexatie van de uitkering is van grote invloed op de welvaartswinst die met annuïteiten bereikt kan worden (zie bv Koijen et al. (2006)). Desalniettemin zijn nauwelijks geïndexeerde individuele lijfrentes beschikbaar. Betere voorlichting (waaronder het gebruik van een variant van het indexatielabel voor individuele lijfrenteproducten) kan er wellicht toe bijdragen dat individuen het belang van geïndexeerde uitkeringen beter onderkennen.

Door deze beperkingen in uitkeringsmogelijkheden worden ook de mogelijkheden tot maatwerk beperkt. Flexibilisering in uitkeringspatronen zou ook ondersteunend kunnen zijn bij flexibilisering van de mogelijkheden tot doorwerken op hogere leeftijd. Een flexibele annuïteit zou kunnen dienen als inkomenssupplement tijdens de periode van parttime doorwerken. De uitkering kan daarna relatief hoger uitkomen, mede door extra rendementen en nog niet uitgekeerd kapitaal. Flexibilisering van uitkeringsmogelijkheden biedt ook mogelijkheden voor consumenten die een kortere levensverwachting hebben (bijvoorbeeld vanwege het fysiek zware werk dat ze hebben verricht), zodat ze in staat zijn meer

uit hun pensioen te halen. Hoewel minimum pensioenuitkeringen over de levensduur gewaarborgd dienen te worden, stelt het doen van een grotere uitkering aan het begin van de pensionering juist ook deelnemers met lage inkomens beter in staat om persoonlijke doelen na te streven na pensionering.

Flexibilisering van uitbetalingspatronen biedt ook mogelijkheden om tegemoet te komen aan de specifieke consumptie- of zorgwensen van deelnemers. Met name de groeiende verantwoordelijkheid voor onvoorspelbare zorguitgaven en de potentiële hoge kosten van verpleging en verzorging leiden tot een behoefte om pensioenvermogen niet alleen als periodiek inkomen te ontvangen (zie ook Spoor (2008)). In het ontwerpen van geschikte vormen van flexibele annuïteiten kan ook gebruik worden gemaakt van recente inzichten vanuit de behavioural finance (zie Hu en Scott (2007)).

Een andere vorm van flexibilisering hangt samen met de zekerheidsgraad welke verbonden is aan de uitkering. Op dit moment hebben annuïteiten een vast karakter. Er is in principe geen upside of een beperkte upside in de vorm van winstdeling. Vanwege de hogere levensverwachting is de duur van de periode van pensionering toegenomen. Dit betekent dat een 65 jarige die nu met pensioen gaat feitelijk te maken heeft met een lange beleggingshorizon met een verwachte lengte van 15-20 jaar met een uitloop tot meer dan 40 jaar. Mede afhankelijk van de bereidheid en het vermogen van de consument om risico's te dragen, zou het daarom zinvol zijn om ook de hoogte van (een deel van) de annuïteiten flexibel te koppelen aan ontwikkelingen op financiële markten. Hiervoor ontvangt de consument een marktconforme vergoeding. De risicopremie biedt de kans op een hoger pensioen en kan bijdragen tot het verlichten van andere risico's, zoals onverwachte inflatie of welvaartstijging. Wetenschappelijk onderzoek (zie bijvoorbeeld Koijen et al. (2006)) suggereert dat de welvaartswinst van variabele annuïteiten aanzienlijk kan zijn.

Een contract dat zowel vaste als variabele annuïteiten biedt na pensionering, kan worden gezien als een vergelijkbare oplossing met het geboden pensioen vanuit een pensioenfonds, dat immers ook bestaat uit een recht gedefinieerd in nominale termen en een (variabel) conditioneel recht op indexatie (van het nominale recht) dat is gekoppeld via een beleidsstaffel aan de dekkingsgraad van het fonds. In dat geval is de up-side evenwel in principe beperkt tot een volledig geïndexeerd pensi-



oen. Het antwoord op de vraag of in geval van zeer gunstige beleggingsrendementen deze ook ten goede zullen komen aan de (gepensioneerde) deelnemer, is doorgaans onduidelijk vanwege onhelder gedefinieerde eigendomsrechten op de buffer.

Het koppelen van een risicocomponent aan een annuïteit sluit aan bij de rol die beschikbare premiereregelingen op dit moment veelal vervullen, namelijk als excedentregeling boven een bepaalde inkomensgrens of aanvullende derde pijler oplossing. Om variabele annuïteiten mogelijk te maken zal ook nadere afstemming met de toezichthouder nodig zijn. De toezichthouder ziet er momenteel op toe dat opbouwproducten zijn gericht op het verminderen van het risicobudget in pre-pensioneringsfase door het afbouwen van beleggingsrisico en matching van de duration van beleggingen met de duration van annuïteiten (zie AFM (2007)). De introductie van variabele annuïteiten maakt het mogelijk om het pensioenkapitaal van ouderen te activeren voor productieve beleggingen. Per saldo zal het inzetten van risicobudget bijdragen tot een betere betaalbaarheid van het pensioen, vergelijkbaar met de argumentatie die geldt in de opbouwfase van pensioen. De verstrekkers van annuïteiten zijn in staat om het risicobudget van de variabele annuïteiten zodanig te beheren dat tegen institutionele tarieven additionele rendementen kunnen ontstaan. Hierbij dient – net als voor de opbouwfase – te worden bedacht, dat het aangaan van beleggingsrisico's mogelijk moet zijn voor alle inkomensgroepen (geen exclusief recht voor hogere inkomens). Internationaal kan bij de verstrekking van variabele annuïteiten worden geleerd van ervaringen opgedaan in het buitenland, waaronder het Amerikaanse pensioenfonds TIAA-CREF, dat zowel vaste als variabele annuïteiten aan haar deelnemers verstrekt.

Flexibele vormgeving van annuïteiten draagt bij aan verruiming van de mogelijkheden tot maatwerk voor pensioen. Deze flexibilisering betreft zowel het uitbetalingspatroon als het gebruik van risicodragende annuïteiten.

## **6.5 Innovatie door integratie van de markt voor kapitaalopbouw en pensioeninkomen**

Veelal worden de markt voor kapitaalopbouw tot de pensioneringsdatum en (annuïteiten)markt voor het genereren van pensioeninkomen als gescheiden deelmarkten gezien. Daar is geen reden toe, zeker nu de

levensverwachting gedurende pensionering steeds verder stijgt. Belangrijke winst kan worden geboekt door de scheidslijnen tussen beide markten te verwijderen. We zullen twee specifieke voorbeelden aan de orde stellen: life cycle beleggen en uitgestelde annuïteiten.

De bestaande life cycle beleggingsproducten zijn uitsluitend gericht op kapitaalopbouw tot de pensioneringsdatum. Zorgplichtvereisten in de nieuwe Pensioenwet leiden ertoe dat de risico's van beleggen geleidelijk worden afgebouwd naar de pensioneringsdatum toe. Internationaal gezien loopt Nederland hiermee voorop omdat in veel andere landen, waar bovendien het aandeel van individuele pensioenregelingen veel groter is dan in Nederland, deze defaults nog ontbreken. Ten aanzien van de feitelijke vormgeving van de life cycle zijn er echter twee spanningsterreinen: de beleggingshorizon en de beleggingsallocatie tijdens de life cycle. De huidige 'default' in zorgplichtvereisten, waarbij de horizon wordt gefixeerd voor een deelnemer op 65 jaar en waarbij beleggingsrisico wordt beperkt ten opzicht van een nominale benchmark, komt onvoldoende tegemoet aan heterogeniteit van de deelnemerspopulatie en stelt deelnemers bloot aan andere risico's (te weinig pensioen, koopkrachtverlies). Het gevaar bestaat dat vanwege de fixering van de horizon op 65 jaar te vroeg marktrisico's worden uitgesloten, waardoor een belangrijk stuk opbouw wordt gemist en kapitaal feitelijk onbenut blijft. Ook de beleggingsallocatie tijdens de life cycle impliceert (zeker in combinatie met de gefixeerde horizon) een beperkt risicobudget voor marktrisico's, met als gevolg het uitsluiten van een deel van het risicorendement universum.

Het verdient aanbeveling om in life cycle beleggingsoplossingen de horizon te flexibiliseren in lijn met de langere levensverwachting van deelnemers.

Integratie van de markt voor kapitaalopbouw en die voor pensioeninkomen kan ook bevorderd worden door producten te ontwikkelen waarin conversie risico's zoveel mogelijk vermeden worden. Indien beide markten gescheiden zijn wordt het periodiek te ontvangen pensioeninkomen niet alleen bepaald door de kapitaalopbouw maar ook door de kosten van inkoop van periodiek inkomen tot overlijden op het moment van conversie. Met name de rentestand tijdens conversie maar eventueel ook de ontwikkeling van de inflatie en van levensverwachtingen zullen van

belang zijn. Dergelijke conversierisico's kunnen worden vermeden door al gedurende de opbouwfase uitgestelde annuïteiten aan te schaffen, die vanaf een bepaalde datum een reeds nu vastgelegd periodiek inkomen zullen verschaffen. Aanbieders van uitgestelde annuïteiten kunnen de bijbehorende renterisico's in principe afdekken op financiële markten. Voor sterfte en inflatierisico's is dat vooralsnog nauwelijks het geval.

Een belangrijke toegevoegde waarde van pensioenfondsen is dat zij de beoogde uitgestelde annuïteiten aanbieden. Ieder jaar bouwt de deelnemer een extra 'laag' van toekomstig pensioeninkomen op. Ook excedentoplossingen, die een individueel karakter hebben, worden door pensioenaanbieders omgezet in (conditioneel geïndexeerde) annuïteiten. In de markt voor individuele pensioenproducten zijn uitgestelde annuïteiten echter nauwelijks verkrijgbaar. Dat betekent dat zelfstandigen of deelnemers die geen extra pensioenopbouw binnen een pensioenfonds kunnen realiseren conversierisico moeilijk kunnen vermijden. Wel is het zo dat vanuit zorgplicht er nu al op aangedrongen wordt (zie AFM (2007)) de looptijd van de verplichtingen in een life cycle belegging overeen te laten komen met de looptijd van de in te kopen annuïteit. Daarmee wordt het renterisico bij conversie beperkt. Ook in deze producten wordt evenwel in eerdere jaren een wellicht ongewenst aan conversie gerelateerd renterisico gelopen.

Ook internationaal lijkt het belang van adequate annuïteitenproducten en beperking van het conversierisico nog weinig onderkend te zijn. Hier zouden exportkansen kunnen liggen voor de Nederlandse pensioensector, zeker indien de risico's deels in homogene collectiviteiten kunnen worden gedeeld (zie ook paragraaf 6.1).

Het verdient aanbeveling om producten te ontwikkelen die het conversierisico beperken en in de voorlichting aan deelnemers het conversierisico te belichten.

## **6.6 Innovatie door producten die illiquide vermogen omzetten in pensioeninkomen**

Op de balans van een deelnemer in de latere fase van zijn carrière zal naast human capital ook steeds meer 'financial capital' zichtbaar worden (zie Merton (2003)). Het vermogen bestaat – naast pensioenrechten – uit geld op de bank of beleggingen en andere niet liquide bezittingen, waaronder een eigen huis. Het ontsluiten van niet liquide bezittingen

kan een oplossing bieden voor diegenen die een relatief laag of geen aanvullend pensioen hebben, dan wel andere wensen hebben waarvoor ze liquiditeit ontberen (bijvoorbeeld schenking aan kinderen of eenmalige grote uitgaven, zoals een wereldreis).

Er bestaan diverse soorten illiquide bezittingen welke door deze liquide te maken een rol zouden kunnen vervullen bij het vergroten van het pensioeninkomen. De noodzaak om dit soort oplossingen te bieden kan in de toekomst toenemen, zowel door het toenemende vermogen waarover mensen beschikken (vooral ook door het toegenomen huizenbezit en de hoge huizenprijzen) als door een toenemende wens van ouderen om hun illiquide vermogen aan te wenden voor een goed verzorgde oude dag. Vooral de overwaarde (waarde minus lopende hypotheek) in een eigen huis biedt mogelijkheden ter verhoging van het pensioeninkomen. Ter illustratie kijken we naar een echtpaar met 1x en 0,5x modaal, die samen uitgaande van een volledige carrière een pensioeninkomen genieten van ruwweg EUR 10.000 per jaar (naast AOW). Veronderstel dat deze mensen wonen in een huis met een waarde van EUR 200.000, terwijl de hypotheek is afgelost. Door een deel van de waarde van huis om te zetten in annuïteit, waarbij zij in hun huis blijven wonen, kunnen zij hun pensioeninkomen (boven AOW) al snel met tientallen procenten verhogen.

In de VS heeft de laatste jaren een sterke groei plaatsgevonden in het aantal en de hoogte van zogenaamde 'reversed mortgages'. Ook in het VK zijn zogenaamde 'equity release' oplossingen tot stand gekomen. Deze oplossingen zijn erop gericht de overwaarde in de eigen woning aan te wenden voor andere doeleinden. Als redenen voor het cashen van de overwaarde worden niet altijd de wereldreis of het droomjacht genoemd, maar ook de wens tot schenken van vermogen aan de kinderen tijdens het leven en het aanvullen van een beperkt pensioeninkomen.

In Nederland staat deze vorm van het aanwenden van overwaarde (de zogenaamde 'omkeershypotheek'), specifiek door de doelgroep ouderen, nog in de kinderschoenen.

Er zijn in Nederland enkele voorbeelden van producten die overwaarde in de eigen woning liquide maken (zie onder andere Vos (2007)). Financiële instellingen bieden mogelijkheden tot het opnemen van een hypotheek met een vaste looptijd waarbij bij het af te sluiten bedrag rekening wordt gehouden met de te betalen rente over de looptijd. Zo kan een deel van de overwaarde voor consumptie worden aangewend.

Vanuit enkele woningbouwcorporaties worden mogelijkheden aangeboden om het eigen huis te verkopen in ruil voor een levenslang gratis recht op wonen in dat huis plus ontvangst van een aanvullend bedrag (afhankelijk van de W0Z-waarde). Een alternatief is het huis te verkopen met het recht daar te blijven wonen zolang de overeengekomen huur wordt betaald. Bij deze oplossing koopt de deelnemer feitelijk van zijn ontvangen verkoopprijs een levenslange annuïteit, waarmee o.a. de huur kan worden betaald.

Het aangaan van dit soort oplossingen is omkleed door emotionele argumenten, waar nog weinig onderzoek naar is verricht. Bezitters van een eigen huis hebben vaak moeite met het concept van 'huren'. Een belangrijke imperfectie in de bestaande producten zit in het ontbreken van een afdoende oplossing voor het langlevensvraagstuk of gebrek aan transparantie in de prijsvorming van dat risico. Initiatieven zijn vooralsnog dan ook weinig succesvol. Nader onderzoek is nodig om de redenen hiervoor te analyseren. Mogelijk hangt dit ook samen met de kredietmentaliteit van Nederlanders, maar ook de imperfectie in het huidige productaanbod speelt een rol.

Het verbeteren van de mogelijkheden om 'dood' eigen vermogen in het huis aan te wenden kan worden geleerd van ontwikkelingen in de VS. Financiële instellingen zijn terughoudend in het verstrekken van 'omkeerhypotheeken', zolang het risico bestaat dat de hoogte van de lening uitstijgt boven de waarde van het huis. Het adequaat mitigeren van risico's van rente, huizenprijsontwikkeling en langlevens is daarom belangrijk. In de VS is er sprake van een door de overheid gesteund garantie-instituut dat hier een rol speelt. In Nederland staan wij nog aan het begin van deze ontwikkeling, maar kan mogelijk wel worden aangesloten bij ervaring welke is opgedaan in de woningbouwcorporatiesector en de Nationale Hypotheek Garantie (NHG). Ook bij de Vereniging Eigen Huis staat de 'omkeerhypotheek' op de agenda (zie VEH (2008)).

Het verdient aanbeveling om de mogelijkheden en beperkingen in Nederland voor het aanbieden van 'omkeerhypotheeken' te onderzoeken.

Naast de waarde in de eigen woning, is voor veel Nederlanders aanzienlijk vermogen opgebouwd in levens- of kapitaalverzekeringen. De waarde in deze polissen hangt in veel gevallen samen met een lopende hypo-

theek, maar kan ook samenhangen met verzekeringen voor uitvaart of op leven. Daar waar in verzekeringspolissen aanzienlijke waarde is opgebouwd, zou door verhandeling van deze polissen waarde kunnen worden vrijgemaakt voor aanwending op een eerder moment. In de V.S. heeft de markt van life settlements, waarin levensverzekeringscontracten worden verhandeld, een stormachtige groei gekend, met name waar het polissen voor welgestelden betreft. In Nederland is deze markt echter nog beperkt van omvang.

### **6.7 Innovatie door toekomstige verdien capaciteit actiever aan te wenden**

Huidige individuele oplossingen hebben als nadeel dat slechts in beperkte mate beleggingsrisico's kunnen worden genomen op het moment dat er nog een lange beleggingshorizon bestaat (en het risicoprofiel van het individu het nemen van risico's wel toestaat). De jonge deelnemer aan een beschikbare premiereregeling is bereid om risico's te nemen maar belegt slechts een zeer beperkt vermogen in zijn pensioenoplossing. De deelnemer zou, gezien het human capital dat nog tot ontplooiing moet komen, een veel hoger beleggingsrisico kunnen nemen dan op grond van zijn beperkte individuele pensioenkapitaal mogelijk is. Grote collectieven met een gemengde populatie zijn daarentegen in staat om door de tijd heen flexibel met hun risico's om te gaan, waarbij ook het jongere deel van de populatie aanzienlijk beleggingsrisico's aangaat (zie bijvoorbeeld Bovenberg et al. (2007)).

In geval van individuele producten ontstaan nieuwe mogelijkheden voor het vroegtijdig verkrijgen van kapitaal op basis van toekomstig inkomen indien financiële instellingen bereid zouden zijn om deelnemers 'leverage' te bieden op hun beleggingen. E.e.a. op basis van de beoordeling van de verwachte ontwikkeling van de verdien capaciteit. Feitelijk is dit vergelijkbaar met de bestaande praktijk binnen financiële instellingen bij de beoordeling van hypotheekaanvragen, waarbij de lening mede wordt verstrekt op basis van de verdien capaciteit van de aanvrager(s)<sup>5</sup>. De flexibilisering van annuïteiten in geval van langer doorwerken is een voorbeeld van flexibilisering indien human capital deel wordt van de

5 Regelgeving met betrekking tot hypotheeken geeft duidelijke grenzen aan voor de omvang van de hypotheekverstrekking in relatie tot het opgegeven inkomen.

oplossing. De mogelijkheid tot langer werken kan daar leiden tot een hoger risicobudget en uitstel van uitkering.

Het verdient aanbeveling de consequenties van het meenemen van human capital voor de zorgplichtvereisten voor financiële instellingen nader te onderzoeken, mede met het oog op een optimale financiële planning voor individuen en huishoudens.

### **6.8 Innovatie door maatwerk in oplossingen voor arbeidsongeschiktheid of overlijden**

Ook het in samenhang met opbouw van kapitaal en pensioeninkomen bieden van zekerheden voor andere risico's verdient aandacht. Collectieve pensioenproducten bieden meestal een dekking tegen arbeidsongeschiktheid of overlijden. In individuele pensioenoplossingen zijn deze doorgaans niet gedekt. Ook zou de dekking in de uniforme collectieve regelingen te beperkt kunnen zijn gegeven de karakteristieken van de deelnemer en is om die reden maatwerk gewenst. Bij aanvullende oplossingen is er echter sprake van een lappendeken van oplossingen.

Een specifieke categorie betreft hier de groeiende groep van zelfstandigen zonder personeel (ZZP). Zij hebben baat bij een betere pensioenoplossing langs de innovatielijnen zoals eerder geschetst, maar hebben ook behoefte aan een samenhangend pakket van financiële diensten direct samenhangend met pensioen (doorbetaling van premie in geval van arbeidsongeschiktheid of overlijden). Ook is er behoefte aan andere aanvullende diensten op het terrein van employee benefits. Informatietechnologie moet deelnemers in staat stellen om deze elementen op een 'best buy' basis tot een passend pakket samen te voegen. Innovatiekansen zijn hierbij aanwezig in het creëren van een 'best buy' platform en het ontwerpen van goede defaultpakketten.

## 7. BETER MAATWERK DOOR AANPASSINGEN IN DE REGELGEVING

Zowel de fiscale regelgeving als de regelgeving rond financieel advies, zorgplicht en transparantie zijn bepalende factoren bij het garanderen van kwalitatief adequaat maatwerk in pensioenen. Al eerder is betoogd dat consumenten moeite hebben met het maken van financiële keuzes en zich daarin naar verwachting laten leiden door advies en voorlichting. De kwaliteit daarvan is dus zeer bepalend voor de kwaliteit van het uiteindelijke pensioenresultaat. Evenzeer is bekend dat de fiscale wetgeving zeer bepalend is voor de keuze van pensioenproducten.

In de afgelopen jaren is de regelgeving op beide terreinen volop in ontwikkeling geweest. De fiscale facilitering voor vroegpensioen is ingeperkt. Tegelijkertijd is communicatie over de pensioentoezegging centraal komen te staan, wat heeft geleid tot ontwikkelingen als het Uniform Pensioen Overzicht (UPO), het Nationaal Pensioenregister en het indexaatielabel. Ook de websites die veel pensioenaanbieders ontwikkeld hebben, waarin persoonlijke informatie wordt verstrekt en de consequenties van keuze inzichtelijker worden gemaakt, vormen een belangrijke stap voorwaarts. Desalniettemin zijn in de paragrafen 5.4 en 5.5 barrières voor de totstandkoming van adequaat maatwerk aangegeven die voortvloeien uit de regelgeving op het terrein van fiscaliteit en zorgplicht. In deze paragraaf zullen we ons richten op de gewenste innovatie in deze regelgeving. Bij het invullen van regelgeving dient uiteraard steeds de keuze gemaakt te worden tussen het vastleggen van regels in de wet of het bieden van bredere kaders, waarbinnen zelfregulering van de sector mogelijk wordt gemaakt. Zo heeft de sector bijvoorbeeld een belangrijke rol bij de invulling van het Nationaal Pensioenregister en de UPO. Deze afweging valt buiten het kader van deze paper.

### 7.1 Fiscale regelgeving

Zoals in paragraaf 6.4 is aangegeven is in de huidige fiscale wetgeving slechts sprake van een pensioentoezegging indien deze een defined benefit karakter heeft of voor pensionering wordt omgezet in een periodieke uitkering tot overlijden waarvan de nominale hoogte vrijwel con-



stant is. Daarmee worden de mogelijkheden voor innovatie in annuïtaire producten sterk ingeperkt en is er sprake van een belangrijk verschil in regelgeving tussen tweede en derde pijler producten. Toezeggingen in de derde pijler waarvan de uitkering wordt aangepast aan de inflatie vallen immers buiten de criteria. Met name voor zelfstandigen die grotendeels op dergelijke producten zijn aangewezen is dat een belangrijke beperking.

Opvallend is ook dat de fiscale wetgeving erop gebaseerd is dat niet alleen het langlevensrisico dient te zijn verzekerd voor pensionering maar dat ook beleggingsrisico's geheel dienen te zijn uitgesloten. Zoals al is aangegeven in paragraaf 6.4 ligt het evenwel voor de hand de voordelen van het nemen van beleggingsrisico's niet te beperken tot de periode voor pensionering nu de periode na pensionering steeds langer wordt. Participatie in beleggingspools waarin het langlevensrisico wordt gedeeld maar beleggingsrisico's worden doorgegeven kan een zeer adequate vorm van oudedagsvoorziening zijn die thans door de regelgeving wordt belemmerd. Net zoals gepensioneerden op basis van een vastgelegd risicoprofiel kunnen beleggen bij financiële instellingen, moeten ook in pensioenbeleggingen het aanvaarden van beleggingsrisico's voor diegenen die in staat en bereid zijn deze risico's te dragen, mogelijk zijn.

Aangezien de kosten van de fiscale facilitering van pensioen aanzienlijke gevolgen kan hebben voor de ontvangst van belastingopbrengsten door de tijd heen zonder dat de totale belastinginkomsten bij voorbaat worden beïnvloed, dient een eventuele uitbreiding van het fiscale kader niet automatisch te worden gevolgd door verhoging van de fiscale druk van pensioenvoorziening elders.

Het verdient aanbeveling de fiscale regels in Nederland zodanig te verruimen dat flexibiliteit mogelijk is in het uitkeringspatroon.

## **7.2. Zorgplicht en transparantie**

De bestaande regelgeving rond zorgplicht en transparantie is vooral gericht op de opbouwfase. De beleggingsmix van producten met beleggingsvrijheid dient te worden afgestemd op de karakteristieken van de deelnemer en beleggingsrisico's dienen o.a. door middel van de Financiële Bijsluiter inzichtelijk te worden gemaakt. De focus op de opbouwfase blijkt ook uit de aanbevelingen om voor aanvullende tweede pijler producten het beleggingsrisico voorafgaand aan de pensionering terug te

brengen door uitsluitend nog in zakelijke waarden te beleggen met een duration die overeenkomt met die van de aan te schaffen lijfrente<sup>6</sup>.

In de regelgeving rond zorgplicht en transparantie is nog maar weinig aandacht voor de uitkeringsfase. Het indexatielabel betreft weliswaar de uitkeringsfase maar sluit aan op het niveau van de regeling en niet op dat van het individu. Het Uniform Pensioen Overzicht is wel individu specifiek maar bevat geen expliciete indicatie in hoeverre het opgebouwd pensioen volgens gangbare normen adequaat is. Ook eventuele beleggings- of indexatierisico's in de toezegging worden in het UPO niet inzichtelijk. Een eerste stap voorwaarts zou gezet kunnen worden door de introductie van een pensioenkwaliteitslabel in de UPO, analoog aan de Financiële Bijsluiter en het indexatielabel. Door de verwachte uitkering en de mate van risico daarin te relateren aan het gemiddeld inkomen over de afgelopen jaren ontstaat een indicatie in hoeverre de uitkering waarop de UPO betrekking heeft aansluit bij het huidige inkomensniveau. Dit zou analoog aan de Financiële Bijsluiter of Indexatielabel kunnen door de pensioenkwaliteit op basis van deze toezeggingen te kwalificeren in vijf klassen, aflopend van 'zeer goed' naar 'zeer matig'. Zowel DB als DC- toezeggingen kunnen van een dergelijk label worden voorzien. Uiteraard kan door omstandigheden de pensioenuitkering laag zijn ten opzichte van het huidige inkomen, terwijl er toch sprake is van een comfortabele oudedagsvoorziening. Dit kan bijvoorbeeld bij een groot vermogen buiten het pensioendomein, een te verwachten erfenis, partnerpensioen, etc. Een disclaimer bij het pensioenkwaliteitslabel zou het individu er op moeten wijzen dat een lage score op pensioenkwaliteit van de gerapporteerde uitkeringen niet noodzakelijk betekent dat aanvulling gewenst of zelfs noodzakelijk zou zijn.

Voor pensioenoplossingen geldt dat deelnemers vaak verplicht zijn aangesloten bij de regeling van het bedrijf of de bedrijfstak. De betere informatievoorziening over annuïteiten draagt bij aan betere keuzemogelijkheden in geval van waardeoverdrachten van pensioenrechten van het ene naar het andere pensioenfonds. Daarnaast is zij van belang in de markt voor aanvullende producten en dwingt het aanbieders om met één maat te meten en verantwoording af te leggen over de kwaliteit, kosten en risico's van de aangeboden pensioenoplossing. Ook de kosten van

6 Ongetwijfeld is dit advies mede bepaald door de eerder besproken fiscale eis om nominale annuïteiten aan te schaffen. Gegeven die restrictie beperkt het aanbevolen beleid inderdaad het conversierisico.

distributie (inclusief de dienstverlening door (on)afhankelijke adviseurs) dienen expliciet gecommuniceerd te worden.

Op dit moment is het nog niet altijd eenvoudig om informatie van verschillende pensioenaanbieders te combineren en de consequenties van eventuele additionele pensioenopbouw (inclusief levensloop) te plaatsen in het kader van de totale pensioenopbouw. De komst van het pensioenregister kan hier een belangrijke stap voorwaarts betekenen. Vooral nog lijkt evenwel alleen concreet gewerkt te worden aan het aanbieden van informatie over eerste en tweede pijler toezeggingen per 2011. Het is van belang zo snel mogelijk ook derde pijler producten in de informatievoorziening te betrekken. Informatie te geven over beleggings- en indexatierisico's en rekenmodules toe te voegen die de consequenties van additionele pensioenopbouw inzichtelijk maken. Door een aantal door de consument te selecteren aanbieders toegang te geven tot de informatie in het pensioenregister kan bovendien een level playing field voor aanbieders worden gevormd. Hiermee kan voor zowel aanbieder als consument op efficiënte wijze een productaanbod worden getoond, dat inspeelt op de persoonlijke situatie van de consument. Uiteraard kan het pensioenkwaliteitslabel ook in het pensioenregister worden opgenomen.

Door ontwikkelingen in financiële markten nemen ook de mogelijkheden toe tot het inzetten van complexe financiële instrumenten zoals derivaten en garanties. Deze instrumenten bieden mogelijkheden tot efficiënte afdekking van risico's, maar zijn voor de consument soms moeilijk te begrijpen. Grote financiële instellingen zijn echter in staat deze instrumenten te gebruiken. Het is van belang om deze mogelijkheden ook voor individuele producten aan te wenden. Daarom is het van belang dat ook in het formuleren van de zorgplichtvereisten met deze mogelijkheden rekening wordt gehouden.

Het verdient aanbeveling te komen tot informatievoorziening welke de kwaliteit, kosten en risico's van aangeboden annuïtaire oplossingen voor consumenten op eenvoudige wijze duidelijk maakt. Een pensioenkwaliteitslabel en het pensioenregister kunnen daar een centrale rol bij spelen.

## 8. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

In deze paper hebben we de kansen voor maatwerk in de Nederlandse pensioensector besproken. Na een analyse van de belangrijkste argumenten voor standaardisering dan wel maatwerk is aandacht besteed aan de potentiële welvaartskosten van gebrek aan maatwerk. Vervolgens is gekeken naar de bestaande mogelijkheden voor maatwerk en naar de barrières om maatwerk verder te versterken. Tenslotte zijn innovaties besproken in zowel het aanbod van producten als in de regelgeving die maatwerk in Nederlandse pensioenproducten zouden versterken.

De belangrijkste conclusies en aanbevelingen zijn de volgende:

- De Nederlandse collectieve pensioenregelingen kunnen verder worden verbeterd door deze via betere defaults preciezer af te stemmen op individuele omstandigheden van de deelnemer, zoals leeftijd, mogelijkheid tot langer doorwerken en bestaande pensioenopbouw.
- Individuele pensioenaanvullingen zijn een essentieel element van een optimaal pensioencontract.
- Meer transparantie van kosten, risico's en uitkeringen van zowel individuele als collectieve pensioenproducten is vereist om de kwaliteit van de pensioenproducten verder te verbeteren.
- Het pensioenregister kan een essentiële rol spelen bij de integratie en standaardisering van informatie die voor aanbieders en consumenten van belang is om te komen tot adequaat maatwerk op een level playing field. Om de consument optimaal inzicht te geven in zijn toekomstige pensioeninkomenssituatie is het van belang om ook de derde pijler en levensloop hierin te integreren.
- Een pensioenkwaliteitslabel gekoppeld aan het pensioenregister kan een nuttige aanvulling zijn op de bestaande pensioenoverzichten.
- Op de Nederlandse markt is behoefte aan innovatieve derde pijler producten, waaronder uitkeringsproducten die de risico's voor de consument ten aanzien van conversie en inflatie beperken. Ook is er behoefte aan meer flexibele en risicodragende annuïtaire oplossingen.

- Aanpassing van de fiscale en zorgplichtregelgeving is gewenst om deze meer flexibele en risicodragende annuïtaire oplossingen mogelijk te maken.
- Collectieve pensioenoplossingen blijven in veel landen op basis van oneigenlijke argumenten buiten beschouwing. Mechanismen voor deling van langlevens- en marktrisico's en het integreren van de opbouw- en uitkeringsfase kunnen daarbij waarde toevoegen aan bestaande DC-oplossingen.

## LITERATUURLIJST

- Ambachtsheer, K. (2007), 'Why we need a pension revolution', *Financial Analyst Journal*, Volume 63, Number 1, 2007.
- Autoriteit Financiële Markten (2007), 'Consultatie visie op zorgplicht', september 2007.
- Baars, L. van (2008), 'Solidariteit is niet genoeg meer; Toekomst van de vakbeweging ligt in persoonlijke dienstverlening', *Trouw*, 20 februari 2008.
- Benartzi, S. and R. Thaler (2002), 'How much is investor autonomy worth?', *Journal of Finance*, 57, 4, p. 1593-1616.
- Benartzi, S. and R. Thaler (2007), 'Heuristics and biases in retirement savings behavior', *Journal of Economic Perspectives*, 21, 3, p. 81-104.
- Bernheim, B.D. and A.M. Garrett (1996), 'The determinants and consequences of financial education in the workplace: evidence from a survey of households', *Stanford Economics Working Paper* #96-007, March 1996.
- 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*, pp. 59-87. Oxford: Oxford University Press.
- Bikker, J.A. en J. de Dreu (2007) 'Uitvoeringskosten van pensioenverstrekkers', in: F. van der Lecq and O. Steenbeek, *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer, 69-96.
- Bodie, Z., H. Prast and J. Snippe (2008), 'Individual pension plans: purpose, design and illustration' te verschijnen als *NEA paper*, Netspar.
- Boeijen, T., C. Jansen, C. Kortleve en J. Tamerus (2007), 'Leeftijdssolidariteit in de doorsneepremie', in: S.G. van der Lecq and O. Steenbeek, *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer, 69-96.
- Boer, J. de (2008), 'Banksparen blijkt lekkend bad', *Z24*, 13 maart 2008.
- Bonenkamp, J. (2007), 'Measuring life time redistribution in Dutch occupational pensions', *CPB Discussion Paper* nr. 81.
- Boot, A. (1995), 'Koopsommen en premie-stortingen een goudmijn: maar voor wie?', *Onderzoeksrapport UvA*.
- Bovenberg, A., R. Koijen, Th. Nijman and C. Teulings (2007), 'Saving and investing over the life cycle and the role of collective pension funds', *Netspar panel paper* nr 1.
- Bovenberg, A. en R. Maatman (2007), 'Geef elke Nederlander digitaal dossier voor financiële planning', *Het Financieele Dagblad*, 16 mei 2007.
- Conqvist, H. and R. Thaler (2004), 'Design choices in privatized social security systems: learning from the Swedish experience', *American Economic Review*, 94, 2, p. 425-428
- Cui, J., F. de Jong en E. Ponds (2005), 'The value of intergenerational transfers within funded pension schemes', *Netspar Discussion paper*.

- Davidoff, T. P. Diamond and J. Brown (2005), 'Annuities and individual welfare', *American Economic Review*, 95, 1573–1590.
- Deloitte (2007), 'Pensioen', 2007.
- Hari, N., R. Koijen and Th. Nijman (2006), 'The determinants of the money's worth of participation in collective pension schemes', unpublished paper.
- Helleman, J., G. de Jong en A. van der Giezen (2008), 'Fiscalisering AOW niet door vergrijzing', *ESB*, 25 januari 2008.
- Hu, W.-Y. and Jason S. Scott (2007), Behavioral obstacles in the annuity market, *Financial Analysts Journal*, volume 63, number 6.
- Jong, J.J. de, H. Mens, A. Oerlemans en J. Potters (2008), 'Het nut van risicodeling bij beschikbare premieregelingen', *VBA Journaal*, voorjaar 2008.
- Kooreman, P. and H. Prast (2007), 'Policy implications of behavioural economics', *Netspar panel paper nr. 2*.
- Kortleve, N. (2008), 'Towards a sustainable pension deal', presentation at Netspar Workshop, January 31, 2008.
- Koijen, R.S.J., Th.E. Nijman and B.J.M. Werker (2006), 'Optimal portfolio choice with annuitization', *Netspar discussion paper*.
- Laibson, D. (2007), 'Education no substitute for good default', *IPE*, December 4, 2007.
- Lecq, S.G. van der (2005), 'Financiële alfabetisering', *NRC*, september 2005.
- Lecq, S.G. van der en A.W.I.M. van der Wurff (2008), 'Met API meer markt', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, te verschijnen april 2008.
- Lusardi, A. (2004), 'Saving and the effectiveness of financial education', in *Pension design and Structure: new lessons for Behavioural Finance*, Olivia Mitchell and S. Utkus (eds.) p. 157–184, Oxford University Press.
- Lusardi, A. and O. Mitchell (2007), 'Financial literacy and retirement preparedness: Evidence and implications for financial education programs', *Business Economics*, January 2007.
- Lusardi, A. (2008), *Overcoming the saving slump: How to increase the effectiveness of financial education and saving programs*, University of Chicago Press.
- Marel, G. van der (2008), 'Financiële informatie vaak onbegrepen', *Het Financieele Dagblad*, 5 maart 2008.
- Merton, R.C. (2003) 'Thoughts on the future: theory and practice in investment management', *Financial Analysts Journal*, Volume 59, Number 1.
- Mitchell, O.S., J.M. Poterba, M.J. Warshawsky and J.R. Brown (1999), 'New evidence on the Money's worth of individual annuities', *The American Economics Review*, Volume 89, Number 5.
- Munnell, A., M. Soto, J. Libby en J. Prinzivalli (2006), 'Investment returns: defined benefit vs. 401 (k) plans', *CRR Boston College*, September 2006.
- Munsters, R., R. Molenaar en E. Ponds (2008), 'Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning' te verschijnen als *NEA paper*, Netspar.
- Oerlemans, A.G. (2008), 'De API moet er komen', *Bank- en Effectenbedrijf*, februari 2008.
- Piñera, J. (2001), 'Liberating workers: the world pension revolution', *Cato's letters nr 15*, Cato Institute, Washington.
- Prast, H. (2007), *Complexe producten: wat kunnen ze betekenen en wie moet ze begrijpen*, Amsterdam, november 2007.

- Rooij, M., C. Kool and H. Prast (2006), 'Risk return preferences in the pension domain: are people able to choose?', *Journal of Public Economics*, forthcoming.
- Schotman, P., F. de Jong and B. Werker (2008), 'Strategic asset allocation' forthcoming as *Netspar panel paper*.
- Sociaal-Economische Raad (2008), 'Op weg naar pensioenbewust zijn, de bevindingen van het debat Pensioenbewustzijn', *Rapport Pensioencommissie*, 30 januari 2008.
- Spoor, L. (2008), 'Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio' te verschijnen als *NEA paper*, Netspar.
- Strik, V. (2007), 'Maatwerk met garantie', *Het Financieele Dagblad*, FD Geld, 22 december 2007.
- Teulings, C. en C. de Vries (2006), 'Generational accounting, solidarity and pension losses', *De Economist*, 146, 63-83.
- Tweede Kamer (2008), 'De Algemene Pensioensinstelling: hoofdlijnen voor de Vormgeving', Vergaderjaar 2007-2008, Kamerstuk 30 413, nr. 106.
- Vereniging Eigen Huis (2008), 'De omkeerp hypotheek', *Eigenhuis Magazine*, februari 2008.
- Viceira, L. (2007), 'Life-Cycle Funds,' manuscript, Harvard University, forthcoming in Annamaria Lusardi, ed., *Overcoming the saving slump: How to increase the effectiveness of financial education and saving programs*, University of Chicago Press.
- Vos, A. de (2007), 'Slim de eigen woning opeten', *Het Financieele Dagblad* Persoonlijk, 22 september 2007.





## OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)  
Lans Bovenberg, René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)  
Kees Koedijk, Alfred Slager, Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)  
Casper van Ewijk, Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)  
Mei Li Vos, Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)  
Jan Boone, 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 Munsters, 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 JanSnippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficient delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)  
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)  
Jan Bertus Molenkamp

# MAATWERK IN NEDERLANDSE PENSIOENPRODUCTEN

Theo Nijman en Alwin Oerlemans bespreken in dit paper de mogelijkheden voor de pensioensector om haar dienstverlening optimaal af te stemmen op het perspectief van het individu. De trend naar individualisering vraagt om vernieuwing van het collectieve contract en om meer maatwerk. De onderzoekers stellen dat de differentiatie in pensioenregelingen kan worden vormgegeven via defaultoplossingen die zijn afgestemd op individuen of specifieke groepen. Op deze manier wordt het beste van twee werelden verenigd; de deelnemer heeft meer keuzevrijheid en een pensioenregeling die beter aansluit bij zijn specifieke wensen, maar wordt niet geconfronteerd met het nemen van ingewikkelde pensioenbeslissingen.

Theo Nijman is hoogleraar Econometrie van Financiële Markten, hoogleraar Beleggingstheorie op de F. Van Lanschot leerstoel aan de Universiteit van Tilburg en directeur van Netspar. Alwin Oerlemans is senior business developer bij Cordares.



Netspar

UNIVERSITEIT



VAN TILBURG