

Wtp-bundel

Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland

Onder redactie van Eduard Ponds en Onno Steenbeek

Colofon

Industry papers zijn papers voor professionals in de pensioen- en verzekeringssector. Ze worden op de Netspar website gepubliceerd na goedkeuring door de Netspar Editorial Board (EB). De EB controleert de papers op zowel academische kwaliteit als toegankelijkheid voor niet-academische professionals. Industry papers worden gepresenteerd voor discussie op Netspar-evenementen. Vertegenwoordigers van academische en sectorpartners worden uitgenodigd voor deze evenementen.

Te citeren als:

E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel), Tilburg: Netspar.

Editorial Board

Voorzitter: Andries de Grip, Universiteit Maastricht

Leden:

Joyce Augustus-Vonken, APG
Mark-Jan Boes, Vrije Universiteit Amsterdam
Damiaan Chen, De Nederlandsche Bank
Bart Dees, Nationale-Nederlanden
Arjen Hussem, PGGM
Kristy Jansen, University of Southern California
Sven Klijnhout, Achmea
Raymond Montizaan, Universiteit Maastricht
Alwin Oerlemans, APG
Jan Maarten van Riemsdijk, PGGM
Mariëtte Sanderse, PMT
Peter Schotman, Universiteit Maastricht
Erik Schouten, Ministerie van Financiën | Belastingdienst
Anja De Waegenare [†], Tilburg University
Ivor Witte, a.s.r.

Ontwerp Maan

Vormgeving Studiodet

Redactie Jolanda van den Braak, Nina Woodson

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

Inhoudsopgave

Voorwoord	5
Dankwoord	9
Opbouw van de bundel in onderwerpen en hoofdstukken	10
Over de auteurs	15
 Deel I. De overgang naar het nieuwe contract	
1. Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking	22
2. Solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit: een herijking van het Nederlandse driepijlerstelsel	54
3. Inzicht in transitie-effecten voor een evenwichtige belangenafweging	83
 Deel II. Inhoudelijke bouwstenen van de nieuwe contracten	
4. De lifecycle-hypothese in de Nederlandse context en traditie	109
5. Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?	132
6. Solidaire versus flexibele premieregeling	172
7. Solidariteitsreserve	194
8. De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel	224
9. Juridische en fiscale aspecten	259
10. Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance	288

Deel III. Reflectie en evaluatie

11. Macro-economische aspecten van de Wtp	325
12. Vraagstukken voor ná de Wtp-transitie	355
13. Reflecties door buitenlandse experts	379
14. Vooruitkijken na de transitie	399

Voorwoord

Beste lezer,

De bundel die u nu in handen heeft, laat zien hoe de financiële toekomst van deelnemers aan Nederlandse pensioenfondsen zo zorgeloos mogelijk kan worden.

Het Nederlandse pensioenstelsel is iets om trots op te zijn. Miljoenen mensen bouwen aanvullend pensioen op. Toch noopten de sociaaleconomische veranderingen in onze samenleving om het stelsel te herzien, zodat we ook in de toekomst trots kunnen blijven. Zo is het nieuwe stelsel robuuster, als antwoord op de meer dynamische arbeidsmarkt, en biedt het meer mogelijkheden om risico's af te stemmen op wat deelnemers willen en kunnen dragen. Het zijn dan ook deze voordelen waarom De Nederlandsche Bank (DNB) de Wet toekomst pensioenen (Wtp) omarmt.

Dat er bij het nieuwe pensioenstelsel vragen worden gesteld, is een goede zaak. Het denken stopt niet op de transitiedatum, we moeten blijven leren. Waarschijnlijk is dat zelfs één van de redenen waarom u nu deze bundel voor u heeft. En of u nu vragen heeft over de effecten van het nieuwe stelsel op verschillende generaties, over hoe we kunnen zorgen dat mensen de keuze maken die het beste bij hen past of over hoe het stelsel getoetst zal worden op wat het belooft te doen: in deze bundel vindt u inzicht en inspiratie.

De auteurs van de hoofdstukken zijn experts die het nieuwe stelsel niet alleen analyseren, maar ook in de praktijk brengen en verder willen verbeteren. Hun bijdragen bieden houvast aan iedereen die meewerkt aan een eerlijk en toekomstbestendig pensioenstelsel in Nederland. Bovendien geldt Nederland als voorbeeldland voor andere landen met een kapitaalgedekt pensioenstelsel. De kennisdeling in deze bundel helpt deze buitenlandse lezers om van onze Nederlandse ervaringen te leren.

Tot slot, laat deze bundel ook een uitnodiging zijn tot verder nadenken, verder onderzoeken en verder samenwerken – of u nu een geïnteresseerde student bent, een professional in de pensioensector, een buitenlandse beleidsmaker of een academicus gespecialiseerd in een pensioenthema.

De Nederlandsche Bank is er trots op partner te zijn van Netspar. De kwaliteit van deze bundel onderschrijft dat nogmaals.

Veel leesplezier,

Olaf Sleijpen, president van De Nederlandsche Bank

Voorwoord

Midden in de verbouwing

Deze bundel met reflecties op de Wet toekomst pensioenen (Wtp) verschijnt op een interessant moment, namelijk even voorbij halverwege de implementatietermijn¹ die pensioenuitvoerders is gegeven om aan de wet te voldoen. Zoals wel vaker bij interessante momenten² is ook dit moment niet onverdeeld gunstig, want er zijn nog diverse uitdagingen op te lossen. Weliswaar worden sommige beelden al zichtbaar, maar die zijn slechts een tussenstand. Een terugblik in 2028 of daarna op de gehele transitieperiode zal allicht andere accenten kennen dan onderstaande impressie weergeeft. Onder dat voorbehoud waag ik me toch aan een korte reflectie op deze fase ‘midden in de verbouwing’.

De Wtp kent een lange wetsgeschiedenis, met een uitgebreide behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede en Eerste Kamer, waardoor de wet later in werking trad dan beoogd. In de Eerste Kamer leefden zorgen over de toereikendheid van de transitietermijn. Toenmalig minister Carola Schouten stelde daarom voor om de uiterste transitiedatum in elk geval een jaar op te schuiven, naar de huidige datum van 1 januari 2028. De Wtp zat er zodoende al geruime tijd aan te komen, waardoor duidelijk was waar de transitie inhoudelijk zo ongeveer heen ging. Toch duurde het enige tijd voordat alle betrokken partijen op stoom kwamen met de voor de transities benodigde activiteiten. Dat viel deels te verklaren uit resterende onduidelijkheden, omdat de regelgeving op een aantal onderdelen nog nadere uitwerking behoefde, maar leek ook voort te komen uit een afwachtende houding van deze en gene. Politiek tumult tijdens de eerste transitiejaren droeg bij aan (gepercipieerde) onzekerheid, die de afwachtende houding versterkte.

Zoals een dieselmotor eerst moet voorgloeien en daarna solide blijft doordraaien, zo lijkt deze transitie ook te verlopen. Inmiddels weten alle betrokkenen wat de bedoeling is en is de beweging niet meer te stoppen. Daarbij valt de eendracht in de pensioensector op. Nadat de wet een feit was, werden diverse oude onenigheden ondergeschikt gemaakt aan het gezamenlijke doel van een goede transitie naar de nieuwe regelingen. Deze houding draagt bij aan het gezamenlijk optrekken waar dat mogelijk is en aan het leren van elkaars lessen in de realisatie van de transities. Dit voorwoord biedt niet de ruimte om in te gaan op de verschillende transities voor pensioenfondsen en voor verzekeraars en premiepensioeninstellingen (ppi's). Wel kan worden gesteld dat het onderling leren in beide sectoren bijdraagt aan verbetering van de transitieprocessen waar alle pensioenuitvoerders doorheen gaan.

¹ Tijdens het afronden van deze bijdrage (februari 2026) loopt deze termijn van 1 juli 2023 tot 1 januari 2028.

² De vloek “*May you live in interesting times*” heeft zelfs een eigen lemma in Wikipedia.

De huidige transitie betreft geen stelselherziening, maar is slechts een hervorming van de tweede pijler, terwijl de andere pijlers grotendeels intact blijven.³ Niettemin is het een enorme operatie, die vrijwel geen partij in de pensioensector ongemoeid laat. Doordat in alle schakels van de productieketens zaken moeten worden gewijzigd, zijn deze ketens zelf ook zichtbaarder geworden.

Aan de fondsenkant lopen ketens van sociale partners via pensioenfondsen en hun eventuele pensioenuitvoeringsorganisaties (puo's) tot (fiduciair) vermogensbeheerders en IT-leveranciers. Aan de kant van verzekerde regelingen spelen zo'n vierduizend adviseurs een cruciale rol tussen enerzijds ongeveer tien verzekeraars en ppi's en anderzijds tienduizenden werkgevers met één of meer contracten. In de ketens bevinden zich daarnaast vele partijen als 'toeleverancier' of data-afnemer, zoals actuarieel adviseurs, accountants, custodians, salarisadministrateurs, pensioenjuristen en communicatiespecialisten. Ook de externe toezichthouders DNB en de AFM hebben belangrijke verantwoordelijkheden in de transitie.

Door de transitie werd het belangrijk om in alle schakels van alle ketens af te stemmen over de veranderingen. Daardoor hebben partijen het belang van goede samenwerking in de ketens nadrukkelijk ervaren. Het belang van goede marktwerking bewijst zich ook in periodes van transitie. In concurrentiële markten kiezen partijen immers verschillende werkwijzen en in de komende jaren zal blijken welke daarvan de meest succesvolle zijn. Reeds langer bestaande consolidatietrends krijgen hierdoor een nieuwe impuls. Daarvan geven de recente ontwikkelingen bij enkele pensioenuitvoeringsorganisaties al een indruk.

Pensioenen blijven een moeilijk onderwerp in de samenleving. Pensioenmaterie is lastig te begrijpen en er zijn grote persoonlijke belangen mee gemoeid. Ondanks eerdere inspanningen is er in de communicatie over pensioenen een behoorlijke achterstand in te halen om het pensioenbewustzijn te verhogen. Naarmate pensioenregelingen meer keuzemogelijkheden bieden, is effectieve communicatie bij de keuzebegeleiding nog belangrijker. Overigens lopen de opvattingen uiteen over de na te streven mate van pensioenbewustzijn.

Bij de overgang in veel regelingen van DB (*defined benefit*) naar CDC (*collective defined contribution*) was moeilijk vol te houden dat pensioenen vast waren. Tijdens het vele 'afstempelen' na de financiële crisis gingen eventuele resterende, dan wel gepercipieerde, beloftes van zekere nominale pensioenen alsnog op de helling. Sommige deelnemers meenden zelfs dat indexatiebeloftes waren gedaan, terwijl dit meestal hooguit ambities waren.⁴ Dergelijke misvattingen bemoeilijkten de afstemming over transitieplannen. Ook werd de overgang naar de Wtp soms ten onrechte uitgelegd als 'van vast naar variabel', wat het draagvlak niet ten goede kwam. Basale noties zoals de uitruil tussen risico en verwacht

3 Enkele aanvullende wijzigingen, zoals de verruiming van de fiscale ruimte in de derde pijler, rechtvaardigen evenmin de kwalificatie van stelselherziening.

4 Verzekerde regelingen kennen zelden indexatie. Pensioenfondsregelingen kennen soms een indexatiestafel.

rendement zijn lastig over te brengen⁵, waardoor het cohortbeleggen in de Wtp-regelingen amper kan worden uitgelegd en begrepen. Dit alles maakt het moeilijk om het gevestigde wantrouwen te verminderen.

Alle inspanningen vanuit de pensioenuitvoerders ten spijt, blijven veel mensen vatbaar voor verdraaiingen (*frames*) en pensioenmythes. Het is spijtig dat dit tot onnodige angst en onrust leidt, vooral bij gepensioneerden. Nu de transitie (aan de fondsenkant) ongeveer halverwege is, ontvangen veel deelnemers en gepensioneerden hun persoonlijke transitiecommunicatie. Hopelijk brengt die enige geruststelling.⁶ Momenteel is de gunstige rentestand hierbij behulpzaam. Aan de verzekerde kant lijken veel werkgevers voor de eerbiedigende werking te kiezen, waardoor er vooralsnog voor veel werknemers weinig verandert, althans wat het ouderdomspensioen betreft.⁷ Daar komt bij dat de pensioentransitie de komende tijd naar verwachting minder politieke aandacht krijgt, wat kan bijdragen aan rust en duidelijkheid.

Het is goed te zien dat op diverse plaatsen al wordt nagedacht over post-transitieplannen. Partijen in en rondom de pensioensector zien ook na de transitie mogelijkheden om verbeteringen in de tweede pijler te realiseren. Denk daarbij bijvoorbeeld aan verbeteringen van de inrichting van de regelingen, consolidatiebewegingen in markten, verbeterde deelnemerscommunicatie, beleggingsbeleid, *pension fund governance*, risico- en ESG-bereidheid en persoonlijke financiële planning. Wie al verder in de transitie is, kan meer tijd en aandacht vrijmaken voor dergelijke wensenlijstjes dan wie er nog middenin zit.

Zoals gezegd, heeft de pensioensector een grote eendracht laten zien om het enorme transitieproject te laten slagen. Die constructieve houding blijft ook de komende jaren nodig om de uiterste transitiedatum te halen. Grote projecten elders zijn meer dan eens uit de rails gelopen in tijd, kwaliteit of kosten⁸, maar dit project kan zich op geen van deze dimensies grote missers veroorloven, omdat de deelnemer/verzekerde daarvan de dupe zou zijn. Ook de afhankelijkheid van gunstige financiële markten voor armslag tijdens het omzetten van contracten en regelingen noopt tot tempo. Niettemin zijn er nog diverse uitdagingen te overwinnen, ook in de tweede helft van de transitie, om een beheerste overgang voor alle pensioenuitvoerders te laten slagen. De indrukwekkende inzet van heel velen tot op heden stemt hoopvol voor het bereiken van een succesvol eindresultaat. Deze verbouwing gaat lukken.

Fieke van der Lecq, Regeringscommissaris transitie pensioenen en hoogleraar Pensioenmarkten aan de Vrije Universiteit Amsterdam

5 In het rapport van de commissie-Goudswaard (2010) wordt dit probleem reeds benoemd.

6 Momenteel draagt de hoge rentestand bij aan gunstige transitieberekeningen. Hier bevinden de fondsen zich in een *window of opportunity* die voorbij kan zijn als transities lang worden uitgesteld.

7 Het nabestaandenpensioen verandert doorgaans ook in verzekerde regelingen.

8 Vgl. Flyvbjerg, B. en Gartner, D. (2023). *How Big Things Get Done*, London/Dublin: Macmillan.

Dankwoord

Aan deze bundel hebben vele mensen bijgedragen. Allereerst willen wij de auteurs bedanken voor hun enthousiasme en betrokkenheid bij zowel het onderwerp van de nieuwe pensioencontracten als bij de ontwikkeling van de gehele bundel en de afzonderlijke hoofdstukken. De bundel heeft enorm veel baat gehad bij de expertise van de auteurs, vaak opgedaan in hun rol als adviseur of wetenschapper bij de discussies over het nieuwe pensioencontract.

Onze dank gaat ook uit naar de Netspar-directie voor het in ons gestelde vertrouwen. Daarnaast hebben wij veel steun ontvangen van de Netspar-organisatie bij de redactie en vormgeving van deze bundel.

Een bijzonder woord van dank is op zijn plaats voor de Netspar Editorial Board, onder voorzitterschap van Andries de Grip. Elk hoofdstuk heeft in belangrijke mate geprofiteerd van de constructieve feedback van de anonieme reviewers uit de Editorial Board.

Wij staan stil bij het overlijden van Dick Boeijen tijdens de voorbereiding van deze bundel. Als pensioenprofessional en als auteur heeft hij een belangrijke bijdrage geleverd aan zowel het pensioendebat als deze bundel, en wij houden zijn bijdrage blijvend in herinnering.

Tot slot willen wij ook Monique Gianotten in het bijzonder bedanken. Vanuit Netspar fungeerde zij feitelijk als projectmanager bij de planning, voortgang en productie van de bundel. Haar bijdrage was voor ons van grote waarde.

Eduard Ponds en Onno Steenbeek

Juni 2026

Opbouw van de bundel in onderwerpen en hoofdstukken

In deze bundel zetten verschillende auteurs relevante onderdelen van het nieuwe pensioenstelsel en de beide contracten – de solidaire en de flexibele premieregeling (SPR en FPR) – systematisch uiteen. We hebben de volgorde van de hoofdstukken zorgvuldig gekozen om zowel de logische opbouw van het stelsel als de inhoudelijke samenhang tussen beleid, uitvoering en wetenschap zichtbaar te maken.

De bundel bestaat uit drie delen: I) de overgang naar het nieuwe contract, II) inhoudelijke bouwstenen van de nieuwe contracten en III) reflectie en evaluatie. Hieronder geven we een korte schets van elk deel en de bijbehorende hoofdstukken.

Deel I. De overgang naar het nieuwe contract

Het eerste deel van deze bundel schetst de achtergrond en de context van de pensioenhervorming. We starten met een beschrijving van de vertreksituatie: het oude stelsel, de aanleiding voor verandering en de maatschappelijke en economische motieven achter de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Vervolgens komt de transitie naar de nieuwe contracten aan de orde, inclusief de keuze voor een volledige overgang – mét in het verleden opgebouwde rechten – en de bijzondere positie van het Nederlandse pensioenmodel in internationaal perspectief.

Hoofdstuk 1. Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland: aanloop en uitwerking

Eduard Ponds en Onno Steenbeek

Dit hoofdstuk schetst hoe het Nederlandse pensioenstelsel is geëvolueerd van harde uitkeringsgaranties naar een nieuw contract waarin persoonlijke vermogensopbouw, lifecycle beleggen en expliciete risicotoedeling centraal staan. Het laat zien waarom lage rente, vergrijzing, veranderende loopbanen en een tanend vertrouwen het oude systeem onder druk zetten en hoe de Wtp daarop een samenhangend antwoord formuleert. Ook geeft het een beschrijving van de solidaire en flexibele premieregeling.

Hoofdstuk 2. Solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit: een herijking van het Nederlandse driepijlerstelsel

Jori Arts en Robert den Toom

Dit hoofdstuk beschrijft hoe het Pensioenakkoord de balans tussen solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit in het Nederlandse driepijlerstelsel herijkt. De tweede pijler verandert het meest: traditionele uitkeringsregelingen worden vervangen door premieregelingen met persoonlijke pensioenvermogens, waarbij solidariteit explicieter en doelgerichter wordt vormgegeven. Ook krijgen deelnemers meer keuzevrijheid, terwijl collectiviteit behouden blijft. De eerste pijler blijft grotendeels ongewijzigd en solidair, terwijl de derde pijler een belangrijkere rol krijgt door toegenomen fiscale ruimte en meer mogelijkheden voor maatwerk.

Hoofdstuk 3. Inzicht in transitie-effecten voor een evenwichtige belangenafweging

Damiaan Chen en Rover Samwel

Dit hoofdstuk laat zien hoe Nederland oude pensioenaanspraken via invaren omzet in persoonlijke vermogens, zodat buffers kunnen worden ingezet om transitie-effecten te verzachten. De evenwichtigheid van deze overgang wordt onder andere beoordeeld op basis van nettoprofit en pensioenverwachtingen, waarbij zowel economische omstandigheden als bestuurlijke keuzes doorslaggevend zijn. Pensioenfondsen beschikken over diverse instrumenten om de transitie te sturen en de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel zo transparant en evenwichtig mogelijk vorm te geven.

Deel II. Inhoudelijke bouwstenen van de nieuwe contracten

Het tweede deel bevat zes hoofdstukken die de inhoudelijke aspecten van de nieuwe contracten uitwerken. We starten met de economische en financiële principes van het nieuwe stelsel en werken toe naar de organisatorische en juridische componenten.

Hoofdstuk 4. De lifecycle-hypothese in de Nederlandse context en traditie

Rob van den Goorbergh

Het hoofdstuk maakt inzichtelijk dat de lifecycle-theorie, met haar kernprincipes van stabiel sparen en leeftijdsafhankelijk beleggen, een belangrijke wetenschappelijke basis vormt voor de Wtp, vooral in het beleggingsbeleid. Tegelijkertijd wijkt het nieuwe stelsel op cruciale punten af van de theorie: de vaste premie beperkt optimale consumptiespreiding en het voorgeschreven leeftijdspad voor beleggingsrisico is een vereenvoudigde, minder dynamische variant van wat de theorie ideaal acht. De conclusie is dan ook dat de Wtp veel lifecycleelementen omarmt, maar belangrijke theoretische optimalisaties (zoals variabele premies en volledig dynamisch risicobeleid) om praktische en institutionele redenen onbenut laat.

Hoofdstuk 5. Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

Jorgo Goossens en Rogier Potter van Loon

Dit hoofdstuk onderzoekt hoe variabele pensioenen onder de Wtp kunnen aansluiten bij de heterogene voorkeuren van deelnemers. Het combineert een rationeel perspectief op risico, rendement en risicodraagvlak met een gedragseconomisch perspectief op verliesaversie en de beleving van volatiele uitkeringen. Analyses onder 1.940 gepensioneerden maken duidelijk dat deelnemers sterk verschillen in welk pensioen het beste bij hen past. Daardoor valt substantiële welvaartswinst te behalen door differentiatie in aandelenrisico, maar ook door variatie in contractkenmerken zoals spreiding, garanties en projectierendement.

Hoofdstuk 6. Solidaire versus flexibele premieregeling. Welvaartsimplicaties van de gevolgen op het beleggingsbeleid

Gosse Alserda en Cees Harm van den Berg

De solidaire premieregeling biedt een aantal voordelen ten opzichte van de flexibele premieregeling. Denk hierbij aan meer ruimte voor illiquide beleggingen en de mogelijkheid om de leenrestrictie te laten vervallen. De flexibele premieregeling biedt daarentegen voordelen als meer keuzevrijheid en een hogere mate van transparantie. Uit de analyse van deze verschillende onderdelen komt naar voren dat het opheffen van de leenrestrictie en de efficiëntere portefeuille ongeveer evenveel welvaart opleveren als volledige keuzevrijheid.

Hoofdstuk 7. Solidariteitsreserve

Servaas van Bilsen en Roel Mehlkopf

Het hoofdstuk analyseert de verschillende mogelijke functies van de solidariteitsreserve binnen de solidaire premieregeling en laat zien dat pensioenfondsen deze in de praktijk vooral inzetten om nominale verlagingen van ingegane uitkeringen te voorkomen, gedreven door verliesaversie. Deze keuze leidt vaak tot een omslagelement van jong naar oud, afhankelijk van de vul en uitdeelregels. Tegelijk tonen kwantitatieve analyses dat deze toepassing slechts beperkte bescherming biedt tegen neerwaartse risico's, waardoor de daadwerkelijke impact van de reserve kleiner is dan vaak wordt verondersteld.

Hoofdstuk 8. De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel

Joyce Augustus-Vonken en Ester Iking, met reflecties door Lisa Brüggen, Lillian van Eijk en Annemarie van Hekken

Het hoofdstuk introduceert vier pensioenparadoxen: ogenschijnlijke tegenstellingen in de wensen van deelnemers die communicatieprofessionals uitdagen om hierin de juiste balans te vinden. Die vier paradoxen zijn: 1) We vinden pensioen belangrijk, maar we willen er niet mee bezig zijn, 2) We verlangen transparantie, maar we vinden de informatie snel te complex en veel om goed te begrijpen, 3) We willen keuzes hebben, maar niet kiezen, maar wel gekozen hebben en 4) We willen een waardevast pensioen, maar ook zekerheid.

De paradoxen in pensioencommunicatie draaien om de spanning tussen ratio en emotie. Het vernieuwde stelsel biedt meer inzicht, keuzevrijheid en dynamiek en verandert daarmee de vorm van deze paradoxen; ze kunnen worden verkleind, maar juist ook worden versterkt door deze toegenomen informatie, inspraak en onzekerheid. De kernuitdaging voor pensioencommunicatie blijft daarom het bieden van eenvoud, duiding en houvast in een complex en bewegend stelsel, waarin emotie, gedrag en perceptie minstens zo bepalend zijn als de formele regels.

Hoofdstuk 9. Juridische en fiscale aspecten

Herman Kappelle en Erik Lutjens

Het hoofdstuk schetst hoe de Wtp het Nederlandse pensioenstelsel juridisch en fiscaal hervormt door alleen nog premieovereenkomsten toe te staan en bestaande DB-regelingen uiterlijk per 2028 te laten omzetten. Daarbij worden regels gegeven voor het wijzigen van pensioenregelingen, het invaren van opgebouwde aanspraken bij fondsen en de introductie van een uniform, leeftijdsonafhankelijk fiscaal premiekader met beperkte overgangsregelingen. De auteurs benadrukken dat tijdige aanpassing noodzakelijk is, omdat fiscale voordelen anders vervallen, terwijl bij pensioenfondsen invaren de standaard is, mits dit evenwichtig gebeurt.

Hoofdstuk 10. Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance

Alwin Oerlemans en Alfred Slager

Het hoofdstuk betoogt dat het succes en de legitimiteit van het vernieuwde Nederlandse pensioenstelsel afhangen van governancemodellen die deelnemers een centralere rol geven, omdat zij uiteindelijk de risico's dragen en bepalen of het stelsel maatschappelijk wordt gedragen. De auteurs introduceren vier stijlen van deelnemersinvloed (*Accept or Go, Engaged, SharedSay* en *Voice & Choice*) die oplopen van geen invloed tot volledige medezeggenschap in zowel governance als productontwerp. Ze concluderen dat meer deelnemergerichte governance zowel haalbaar als noodzakelijk is om vertrouwen, transparantie en een toekomstbestendige *license to operate* van pensioenfondsen te waarborgen.

Deel III. Reflectie en evaluatie

Het derde deel bevat de evaluatie van en reflectie op de nieuwe contracten. Er wordt teruggeblikt op de totstandkoming en gekeken naar de openstaande vraagstukken en de mogelijke toekomstige aanpassingen van het stelsel.

Hoofdstuk 11. Macro-economische aspecten van de Wtp

Jan Bonenkamp, Matthijs Kokken, Erwin Lambrix, Bas Temme, Ed Westerhout

De Wtp maakt het tweedepijlerpensioen persoonlijker: ongewenste herverdeling tussen verschillende groepen deelnemers verdwijnt, keuzemogelijkheden worden verruimd en inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen wordt vergroot. Deelnemers leveren welvaart in doordat minder gebruik wordt gemaakt van risicodeling tussen generaties. Dit wordt echter meer dan gecompenseerd door het maatwerk dat bij pensioenbeleggingen mogelijk wordt gemaakt. Het brede bereik van pensioenregelingen met relatief hoge vervangingsratio's blijft in het nieuwe stelsel behouden.

Hoofdstuk 12. Vraagstukken voor ná de transitie

Dick Boeijen[†], Cindy Dolkens, Nine de Graaf en Niels Kortleve

Het hoofdstuk benadrukt dat de Wtp-transitie geen eindpunt is: ook na de overstap blijven fundamentele vraagstukken bestaan rond pensioenopbouw voor alle werkenden, transparantie en zichtbare verschillen tussen groepen. De auteurs laten zien dat meer persoonlijke vermogens leiden tot explicietere ongelijkheid, grotere spreiding in pensioenuitkomsten en een groeiende roep om inspraak en maatwerk. Dit creëert nieuwe spanningen tussen solidariteit en individuele autonomie. Daarmee wordt duidelijk dat permanente doorontwikkeling nodig is om het stelsel houdbaar, uitlegbaar en rechtvaardig te houden in een snel veranderende samenleving.

Hoofdstuk 13. Reflecties door buitenlandse experts

Sebastian Betermier (Canada), David Knox (Australië), Michael Preisel (Denemarken), Yves Stevens (België)

In dit hoofdstuk bundelen we internationale perspectieven op de Nederlandse hervorming. Wat valt buitenlandse experts op? Wat maakt dit model uniek? Wat zijn sterke en minder sterke punten? En welke lessen zijn er te trekken voor de toekomst?

Hoofdstuk 14. Epiloog. Vooruitkijken na de transitie

Eduard Ponds en Onno Steenbeek

Hoewel de transitie bij het verschijnen van deze bundel grotendeels is voltooid, begint de echte toetsing nu pas. De auteurs bespreken wat de hervorming internationaal uniek maakt, beoordelen de eerste empirische inzichten uit backtests en verkennen openstaande vragen. In hoeverre kan het nieuwe contract op lange termijn koopkracht en pensioenopbouw waarborgen? Ook ligt de vraag voor in hoeverre de verschuiving naar persoonlijke vermogens en meer keuzevrijheid het collectieve karakter en het maatschappelijk draagvlak op termijn onder druk zet.

Over de auteurs

Gosse Alserda is hoofd beleggingsstrategie en onderzoek bij Aegon Asset Management en docent aan de Rijksuniversiteit Groningen. In 2017 promoveerde hij op het uitvragen van risicovoorkeuren en de vertaling naar optimaal beleggingsbeleid voor pensioenfondsen aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Gosse is CFA-, CAIA- en FRM-charterholder.

Jori Arts is expert op het snijvlak van pensioen en vermogensbeheer. Hij is Senior Portfolio Manager bij PGB Pensioendiensten en heeft een brede institutionele achtergrond bij PGB en BlackRock, onder meer als beleggingsstrateeg, beleidsadviseur en client CIO/fiduciair adviseur. Jori behaalde zijn master in Finance cum laude aan Tilburg University en is CFA-charterholder.

Joyce Augustus-Vonken is Senior Researcher bij APG, waar zij sinds 2012 werkt. Ze deed verschillende neuromarketingonderzoeken en is gespecialiseerd in deelnemersonderzoek naar het vernieuwde pensioenstelsel, onder meer als onderdeel van het interne APG-programma 'Pensioen van Straks' en de onderzoeksgroep communicatie van de Pensioenfederatie. Joyce is lid van de Editorial Board van Netspar.

Jan Bonenkamp is teammanager Asset-Liability Management bij APG Asset Management. Hij is gespecialiseerd in ALM-analyses, het strategisch beleggingsbeleid van pensioenfondsen en beleidsvraagstukken rond de invoering van het nieuwe pensioenstelsel (Wtp). Daarvoor werkte hij als onderzoeker bij het Centraal Planbureau (CPB). In 2013 promoveerde hij op herverdeling en risicodeling in pensioenen.

Cees Harm van den Berg is Expert Strateeg voor ABP en betrokken bij het vormgeven van het strategisch beleggingsbeleid. Zijn expertise ligt op het gebied van strategische portefeuilleconstructie, waaronder het rente- en valutabeleid. Daarnaast speelt hij een actieve rol in de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel en ondersteunt hij besluitvorming rond de Wtp.

Sebastien Betermier is Associate Professor of Finance aan de Desautels Faculty of Management van de McGill University in Montréal, Canada. Daarnaast is hij Executive Director van het International Centre for Pension Management (ICPM) in Toronto, Canada. In zijn onderzoek richt hij zich op Risico en rendement, portefeuille management en asset pricing, pensioenfondsen en pensioensystemen, household finance en duurzaam en verantwoord beleggen.

Servaas van Bilsen is universitair hoofddocent aan de Universiteit van Amsterdam en fellow van Netspar. Hij publiceert in toonaangevende tijdschriften over gedragseconomie en pensioenen en is actief betrokken bij het adviseren van Nederlandse en internationale beleidsmakers over de transitie van het tweedepijler pensioenstelsels. Servaas promoveerde in de actuariële wetenschappen en de wiskundige financiering aan de Universiteit van Tilburg en was gastonderzoeker aan de University of Pennsylvania en de University of New South Wales.

Dick Boeijen was van 2002 tot aan zijn overlijden in februari 2026 adviseur op het gebied van actuaariaat en Asset-Liability Management bij PGGM. Binnen en buiten PGGM was hij nauw betrokken bij de discussie over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel. Zijn bijdragen hebben in belangrijke mate invloed gehad op de ontwikkeling van de nieuwe premieregelingen. Dick studeerde wiskunde en actuariële wetenschappen.

Damiaan Chen is senior toezichhouderspecialist financiële risico's pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank, waar zijn focus ligt op financiële risico's en de transitie van het FTK naar de Wtp. In 2016 promoveerde hij aan de Universiteit van Amsterdam op collectieve kapitaalgedekte pensioenregelingen en sindsdien is hij als postdoc onderzoeker aan de UvA verbonden. Hij onderzoekt langetermijninflatie- en beleggingsrisico's. Daarnaast is hij Netspar fellow en lid van de Editorial Board van Netspar.

Cindy Dolkens werkt sinds 2017 bij PGGM, onder andere als adviseur voor de Managing Director. Sinds 2024 is zij adviseur productstrategie, met een focus op de maatschappelijke rol van pensioenfondsen, de positie van deelnemers en innovatie.

Lillian van Eijk, Register Marketeer, is strategisch adviseur bij APG en lid van de communicatiecommissie van de Pensioenfederatie. Zij richt zich op het vertalen van complexe ontwikkelingen naar begrijpelijke dienstverlening die mensen in beweging zet. Met expertise in gedragsverandering en langetermijnstrategie onderzoekt zij hoe keuzes van vandaag de dienstverlening van morgen vormen. Lillian verbindt menselijke maat, innovatie en eenvoud, en werkt aan oplossingen die zowel de klant als de organisatie duurzaam vooruithelpen.

Rob van den Goorbergh is hoofd Research & Analytics bij de fiduciaire tak van APG Asset Management. Hij promoveerde in 2004 in de econometrie van financiële markten en werkte daarna als onderzoeker bij DNB, ABP en APG. Namens APG is hij actief in commissies bij Netspar en Inquire Europe. Daarnaast is hij als docent verbonden aan het Actuariel Instituut.

Jorgo Goossens is assistant professor (tenured) Finance aan de Radboud Universiteit en (visiting) assistant professor aan Tilburg University. Ook is hij research fellow bij Netspar en academisch adviseur bij APG Asset Management. Binnen de financiële economie richt hij zich met zijn onderzoek op gedragseconomie, met een focus op huishoudfinanciën, pensioenen en economische voorkeuren (risico, tijd en duurzaamheid). Hij verbindt academisch onderzoek met toepassingen in de pensioensector en beleidspraktijk.

Nine de Graaf werkt sinds 2011 bij PGGM, onder andere bij Public Affairs en Juridische Zaken. Sinds 2021 is zij adviseur productstrategie, waarbij zij zich focust op de maatschappelijke rol van pensioenfondsen, de relatie met arbeidsmarktvraagstukken en internationale vergelijkingen.

Annemarie van Hekken is zelfstandig communicatieadviseur. Met haar bureau Lidewij & Spijker werkt zij voor verschillende pensioenfondsen en de Pensioenfederatie. Annemarie heeft ruim twintig jaar ervaring met pensioencommunicatie, zowel vanuit de praktijk als door wetenschappelijk onderzoek. In 2018 promoveerde zij met het proefschrift 'Empowering people to plan for retirement'. Ze combineert inzichten uit de psychologie, behavioral finance, letteren en communicatiewetenschap.

Ester Iking is senior communicatieadviseur bij ABP sinds 2011. Zij houdt zich veel bezig met het eenvoudiger en toegankelijker maken van pensioencommunicatie. Ester is buitenpromovendus bij het Kenniscentrum Psychologie & Economisch Gedrag, verbonden aan de Universiteit Leiden. Het onderwerp van haar proefschrift is het activeren van pensioendeelnemers.

Herman Kappelle is emeritus hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Hij werkte ruim 42 jaar in de pensioen- en levensverzekeringssector bij Equity & Law, Coopers & Lybrand, Aegon en a.s.r. In 2000 promoveerde hij op het proefschrift 'Levensverzekering en fiscaal overgangsrecht'. Van 2004 tot zijn pensionering in juni 2025 was hij bijzonder hoogleraar Fiscaal Pensioenrecht aan de VU Amsterdam. Herman is nog actief in zijn eigen onderneming Herman Kappelle Fiscaal Juridisch Pensioenadvies (www.hermankappelle.nl).

David Knox was Senior Partner en Senior Actuary voor Australië bij Mercer. In 2025 ging hij met pensioen. Vanaf de start in 2009 was hij zestien jaar lang Lead Author van the Mercer CFA Institute Global Pension Index. Daarvoor was hij Foundation Professor of Actuarial Studies aan de Universiteit van Melbourne. In 2023 werd hij benoemd tot lid van de Order of Australia vanwege zijn bijzondere bijdrage aan de financiële sector.

Matthijs Kokken werkt sinds 2023 als Asset-Liability Management-strateeg bij APG Asset Management. Daarvoor was hij als onderzoeker verbonden aan Tilburg University met als onderzoeksgebied de vormgeving van de uitkeringsfase in de nieuwe pensioenregeling.

Niels Kortleve werkt sinds 1998 bij PGGM, onder andere bij vermogensbeheer, ALM en Innovatie. Sinds 2019 is hij voor de tweede keer verbonden aan de ALM-afdeling. Hij is actief als lid/voorzitter van werkgroepen van (inter)nationale pensioenkoepels. Bij Netspar is hij zowel research fellow als voorzitter van de Partner Research Council.

Erwin Lambrix is senior strategisch adviseur Asset-Liability Management bij APG Asset Management, waar hij zich voor ABP onder meer bezighoudt met de transitie naar de Wtp en met de financiële opzet en het strategisch beleggingsbeleid onder de Wtp. Erwin is Actuaris AG en heeft een master in Econometrics/Actuarial Sciences en Quantitative economics and Finance aan de Universiteit van Maastricht.

Erik Lutjens is hoogleraar Pensioenrecht aan de Vrije Universiteit Amsterdam en verbonden aan het Expertisecentrum Pensioenrecht van de faculteit Rechtsgeleerdheid. Hij focust zich op uiteenlopende juridische vraagstukken over pensioen. Erik is ook werkzaam als pensioenrechtadvocaat bij DLA Piper in Amsterdam.

Roel Mehlkopf is universitair docent aan TIAS Business School, gespecialiseerd in onderzoek naar risicodeling en lifecycle beleggen, en wetenschappelijk directeur van het Netspar Pensioen Innovatie Programma. Daarnaast werkt Roel sinds 2018 bij Cardano, waar hij pensioenfondsen adviseert over risicomanagement, beleggingsbeleid en de transitie naar de Wtp.

Alwin Oerlemans is Head of Product Management bij APG Asset Management en lid van het belanghebbendenorgaan bij Centraal Beheer Algemeen Pensioenfonds. Eerder werkte Alwin bij APG en Cordares in product/business development en pensioenstrategie en bij NIBC, het ministerie van Financiën en de Universiteit Maastricht.

Eduard Ponds is emeritus hoogleraar, gespecialiseerd in de economie van pensioenen. Hij promoveerde in 1995 op intergenerationele risicodeling in pensioenen en werkte daarna als onderzoeker bij pensioenfondsen ABP en APG. Van 2007 tot zijn emeritaat in september 2025 was hij hoogleraar Economie van Pensioenen aan Tilburg University.

Rogier Potter van Loon is hoofdeconoom bij TKP Pensioen. In 2014 promoveerde hij in de gedragseconomie op financiële keuzes van huishoudens. Sindsdien werkt hij in de pensioensector aan de toepassing van deze inzichten op vraagstukken rond pensioeneconomie, risicovoorkeuren, keuzebegeleiding en de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel.

Michael Preisel is CEO & Founder van Preisel Research en parttime lector bij het Institute of Mathematical Sciences aan de Universiteit van Kopenhagen. Hij is gespecialiseerd in pensioensysteemontwerp, Asset-Liability Management, verzekeringswiskunde en quantitative finance.

Rover Samwel is toezichthouder Pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank, gespecialiseerd in financiële risico's. Hij heeft een academische achtergrond in logica en behaalde zijn opleiding aan het Institute for Logic, Language and Computation in Amsterdam.

Alfred Slager is hoogleraar Institutionele Beleggingen aan de Vrije Universiteit Amsterdam en daarvoor hoogleraar Pension Fund Management aan TIAS, Universiteit van Tilburg. Hij is niet-uitvoerend bestuurslid van ABP en bekleedt verschillende bestuurlijke, toezichthoudende en adviserende functies in de pensioensector. Zijn werk richt zich op governance, beleggen en de besturing van pensioenorganisaties.

Onno Steenbeek is hoogleraar Institutioneel Vermogensbeheer aan Tilburg University, met een focus op de maatschappelijke rol van pensioenfondsen als belegger. Ook is hij wetenschappelijk directeur van de opleiding Certified Pensioen Executive aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Sinds 2001 werkt Onno bij ABP en APG Asset Management, de laatste jaren als Managing Director van de afdeling Strategisch Portefeuille Advies.

Yves Stevens is gewoon hoogleraar, gespecialiseerd in pensioenrecht in vergelijkend perspectief. Hij promoveerde op 'gelijkheid en solidariteit in aanvullende pensioenen' aan de KU Leuven in België. Sinds 2002 is Yves professor met wereldwijde onderzoeksexpertise, vaak in opdracht van Europese instellingen.

Bas Temme is strategisch adviseur Asset-Liability Management bij APG Asset Management, waar hij zich voor ABP onder meer bezighoudt met de vormgeving van de financiële opzet en het strategisch beleggingsbeleid onder de Wtp. Hij heeft een master in Financiële Econometrie en Actuarial (cum laude) aan de Universiteit van Amsterdam. Met zijn onderzoek over lifecycle-pensioenbeleggen won hij de Netspar Thesis Award 2019.

Robert den Toom is expert op het gebied van strategische beleidsvraagstukken, met bijzondere focus op de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Hij is Strategisch Adviseur voor het bestuur van Pensioenfonds PGB, waar hij sinds 2014 werkt. Namens Pensioenfonds PGB maakt hij sinds 2022 deel uit van de Partner Research Council van Netspar.

Ed Westerhout is universitair hoofddocent Openbare Financiën aan Tilburg University, waar hij Overheidsfinanciën en Tax Economics doceert aan bachelor- en masterstudenten. Hij doet onderzoek naar onder andere de effecten van vergrijzing en is auteur van 'Economen kunnen niet rekenen'. Verder is hij verbonden aan Netspar, het Centraal Planbureau en eerder aan het ministerie van Economische Zaken en Klimaat en de Universiteit van Amsterdam.

Deel I

De overgang naar het nieuwe contract

Hoofdstuk 1

Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking

Eduard Ponds
Onno Steenbeek

Inhoudsopgave

Samenvatting	24
1. Aanloop naar de hervorming	25
2. Drijfveren voor de hervorming	28
3. Publiek debat als basis voor breed draagvlak	33
4. Naar een nieuw pensioencontract	35
5. De nieuwe contracten	38
6. Slot	49
Appendix	50
Literatuur	52

Te citeren als:

Ponds, E. & Steenbeek, O. (2026). Hst.1: Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Eduard Ponds – Tilburg University, APG AM, Netspar
Onno Steenbeek – Tilburg University, APG AM, Netspar, EUR

Samenvatting

Eduard Ponds en Onno Steenbeek¹

In de vernieuwde tweede pijler in Nederland staat vermogensopbouw centraal, met als doel een levenslange uitkering na pensionering. Deze opbouw volgt een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid: jongeren nemen meer risico, ouderen krijgen meer bescherming, in lijn met de inzichten van de lifecycle-theorie. De nieuwe contractvormen – de solidaire premieregeling (SPR) en flexibele premieregeling (FPR) – geven elk op eigen wijze invulling aan collectiviteit, risicodeling en keuzevrijheid. De Wet toekomst pensioenen (Wtp) markeert de definitieve overgang van nominale uitkeringsgaranties naar premiegedreven, variabele uitkeringen. Daarmee verschuift het beleggings- en renterisico expliciet van uitvoerders naar deelnemers, die voortaan (in meer of mindere mate) kunnen doorbeleggen na pensioendatum.

Hoewel de overstap van uitkerings- naar premieregelingen een fundamentele verandering betekent, blijven de naoorlogse kernwaarden van de Nederlandse tweede pijler behouden: verplichte deelname, collectieve uitvoering en levenslange uitkering. In dit hoofdstuk laten we zien hoe deze waarden na 1950 vorm hebben gekregen; eerst in eindloon- en middelloonregelingen en vanaf 2023 in de nieuwe premieregelingen.

¹ De auteurs danken Jan Bonenkamp, Mathijs van Dijk, Fieke van der Lecq, Theo Nijman, Maarten Nies, Jurjen van Rees, Ad Renting, Bas van Seumeren, Ed Westerhout en collega's van de SPA-afdeling bij APG Asset Management voor hun nuttige feedback op een eerdere versie en Pensioen Pro voor het beschikbaar stellen van data over de keuze van pensioenfondsen voor de solidaire en flexibele premieregelingen.

1. Aanloop naar de hervorming

In de jaren vijftig kreeg het Nederlandse pensioensysteem zijn kenmerkende vorm. Net als in andere landen streeft het Nederlandse pensioenstelsel twee kerndoelen na: het voorkomen van armoede op latere leeftijd en het spreiden van inkomen over de levensloop.

Het Nederlandse stelsel heeft zijn wortels in de sociaaleconomische ordening van de wederopbouwperiode. Drie wetten vormen de pijlers onder het huidige systeem: de Algemene Ouderdomswet (AOW) uit 1956, de Wet bedrijfstakpensioenfondsen (Wet BPF) uit 1949 en de Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) uit 1952. Deze wetten kwamen tot stand na intensief overleg tussen de sociale partners en de overheid. Dit leidde tot een stelsel dat diep verankerd raakte in de Nederlandse overleg- en consensuscultuur (Lutjens 1989, Bouman 2020).

Met de invoering van de AOW kreeg iedere ingezetene recht op een basispensioen vanaf de pensioengerechtigde leeftijd van 65 jaar. De financiering van de AOW is op basis van een omslagstelsel, waarbij de bijdragen van werkenden de uitkeringen van ouderen bekostigen. Deze voorziening legde het fundament voor de bestrijding van ouderdomsarmoede. Hier bovenop werd een aanvullend pensioen op basis van kapitaaldekking geregeld. De wet BPF introduceerde de verplichte deelname van werkgevers aan bedrijfstakpensioenfondsen. De Wet BPF gaf de minister van Sociale Zaken de bevoegdheid om, op verzoek van sociale partners (werkgevers- en werknemersorganisaties), deelname aan een bedrijfstakpensioenfonds verplicht te stellen voor een gehele bedrijfstak. Dit staat bekend als de grote verplichtstelling. Daarmee werd collectief beheer, risicodeling en schaalvoordeel mogelijk, terwijl ongewenste concurrentie op pensioenvoorwaarden tussen werkgevers binnen dezelfde bedrijfstak werd voorkomen.

Naast deze 'grote verplichtstelling' aan bedrijfstakpensioenfondsen kwam later ook de 'kleine verplichtstelling' die pensioenregelingen op ondernemingsniveau regelde. Een onderneming kan zich onttrekken aan verplichte deelname aan een BPF, maar alleen als via een ondernemingspensioenfonds een regeling wordt uitgevoerd die ten minste gelijkwaardig is aan die van het bedrijfstakpensioenfonds. Veel pensioenfondsen gaven hun regeling vorm als een pensioentoezeggingssysteem, waarbij het aantal dienstjaren en het verdiende loon bepalend is voor de opbouw van het aanvullend pensioen.

Door de jaren heen is het Nederlandse pensioenstelsel voortdurend aangepast aan veranderende economische en demografische omstandigheden. Belangrijke hervormingen

betroffen i) de overgang van eindloon- naar middelloonregelingen² (2007), ii) de invoering van voorwaardelijke indexatie (2007), iii) de flexibilisering van de AOW-leeftijd (2013) en iv) de geleidelijke afschaffing van de bijstortverplichting van werkgevers.

Drie fasen in de Nederlandse pensioenen

Tabel 1 toont de drie belangrijke perioden in de ontwikkeling van het Nederlands pensioenstelsel vanaf 1950:

Periode 1 (1950-2006): eindloonregelingen met jaarlijkse aanpassing voor loon- of prijsstijging. Het toezicht is deterministisch op basis van 4 procent rekenrente en boekwaardering. Er is weinig of geen besef van de mate waarin het pensioenfonds financieel risico accepteert.

Periode 2 (2007-2022): middelloonregelingen met voorwaardelijke indexatie. Toezicht is op basis van marktwaardering via het financieel toetsingskader (FTK). Indexatie is afhankelijk van de financiële positie van het pensioenfonds, weergegeven via de dekkingsgraad. Met marktwaardering wordt het financieel risico expliciet en zichtbaar in de volatiliteit van de dekkingsgraad.

Periode 3 (Vanaf 2023): overstap van pensioenregelingen (*defined benefit*, DB) naar premieregelingen (*defined contribution*, DC) in twee varianten: solidaire premieregeling (SPR) en flexibele premieregeling (FPR). Het toezicht toetst of het samenstel van premie en beleggingsmix adequaat is om de pensioenambitie te realiseren.

De drie perioden hebben gemeenschappelijk dat het aanvullend pensioen gezien wordt als arbeidsvoorwaarde met verplichte deelname, collectieve uitvoering, een gelijke premie voor werkenden en levenslange uitkering. De afschaffing van de doorsneesystematiek en de invoering van expliciet lifecycle beleggen zijn onderscheidend voor de overstap naar de derde periode, waarin de Wtp uit 2023 van kracht is. De transitie naar het nieuwe contract moet uiterlijk in 2028 zijn afgerond.

2 Een eindloonregeling (EL) is een pensioenregeling waarbij het pensioen wordt berekend op basis van het laatst verdiende salaris en het aantal dienstjaren. Eindloonregelingen zijn kostbaar en kwetsbaar voor sterke salarisstijgingen vlak voor pensionering, wat leidde tot hoge backservicekosten. Bij een middelloonregeling (ML) wordt het pensioen berekend op basis van het gemiddelde salaris over de gehele loopbaan en het aantal dienstjaren. Een middelloonregeling leidt tot een evenwichtigere opbouw over de hele carrière, waardoor herverdelingseffecten werden verminderd. Een middelloonregeling is ook meer passend bij veranderingen op de arbeidsmarkt met meer flexibele loopbanen en meer baanwisselingen en deeltijdwerk (Stichting van de Arbeid, 1997).

Hoofdstuk 1 Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking

Tabel 1. De ontwikkeling van het pensioenstelsel in Nederland

	1950-2006	2007-2022	Vanaf 2023
Regeling	Eindloon met de facto harde indexatie	Middelloon met voorwaardelijke indexatie	SPR en FPR (premieregeling)
Wetgeving	BPF 1949, AOW 1956, Pensioen- en Spaarfondsenwet 1952	Pensioenwet 2007	Wet toekomst pensioenen 2023
Toezicht	4% rekenrente, boekwaarde	<i>Fair valuation</i> , marktwaarde	Ambitie realiseren
Beleggingsmix	Uniforme mix	Uniforme mix	Maatwerk per cohort (lifecycle)
Financieel risico voor rekening van collectief	Groot, onbenoemd	Groot, expliciet	Beperkt, expliciet

2. Drijfveren voor de hervorming

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel is het resultaat van een lang proces van overleg. Na de eeuwwisseling werd steeds duidelijker dat de economische en demografische omgeving structureel was veranderd. Langdurig lage rente, toenemende levensverwachting, grotere volatiliteit op financiële markten en rijping van pensioenfondsen maakten het moeilijk om gedane pensioenbeloften geloofwaardig te blijven waarmaken. Tegelijkertijd veranderde de arbeidsmarkt ingrijpend: loopbanen werden minder voorspelbaar, het aantal zelfstandigen nam toe en werknemers wisselden vaker van sector. De zogenoemde doorsneesystematiek werd daardoor minder goed te handhaven. We lichten deze punten in deze paragraaf toe.

2.1 Financiële transparantie en marktwaardering

Nederland behoort tot de zogeheten Beveridge-landen, waarin de overheid verantwoordelijk is voor een basispensioen (AOW), terwijl aanvullende werknemerspensioenen door sociale partners worden georganiseerd op basis van kapitaaldekking. Traditioneel waren deze regelingen vormgegeven als uitkeringsovereenkomsten (*defined benefit*, DB).

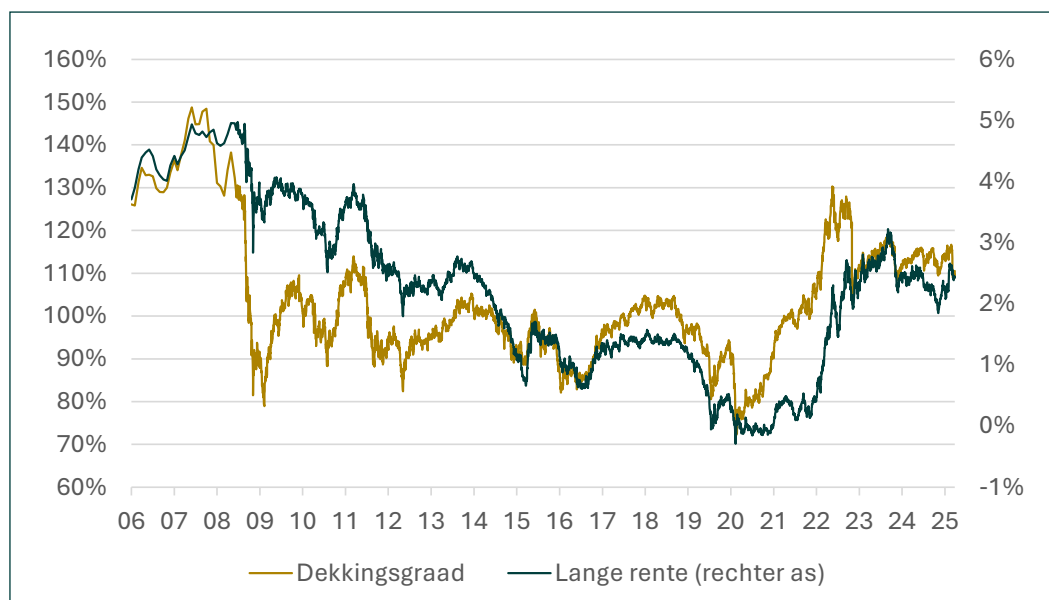
In de jaren negentig ontstond internationaal een sterk pleidooi voor marktconforme waardering van financiële activa en verplichtingen van pensioenregelingen.³ De kern van deze discussie was dat pensioenaanspraken economisch kunnen worden opgevat als langlopende verplichtingen die tegen de risicovrije rentetermijnstructuur zouden moeten worden gewaardeerd. De dekkingsgraad op marktwaarde geeft volgens deze gedachtegang het meest realistische beeld van de financiële gezondheid en de risico's voor belanghebbenden.

Met de invoering van het financieel toetsingskader (FTK) in 2007 werd marktwaardering in Nederland wettelijk verankerd. Zowel activa als verplichtingen moeten sindsdien tegen marktwaarde worden verantwoord. De consequentie was dat de dekkingsgraad voortaan sterk bewoog met ontwikkelingen op financiële markten en met name de rente. De overgang naar marktwaardering markeerde dan ook een schok. Waar onder het oude stelsel het samenstel van de vaste 4 procent rekenrente en boekwaardering van de beleggingen een zeer stabiel beeld bood van de financiële situatie van pensioenfondsen, werd nu zichtbaar dat de financiële positie veel volatieler was, met afwisselend perioden van ruime overdekking en onderdekking. Marktwaardering werd ingevoerd aan de vooravond van de kredietcrisis in 2007. De alsmaar dalende rente in de daaropvolgende jaren leidde tot een daling van de dekkingsgraad en bijgevolg tot een reeks jaren zonder indexatie en in enkele gevallen zelfs tot kortingen op opgebouwde rechten. Het uitblijven van indexatie onder-

3 Vergelijk Bader & Gold 2007 voor de Verenigde Staten, Exley, Mehta & Smith 1997 voor het Verenigd Koninkrijk en voor Nederland Ponds & Steenkamp 2000 en Kortleve, Nijman & Ponds 2006.

mijnde het vertrouwen in pensioenfondsen (van Dalen & Henkens 2023) en was een belangrijke drijfveer om te komen tot een nieuw pensioencontract.

Figuur 1. Ontwikkeling van de dekkingsgraad en lange rente 2007-2025



Bron: DNB-website (september 2025)

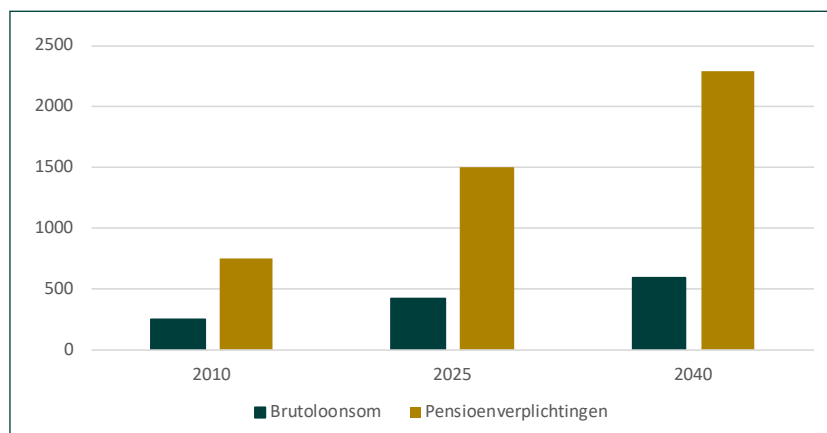
2.2 De toenemende rijping van pensioenfondsen

De meeste Nederlandse pensioenfondsen stammen uit de jaren vijftig. In de beginfase bestond het deelnemersbestand grotendeels uit werkenden. Naarmate cohorten ouder werden, groeide de omvang van de verplichtingen fors. De verhouding tussen de waarde van pensioenverplichtingen en de totale jaarlijkse loonsom is in de afgelopen halve eeuw sterk toegenomen (zie figuur 2).

Tot in de jaren 2000 kenden veel fondsen eindloonregelingen met feitelijk onvoorwaardelijke indexatie. Het beheer van de financiële positie verliep primair via de premie: bij een hoge dekkingsgraad kon deze worden verlaagd, bij een lage verhoogd. Naarmate de verhouding tussen pensioensom en loonsom steeg, werd dit premiestuur echter steeds minder effectief.

De overgang naar de Wtp is mede ingegeven door deze rijping: in een premieregeling worden risico's niet langer impliciet herverdeeld via premie of indexatie, maar expliciet toegewezen aan individuele deelnemers. Risico verschuift daarmee van de balans van pensioenfondsen naar individuele pensioenvermogens. Dat maakt het stelsel bestand tegen de rijping van fondsen en laat het beheer van risico's beter aansluiten bij de levenscyclus van deelnemers.

Figuur 2. Rijping pensioenfondsen – waarde verplichtingen versus loonsom



Bron: Westerhout et al. (2004)

2.3 Beleggingsspagaat

In 2007 is het nieuwe toezichtskader FTK ingevoerd, gebaseerd op marktwaardeprincipes. Het FTK stuurt primair op nominale zekerheid: pensioenfondsen moeten over voldoende vermogen beschikken om alle toekomstige verplichtingen te dekken. Dit bevordert een beleggingsbeleid met veel vastrentende waarden en renteafdekking. Tegelijk is er de ambitie om pensioenen reëel waardevast te houden, wat juist vraagt om beleggingen in zakelijke waarden met een hoger verwacht langetermijnrendement en het vooruitzicht om de inflatie te compenseren.

Deze spanning tussen nominale zekerheid en reële ambitie is bekend komen te staan als de beleggingsspagaat. Naarmate met de rijping van pensioenfondsen het aandeel gepensioneerden toenam, werd de roep om voorzichtigheid groter: stabiliteit in de uitkeringen kreeg prioriteit boven het streven naar rendement. Bijgevolg verschoof de aandacht van rendementsoptimalisatie naar balansmanagement: het afstemmen van beleggingsbeleid op de rentegevoeligheid van de verplichtingen (*liability driven investment*, LDI). De keerzijde van deze voorzichtigheid was dat jonge deelnemers relatief minder konden profiteren van de hogere verwachte rendementen van risicovolle beleggingen.

De behoefte groeide aan een benadering waarbij risico's en rendementen beter worden afgestemd op leeftijd en levensfase. Hiervoor zijn in de literatuur en beleidspraktijk verschillende benaderingen ontwikkeld gericht op een toekomstbestendig pensioen.⁴ De hiermee verkregen inzichten vormden de voedingsbodem voor het toepassen van het lifecycle-denken binnen een collectief kader dat centraal staat in de nieuwe premiereregelingen onder de Wtp.

⁴ Zie bijvoorbeeld SER 2015, Kortleve 2010; Molenaar en Ponds 2009; Mehlkopf, Bonenkamp, Van Ewijk, Ter Rele, en Westerhout 2013; Bovenberg, Mehlkopf, Van Bilsen, Boelaars 2017; Chen, Doll & Van Ool, 2019.

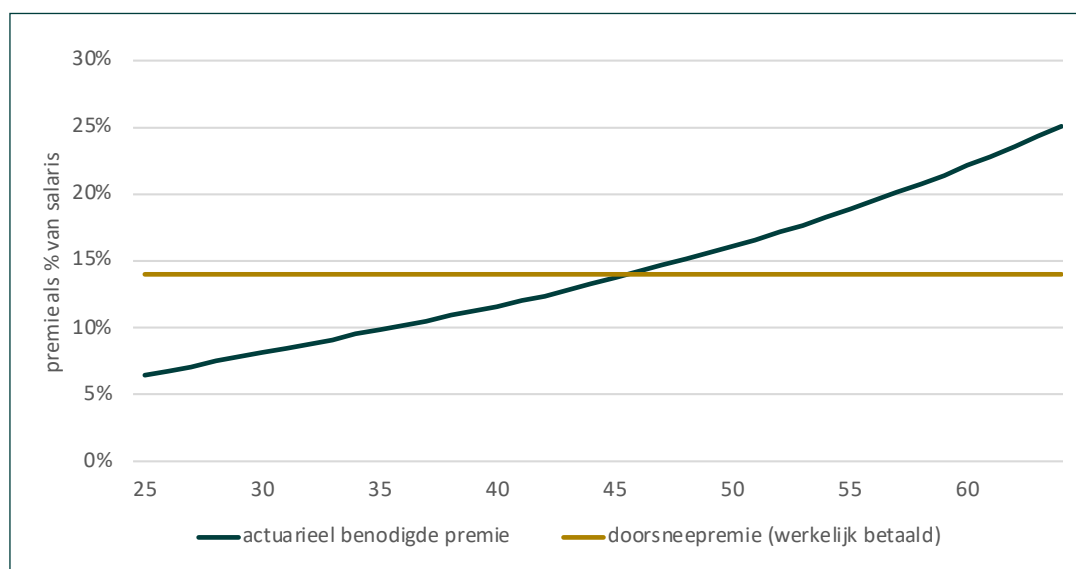
2.4 Arbeidsmarkt en afschaffing doorsneesystematiek

Een vierde drijfveer achter de hervorming is de gewenste afschaffing van de doorsneesystematiek (Boeijen et al. 2006, Lever et al. 2014). Deze systematiek hield in dat iedere deelnemer hetzelfde premiepercentage betaalt over diens pensioengevend salaris en daarvoor eenzelfde pensioen opbouwt (circa 1,75 tot 2 procent over pensioengevend salaris), ongeacht leeftijd. De premie van jongeren rendeert veel langer dan die van ouderen, waardoor de actuariel kostendeekkende premie voor jongeren veel lager is dan voor ouderen, vergelijk figuur 3. Figuur 4 laat zien dat de inleg van premies over de gehele loopbaan gelijk is aan de actuariel benodigde inleg.

Deze opzet werkte goed toen loopbanen lang en stabiel waren, zoals in de periode na de Tweede Wereldoorlog tot aan het begin van deze eeuw. De maatschappelijke realiteit is echter ingrijpend veranderd. Loopbanen zijn flexibeler, het aantal baanwisselingen is toegenomen, en steeds meer mensen werken tijdelijk als zelfstandige (De Beer & De Sauvage Nolting, 2024). Hierdoor wordt de balans van het doorsneesysteem doorbroken: jongere werkenden hebben niet langer het vooruitzicht dat in de tweede helft van de loopbaan compensatie wordt ontvangen voor de te veel betaalde premies in de eerste helft en dragen daardoor structureel meer bij dan dat ze ontvangen.

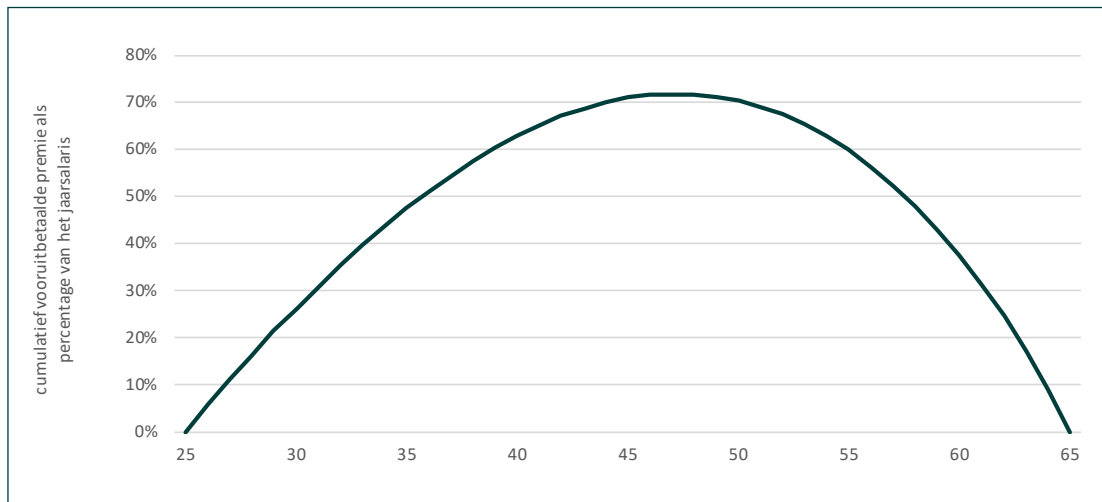
De Wtp maakt definitief een einde aan de doorsneesystematiek. Voortaan wordt voor alle leeftijden hetzelfde premiepercentage ingelegd en worden de gerealiseerde beleggingsopbrengsten toegevoegd aan het persoonlijk pensioenvermogen.

Figuur 3. Doorsneepremie versus actuariel benodigde premie



Bron: Boeijen et al. (2006)

Figuur 4. Vooruitbetaalde premie in een standaard carrièrepad loopt op tot ongeveer 70 procent van het jaarsalaris en neemt daarna af tot 0 procent



Bron: Boeijen et al. (2006)

2.5 Slot

Gezamenlijk maakten deze ontwikkelingen duidelijk dat het bestaande pensioencontract zijn grenzen had bereikt. Marktw waardering maakte risico's zichtbaar die eerder impliciet bleven, rijping ondermijnende de effectiviteit van premiesturing, de beleggingsspagaat legde spanningen bloot tussen nominale zekerheid en reële ambitie en veranderende loopbanen maakten de doorsneesystematiek steeds moeilijker verdedigbaar. De Wet toekomst pensioenen vormt het antwoord op deze samenloop van economische, demografische en institutionele druk, door risico's expliciet toe te delen, beter aan te sluiten bij de levenscyclus van deelnemers en de transparantie en uitlegbaarheid van het pensioencontract te vergroten.

3. Publiek debat als basis voor breed draagvlak

3.1 Rol van adviescommissies

De hervorming van het pensioenstelsel is het resultaat van een langdurig maatschappelijk en beleidsmatig debat, waarin verschillende adviesorganen een belangrijke richtinggevende rol hebben gespeeld. Belangrijke mijlpalen waren:

De **Stichting van de Arbeid (1997)** deed aanbevelingen voor vernieuwing van pensioenregelingen, die de aanzet vormden voor de overgang van eindloon- naar middelloonregelingen.

Commissie-Goudswaard (2010) concludeerde dat het stelsel onvoldoende toekomstbestendig was vanwege demografische druk, financiële kwetsbaarheid en te hoge ambitie in verhouding tot premie en risico.

Commissie-Frijns (2010) wees op kwetsbaarheid door vergrijzing, dalende rente en toegenomen afhankelijkheid van financiële markten. De commissie signaleerde tekortkomingen in risicomanagement en had kritiek op de eenzijdige focus op nominale zekerheid in plaats van reële waarde van pensioenen en koopkrachtbehoud.

Het **SER-rapport Toekomst Pensioenstelsel (2015)** inventariseerde een achttal varianten van nieuwe pensioencontracten.

Deze adviezen leidden tot het Pensioenakkoord van 2019, de Hoofdpijnennota van 2020 en uiteindelijk tot de Wet toekomst pensioenen, die in 2023 in werking trad.

3.2 Spelers en hun rol in de hervorming

De totstandkoming van het nieuwe stelsel is het resultaat van intensief overleg en nauwe samenwerking tussen een groot aantal actoren, wat typerend is voor de Nederlandse poldertraditie in het pensioendomein. Tabel 2 geeft een overzicht van de belangrijke spelers.

Tabel 2. Actoren pensioenregelingen

Actor	Rol
Sociale partners	Bepalen inhoud en reikwijdte van de pensioenregeling binnen wettelijke kaders
Overheid (wetgever)	Stelt wettelijke kaders vast; mogelijk maken verplichtstelling via ministerie van Sociale Zaken
Overheid (fiscus)	Bepaalt fiscaal kader (omkeerregel, franchise, maximale opbouw)
DNB	Prudentieel toezicht op financiële positie, solvabiliteit en governance
AFM	Toezicht op communicatie en informatieverstrekking aan deelnemers
Uitvoerders	BPF, OPF, verzekeraars – uitvoering onder toezicht van DNB en AFM

Hoewel geen enkele partij het 'algemeen belang' exclusief vertegenwoordigt, wordt dit belang door alle actoren onderkend. Dit gedeelde besef verklaart mede het brede draagvlak waarop de hervorming uiteindelijk kon steunen.

Hoofdstuk 1 Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking

Ook adviseurs en kennisinstellingen hebben een belangrijke rol gespeeld, waaronder actuariële bureaus en adviesorganisaties, en ook de academische wereld, met name via het kennisnetwerk Netspar dat zich richt op wetenschappelijk onderzoek naar pensioenen. Het Centraal Planbureau (CPB) vervulde daarbij als onafhankelijk overheidsinstituut een centrale functie als doorrekenaar van stelselvarianten en intergenerationele effecten. Daarmee bood het een gemeenschappelijk analytisch referentiekader voor het beleidsdebat.

4. Naar een nieuw pensioencontract

4.1 Van beleidsdiscussie tot akkoord

Na jaren van overleg en consultatie werd in juni 2019 het pensioenakkoord gesloten. In de Hoofdpijnennota van juni 2020 werd dat verder uitgewerkt. De hervorming beoogde drie hoofddoelen:

1. transparanter en persoonlijker pensioen
2. perspectief op een koopkrachtig pensioen
3. betere aansluiting op maatschappelijke ontwikkelingen

Een belangrijke randvoorwaarde was dat geen ex ante herverdeling tussen leeftijdsgroepen meer mocht plaatsvinden.

4.2 De zoektocht naar het ‘persoonlijke pensioen’

Een cruciale vraag betrof de betekenis van een persoonlijk pensioen. De doorbraak kwam in 2019 met het voorstel om een premiereregeling met collectief beleggingsbeleid in te voeren, gebaseerd op de levenscyclustheorie (Boeijen, Bonenkamp en Werker, 2019). Het persoonlijk opgebouwde vermogen wordt daarbij op pensioendatum verplicht omgezet in een levenslange uitkering.

Hierbij ontstonden de contouren van twee varianten: de SPR, die aansluit bij het klassieke uitkeringscontract met ruimte voor collectieve risicodeling, en de FPR, die meer ruimte biedt voor individuele beleggingskeuzes. In beide regelingen is het beleggingsbeleid gerelateerd aan de leeftijd van de deelnemer.

4.3 Continuïteit met de Nederlandse pensioenpraktijk

Hoewel de institutionele vorm van het pensioencontract is veranderd, blijven fundamentele kenmerken van het naoorlogse Nederlandse pensioenstelsel behouden:

- aanvullend pensioen als arbeidsvoorwaarde, overeengekomen door sociale partners
- verplichte deelname op basis van wettelijke verplichtstelling
- levenslange uitkering met collectieve deling van het langlevenrisico
- collectief bestuur door pensioenfondsen

4.4 Volledige transitie (no freeze)

Nederland heeft gekozen voor een volledige transitie: niet alleen de toekomstige pensioenopbouw, maar ook bestaande aanspraken worden omgezet naar de nieuwe contracten. Daarmee onderscheidt Nederland zich van landen die DB-regelingen geleidelijk uitfaseerden via een *soft freeze* (sluiting voor nieuwe deelnemers) of een *hard freeze* (sluiting voor nieuwe opbouw, ook voor bestaande deelnemers), vergelijk Van Popta & Steenbeek (2021).

Een belangrijk voordeel van een volledige overgang via no freeze is dat verdelingsvraagstukken rond aanwezige buffers en over- of onderdekking worden vereenvoudigd, omdat alle vermogens beschikbaar blijven voor een evenwichtige overgang.

Deze overgang krijgt de vorm van een dubbele transitie. In de eerste stap worden negatieve effecten voor specifieke groepen gecompenseerd, met name als gevolg van de afschaffing van de doorsneesystematiek. In de tweede stap wordt de dan resterende overdekking verdeeld naar rato van de economische waarde van opgebouwde aanspraken van alle deelnemers. Hierbij wordt nadrukkelijk getoetst op een evenwichtige behandeling van alle deelnemers (vergelijk hoofdstuk 3 van deze bundel).

Vorbereidende studies van het CPB (2018, 2020) lieten zien dat deze dubbele transitie, binnen redelijke aannames, perspectief bood op een evenwichtige en voor alle deelnemers verdedigbare overgang.

4.5 Nederland is laat met de overgang naar individuele regelingen

Nederland behoort tot de Beveridge-landen. Deze landen ontwikkelden na de Tweede Wereldoorlog een tweepijlerstelsel: een op omslagbasis gefinancierd basispensioen en een kapitaalgedekt aanvullend werknemerspensioen. Dat tweedepijlerpensioen bestond in veel landen uit toezeggingen met harde garanties, zoals eind- of middelloonregelingen uitgevoerd door ondernemings- of bedrijfstakpensioenfondsen.

Andere Beveridge-landen stapten echter al eerder over naar kapitaalgedekte premieregelingen met individuele pensioenvermogens, vaak gecombineerd met vormen van collectieve risicodeling. Zo maakten Denemarken en Zweden deze overgang relatief vroeg. Ook in het Verenigd Koninkrijk en bij private pensioenregelingen in de Verenigde Staten verdwenen harde pensioentoezeggingen geleidelijk uit bedrijfs- en sectorregelingen (zie ook Rauh et al., 2020; Blake et al., 2019). Australië en Nieuw-Zeeland kozen al in de jaren negentig voor volledig individuele DC-regelingen met verplichte premie-inleg. Pensioenregelingen voor Amerikaanse overheidsmedewerkers kunnen nog grotendeels als traditioneel DB worden gekenmerkt, al is ook daar inmiddels discussie ontstaan over de houdbaarheid daarvan (Giesecke & Rauh, 2022).

Tegen deze achtergrond is Nederland relatief laat met de overstap naar premieregelingen. Dit hangt samen met de sterke institutionele inbedding van het collectieve pensioenstelsel, de omvangrijke opgebouwde vermogens en het grote maatschappelijke belang van een zorgvuldige transitie. Een bijkomende complicatie was het streven om de hervorming niet te beperken tot de toekomstige opbouw, maar ook bestaande aanspraken en vermogens te betrekken (no freeze). Juist deze keuze voor een volledige overgang zonder het collectieve fundament te verlaten verklaart de langere aanlooptijd.

4.6 Positie van het ambtenarenfonds

Ook het fonds voor ambtenaren (ABP) zet de pensioenregeling volledig om in een van de nieuwe contracten. Daarmee is het ambtenarenfonds in Nederland, ondanks zijn publieke oorsprong, in alle opzichten vergelijkbaar met de fondsen van ondernemingen en bedrijfstakken: het valt onder dezelfde toezicht- en verslaggevingsregels en volgt dezelfde transitieaanpak.

In andere Beveridge-landen wijkt de positie van ambtenarenpensioenen sterk af van die van de pensioenregelingen in de markt. Daar zijn publieke pensioenregelingen vaak niet onderworpen aan het algemene toezichtskader, maar functioneren zij als afzonderlijke stelsels met eigen financieringsgrondslagen en garanties. In landen als Denemarken, Zweden en Canada worden ambtenarenpensioenen doorgaans nog uitgevoerd als uitkeringsregelingen, die veelal op omslagbasis of gedeeltelijk op kapitaaldekking zijn gefinancierd. In het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Zwitserland bestaan omvangrijke publieke pensioenfondsen op basis van kapitaaldekking, waarin boekwaardeprincipes en het verwacht rendement als rekenrente een dominante rol spelen (Ponds, Severinson & Yermo, 2011, Lekniute 2020, Giesecke & Rauh 2022).

Het Nederlandse stelsel onderscheidt zich nadrukkelijk van deze Beveridge-landen. Door ook het ambtenarenfonds mee te nemen in de volledige transitie naar premieregelingen is de scheiding tussen publieke en private pensioensector in Nederland nagenoeg verdwenen. Alle grote pensioenfondsen (inclusief ABP) vallen onder één wettelijk kader, met uniforme regels voor toezicht, verslaggeving en governance. Dit versterkt niet alleen de transparantie en gelijkheid tussen sectoren, maar ook de consistentie van het Nederlandse pensioenstelsel als geheel.

5. De nieuwe contracten

Zoals hierboven aangegeven, introduceert de Wtp twee nieuwe contracten, te weten de solidaire premieregeling (SPR) en de flexibele premieregeling (FPR). Voor beide contracten geldt dat de ingelegde pensioenpremie leeftijdsonafhankelijk is (vlakke premie). Werkgevers en werknemers stellen de pensioendoelstelling gezamenlijk vooraf vast en toetsen periodiek of de overeengekomen premie samen met de leeftijdsafhankelijke blootstelling aan beleggingsrisico toereikend is om deze doelstelling te realiseren.

Met de nieuwe contracten is beoogd om de beleggings- en uitkeringsfase af te stemmen op de inzichten van de lifecycle-theorie. In deze paragraaf beschrijven we beide contracten en hun kernverschillen en geven we een overzicht van de keuzes die Nederlandse pensioenfondsen hebben gemaakt.

5.1 Solidaire premieregeling (SPR)

De SPR is de meest collectieve variant binnen het nieuwe pensioenstelsel. Het contract bouwt voort op de traditionele uitgangspunten van de tweede pijler (verplichte deelname, levenslange uitkeringen en gedeelde uitvoering) maar vertaalt deze naar een transparante premieovereenkomst waarin persoonlijke vermogensopbouw centraal staat en het rendement op het collectief belegde vermogen wordt toegedeeld volgens vooraf vastgelegde, op lifecycle-inzichten gebaseerde regels.

Collectieve belegging en toedeling van rendement

In de SPR wordt de ingelegde premie collectief belegd volgens één beleggingsbeleid dat door het pensioenfonds wordt vastgesteld. Alle deelnemers delen in hetzelfde totaalrendement, dat via leeftijdsspecifieke toedelingsregels wordt verdeeld in een **beschermingsrendement (BR)** en een **overrendement (OR)**.

Het volledig toekennen van het beschermingsrendement dekt het effect van renteschommelingen op de te verwachten levenslange uitkeringen en biedt stabiliteit voor zowel oudere actieve als inmiddels gepensioneerde deelnemers. Het overrendement (dat ook negatief kan zijn) is het resterende deel van het behaalde rendement na toekenning van het beschermingsrendement en kan zowel worden toegevoegd aan de persoonlijke pensioenvermogens als aan de solidariteitsreserve.

De wijze van toedeling is afgestemd op de **risicohouding** van verschillende leeftijdscohorten. Deze is vastgesteld op basis van een verplicht risicopreferentieonderzoek (RPO) onder deelnemers, in combinatie met een analyse van de risicocapaciteit van deze deelnemers en internationale wetenschappelijke inzichten (Goossens et al. 2023). Jongere deelnemers, die door hun grotere aandeel menselijk kapitaal (toekomstige premieinleg) meer beleggingsrisico kunnen dragen, hebben meer blootstelling aan overrendement. Oudere

deelnemers hebben minder risicodraagvlak en krijgen relatief meer beschermingsrendement. Op deze manier wordt de lifecycletheorie toegepast binnen een collectieve context.

Verdeling van het totaalrendement: drie stappen

De toedeling van het totaalrendement verloopt in drie opeenvolgende stappen.

Stap 1 – Oprenting

Over alle persoonlijke pensioenvermogens wordt de korte rente bijgeschreven. Dit deel vormt de basis van het beschermingsrendement en is voor elk cohort gelijk. Dit is vergelijkbaar met de jaarlijkse oprenting van de verplichtingen in een DB-uitkeringsregeling.

Stap 2 – Rentebescherming

Het tweede deel van het BR zorgt ervoor dat de verwachte én lopende pensioenuitkeringen zo stabiel mogelijk blijven bij renteveranderingen. Conform de lifecycle-theorie neemt de bescherming tegen renteverandering toe naarmate de deelnemer ouder is.

Voor elk cohort wordt vastgesteld hoeveel extra (of minder) vermogen nodig is bij een verandering in de rentetermijnstructuur. Concreet: als de rente daalt, worden pensioenuitkeringen duurder. Uit het voor de uitkeringen gereserveerde vermogen kan dan slechts een lagere uitkering gefinancierd worden. Het beschermingsrendement zorgt ervoor dat het vermogen wordt aangevuld, zodat ondanks de lagere rente toch dezelfde pensioenuitkering kunnen worden gefinancierd. Omgekeerd, als de rente stijgt, is er minder vermogen nodig om de uitkeringen na te komen. Het beschermingsrendement is dan negatief en het voor de uitkeringen gereserveerde vermogen neemt dan af.

Het totale beschermingsrendement (**BR**) is de som van de oprenting en de aanpassing door rentebescherming.

De appendix gaat nader in op de methodiek van de rentebescherming.

Stap 3 – Overrendement (OR)

Het deel van het totaalrendement (**TR**) dat resteert nadat het totale beschermingsrendement (**BR**) in mindering is gebracht, vormt het overrendement. Dit wordt verdeeld volgens de toedeelregels die aansluiten bij de risicocapaciteit van de cohorten. Dus ook hier wordt het idee van de lifecycle toegepast: een deelnemer krijgt een kleiner deel van het overrendement naarmate deze ouder is.

$$OR = TR - BR$$

Lifecycletoedeling binnen een collectief kader

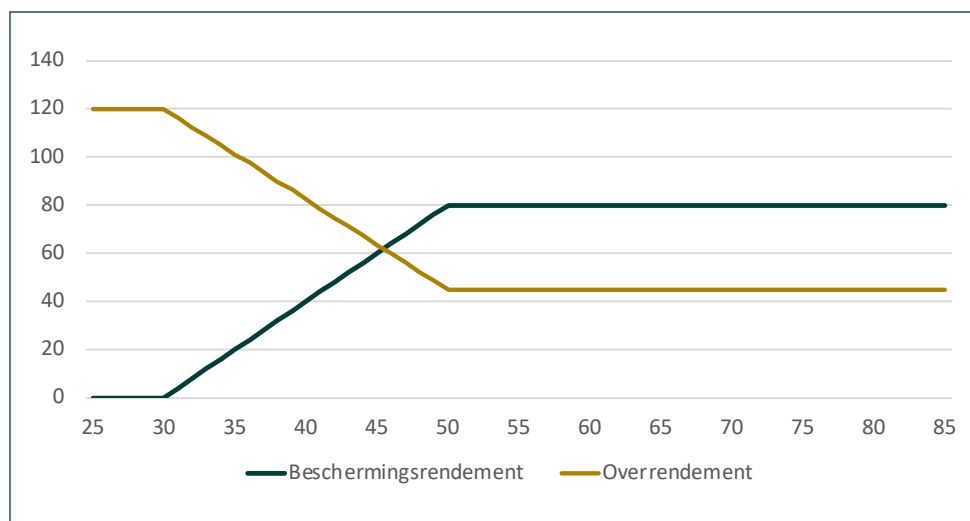
Deze systematiek maakt het mogelijk om beleggingsrisico's leeftijdsafhankelijk toe te delen, terwijl de rentegevoeligheid van uitkeringen wordt afgedekt.

- **Jongere cohorten** ontvangen relatief meer overrendement omdat zij meer risico kunnen dragen.
- **Oudere cohorten** ontvangen relatief meer beschermingsrendement omdat stabiliteit voor hen belangrijker is.

Zo combineert de SPR collectieve uitvoering met gedifferentieerde risicoblootstelling, in lijn met de lifecycletheorie.

Figuur 5 geeft een schematisch beeld van hoe de relatieve toedeling van het overrendement en beschermingsrendement naar de cohorten er veelal uitziet. Langs de horizontale as is de leeftijd van de deelnemer weergegeven en langs de verticale as de toedeling van het beschermingsrendement en het overrendement. Oudere cohorten ontvangen vooral beschermingsrendement, de jongere cohorten grotendeels of uitsluitend overrendement.

Figuur 5. Toedeling beschermingsrendement en overrendement op basis van de toedeelregels



Opheffen leenrestrictie

In de praktijk lopen veel jonge beleggers tegen de leenrestrictie aan. Het kan aantrekkelijk zijn om meer risicovolle beleggingen aan te houden dan hun eigen financiële vermogen groot is. Dit extra financiële vermogen zou dan kunnen worden geleend. Dit kunnen jongeren vaak niet realiseren doordat hun toekomstig inkomen onzeker is en banken daarom geen leningen ter beschikking willen stellen.

In de SPR is het wel mogelijk dat jongeren met meer risico kunnen beleggen dan zij aan vermogen bezitten. Dit is terug te zien in figuur 5: jongere deelnemers tot 35 jaar zijn voor meer dan 100 procent van hun pensioenvermogen blootgesteld aan overrendement. Dit staat bekend als het 'opheffen van de leenrestrictie'. In feite komt het erop neer dat voor jongere deelnemers impliciet geld geleend wordt van ouderen en dat dit extra wordt belegd in de overrendementsportefeuille.

Uitkeringsfase

Bij de solidaire premiereregeling is er geen onderscheid tussen de opbouw- en uitkeringsfase. Dat wil zeggen dat het persoonlijk pensioenvermogen ook in de uitkeringsfase wordt doorbelegd.

Het gevolg van het doorbeleggen na pensioendatum is dat de pensioenuitkering niet vast is, maar meer zal schommelen. Er is sprake van een variabele uitkering. De pensioenuitkering gaat omhoog bij positieve overrendementen en omlaag bij negatieve overrendementen.

Keuzes uitkeringsfase

De hoogte van de pensioenuitkering en de mate waarin deze schommelt wordt (mede) bepaald door de combinatie aan keuzes over:

- a. de hoogte van het projectierendement
- b. gebruik van de collectieve uitkeringsfase
- c. spreiding van de verwerking van schokken
- d. de inzet van de solidariteitsreserve

a. Projectierendement

Gebaseerd op onder andere de toekomstig verwachte beleggingsresultaten en inflatie, bepaalt het projectierendement de uitkeringssnelheid en daarmee de hoogte van de pensioenuitkering. Een hoog projectierendement betekent een hogere startuitkering en op termijn een lagere uitkering. Het projectierendement is in de SPR geen individuele keuze, maar geldt voor alle pensioengerechtigden en wordt door het pensioenfonds vastgesteld.

b. Uitkeringsfase: schommelingen per individueel cohort of collectief

Ook in de uitkeringsfase wordt gewerkt per leeftijdscohort. Dit betekent dat de aanpassingen – de schommelingen – in de pensioenuitkeringen per leeftijdscohort worden bepaald aan de hand van de toedeelregels. Er kan ook worden gekozen voor een collectieve uitkeringsfase: de pensioenuitkeringen van alle pensioengerechtigden worden dan met een gelijk percentage verhoogd of verlaagd (in plaats van per leeftijdscohort).

c. Spreiding

Het is mogelijk om de verwerking van schokken in het rendement en de levensverwachting over maximaal tien jaar te spreiden in het persoonlijke pensioenvermogen. Dit leidt tot meer stabiliteit op korte termijn, omdat schokken worden doorgeschoven in de tijd. Op de langere termijn (op hoge leeftijd) kan dit wel leiden tot meer onzekerheid rond de hoogte van de pensioenuitkering. Dit gaat ten koste van de transparantie.

d. Solidariteitsreserve en intergenerationele risicodeling

De solidariteitsreserve is een verplicht onderdeel van de SPR en vormt het belangrijkste mechanisme voor intergenerationele risicodeling. Deze reserve mag maximaal 15 procent van het totale pensioenvermogen bedragen en kan worden gevuld uit premie (maximaal 10 procent) en/of overrendement (eveneens maximaal 10 procent). De reserve mag niet negatief zijn.

De solidariteitsreserve kan worden ingezet om tijdelijke tegenvallers op te vangen, zoals verlaging van ingegane pensioenen, negatieve beleggingsresultaten, macrolanglevensrisico of inflatieschokken. Daarmee kunnen de uitkomsten over de tijd gestabiliseerd worden en de kans op 'pech- en gelukgeneraties' worden beperkt. De inzet van de reserve is gebonden aan vooraf vastgestelde regels; discretionaire herverdeling is binnen de Wtp niet toegestaan.

Veel pensioenfondsen hebben aangegeven dat zij ingegane uitkeringen bij een dreigende verlaging willen aanvullen vanuit de solidariteitsreserve. Dit kan kortingen in eerste instantie voorkomen.⁵ Wanneer de solidariteitsreserve is uitgeput, moeten de uitkeringen alsnog worden verlaagd en zijn die verlagingen groter (Werker, 2024). Kokken, Nijman en Werker (2024) tonen aan dat bescherming tegen pensioenverlagingen beleggingstechnisch mogelijk is, mits wordt uitgegaan van een lagere startuitkering.

De solidariteitsreserve is géén afzonderlijke beleggingsportefeuille: zij maakt integraal onderdeel uit van het totale collectieve pensioenvermogen en wordt op dezelfde wijze belegd. Hierdoor deelt de reserve volledig mee in dezelfde rendementen én dezelfde marktrisico's van de collectieve portefeuille. Dit betekent ook dat de stabiliserende werking van de reserve niet voortkomt uit een defensiever beleggingsbeleid, maar uitsluitend uit de vooraf vastgelegde regels voor het aanvullen en aanwenden van de reserve.

⁵ Deze aanpak is bekend geworden als de Ortec-methode, vergelijk de Groot & Bakker, 2022.

Collectiviteit, risicodeling en solidariteit

De SPR geeft de principes van collectiviteit, risicodeling en solidariteit concreet vorm binnen de kaders van de Wtp (Steenbeek e.a., 2025):

- **Collectiviteit** komt tot uiting in de gezamenlijke uitvoering, besluitvorming en uniforme premie. De beleggingsmix en toedelingsregels worden door het fonds vastgesteld namens alle deelnemers.
- **Risicodeling** heeft in beginsel meerwaarde als deze betrekking heeft op onverzekerbare risico's op incomplete markten, zoals het inflatierisico en de micro- en macrolanglevenrisico's. Binnen de SPR is het mogelijk om deze risico's te delen via de solidariteitsreserve. Het delen van mee- en tegenvallers in het rendement tussen verschillende cohorten heeft geen meerwaarde, omdat overlappende cohorten dit ook zelf onderling kunnen regelen.⁶
- **Solidariteit** krijgt een expliciete, transparante vorm. Waar in het oude stelsel impliciete herverdeling via de doorsneesystematiek plaatsvond, worden in de SPR de toedelingsregels vooraf vastgelegd en is herverdeling alleen in de solidariteitsreserve toegestaan.

5.2 Flexibele premieregeling (FPR)

De FPR is de meer individuele variant van de nieuwe pensioencontracten. Waar de SPR inzet op collectieve uitvoering met cohortspecifieke regels van toedeling van het rendement, legt de FPR meer nadruk op persoonlijk eigendom, keuzevrijheid en leeftijdsspecifiek maatwerk in het beleggingsbeleid, binnen de kaders van een collectieve uitvoering.

Persoonlijke pensioenvermogens en lifecycle beleggen

In de FPR wordt de ingelegde premie volledig omgezet in een persoonlijk pensioenvermogen. Dit vermogen wordt belegd volgens een lifecycle-benadering, waarin het beleggingsrisico afneemt naarmate de deelnemer ouder wordt. Jongere deelnemers beleggen een groter deel in zakelijke waarden, terwijl oudere deelnemers een groter deel in vastrentende waarden aanhouden.

Deze opzet sluit aan bij de lifecycle-theorie en maakt de beleggingsmix leeftijdsafhankelijk, zonder dat deelnemers zelf actief hoeven te handelen. De beleggingsmix op pensioenfondsniveau is de optelsom van de individuele beleggingsmixen.

⁶ Als mee- en tegenvallers gedeeld mogen worden met toekomstige intredende cohorten, kan er onder omstandigheden wel meerwaarde ontstaan (Boeijen et al. 2016). Risicodeling met toekomstige intreders is echter uitgesloten binnen Wtp – de solidariteitsreserve mag immers niet negatief zijn.

Keuzevrijheid

Beleggingsprofielen: sociale partners kunnen deelnemers individuele keuzevrijheid geven door het aanbieden van verschillende beleggingsprofielen (defensief, gemiddeld, offensief) en/of het toestaan van beleggingsvrijheid binnen kaders die bijvoorbeeld ruimte bieden aan het aanhouden van specifieke beleggingscategorieën (ESG). Een verplicht risicopreferentie-onderzoek voor elke deelnemer is medebepalend voor het te kiezen beleggingsprofiel.

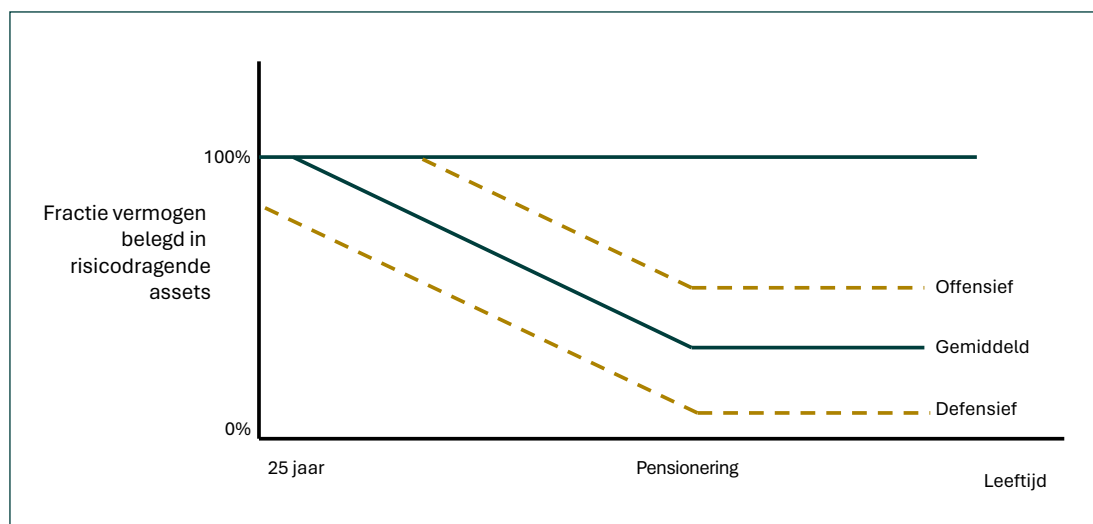
Uitkeringsfase: in de uitkeringsfase wordt het opgebouwde individuele pensioenkapitaal omgezet in een levenslange pensioenuitkering. Op het moment van pensionering hebben deelnemers de keuze tussen een vaste of variabele uitkering.

Vaste uitkering: een vaste uitkering betekent dat de pensioengerechtigde maandelijks een nominaal vaste pensioenuitkering ontvangt. Bij de keuze voor een vaste uitkering is de rentestand op het moment van pensionering bepalend voor de hoogte van de levenslange pensioenuitkering. Het pensioenvermogen wordt na pensionering niet doorbelegd. Dit betekent geen beleggingsrisico, maar ook een naar verwachting lagere pensioenuitkering dan bij een variabele uitkering.

Variabele uitkering: bij de keuze voor een variabele uitkering wordt het pensioenkapitaal doorbelegd na pensionering. Hierdoor zal de pensioenuitkering meer schommelen: het gaat eerder omhoog bij positieve resultaten, maar kan ook lager uitvallen. Dit betekent meer risico dan bij een vaste uitkering, maar ook een naar verwachting gemiddeld hogere pensioenuitkering.

In de **FPR** heeft de individuele deelnemer een wettelijke keuzemogelijkheid om aan het begin van de uitkeringsfase een vaste uitkering aan te kopen. Als de uitvoerder zelf beide opties aanbiedt, dan moet de deelnemer hieruit kiezen. Biedt de uitvoerder deze keuze niet, dan kan de deelnemer bijvoorbeeld terecht bij een verzekeraar (shoprecht). De **SPR** biedt deze keuzemogelijkheid niet.

Figuur 6. Drie beleggingsmixen in de FPR



Risicodelingsreserve

In tegenstelling tot de verplichte solidariteitsreserve in de SPR is de risicodelingsreserve binnen de FPR optioneel. Sociale partners kunnen ervoor kiezen om een reserve op te bouwen (maximaal 15 procent van het fondsvermogen) om schokken in de levensverwachting te dempen of rendementsschokken op te vangen.

Wanneer een fonds geen risicodelingsreserve instelt, komen de beleggingsresultaten en het langlevensrisico direct ten laste of ten gunste van het individuele pensioenvermogen. Dit maakt de FPR transparant, maar ook gevoeliger voor volatiliteit in uitkomsten.

Collectief kader

Ondanks de nadruk op individuele vermogensvorming blijft de uitvoering van de FPR collectief georganiseerd. Premie-inning, beleggingen, administratie en risicobeheer worden centraal uitgevoerd. De FPR combineert dus individuele transparantie met collectieve schaalvoordelen: de deelnemer is eigenaar van diens pensioenvermogen, maar profiteert van professionele belegging en kostenvoordelen.

5.3 Kernverschillen tussen SPR en FPR

De SPR en FPR delen dezelfde basis: vlakke premie, persoonlijke vermogens, transparante toedelingsregels en levenslange uitkering. Ze verschillen in collectiviteit, risicodeling en keuzevrijheid. Tabel 2 vat de verschillen samen.

Tabel 2. Vergelijking van de solidaire en flexibele premieregeling

Kenmerk	Solidaire premieregeling (SPR)	Flexibele premieregeling (FPR)
Beleggingsbeleid	Volledig collectief	Individuele lifecycle binnen collectieve uitvoering
Rendementstoedeling	Beschermingsrendement + overrendement	Directe toedeling van beleggingsresultaten
Risicodeling	Verplicht via solidariteitsreserve (max. 15%)	Optioneel via risicodelingsreserve (max. 15%)
Solidariteitsreserve/ Risicodelingsreserve	Verplicht – demping van schokken, intergenerationele stabiliteit	Facultatief – alleen bij keuze door fonds
Keuzevrijheid deelnemer	Beperkt – beleggingsbeleid vastgesteld door fonds. Individuele keuzes in uitkeringsprofiel	Individuele keuze in risicoprofiel en uitkeringsprofiel
Uitkeringsfase	Geïntegreerd met opbouwfase, alleen variabele uitkering	Keuze tussen vaste of variabele uitkering
Transparantie en eigendom	Collectieve toedeling, geen of beperkte individuele invloed	Persoonlijke pot, hoge transparantie
Typische keuze fondsen	Grote bedrijfstakfondsen (ABP, PFZW, Bouw, PME, PMT)	Ondernemingsfondsen en al bestaande DC-regelingen (PPI)

5.5 Individuele keuzeopties bij het uitkeringsprofiel

De Wtp houdt de bestaande individuele keuzeopties voor het uitkeringsprofiel in stand. Deelnemers aan zowel FPR als SPR kunnen kiezen voor een gelijkblijvende uitkering vanaf de AOWleeftijd of voor een hooglaagconstructie, waarbij de uitkering in de eerste jaren hoger is en daarna lager. Ook kan men ervoor kiezen om het pensioen eerder te laten ingaan dan de AOWleeftijd. Deze keuzes moeten actuarieel neutraal worden uitgevoerd. Als uitvloeisel van het pensioenakkoord wordt het in de nabije toekomst waarschijnlijk mogelijk om bij pensionering een bedrag ineens (lumpsum) van 10 procent van het pensioenvermogen op te nemen.

5.6 Effect van Wtp op het nabestaandenpensioen

De Wet toekomst pensioenen brengt een ingrijpende standaardisering van het nabestaandenpensioen met zich mee. Het nabestaandenpensioen vóór de pensioendatum wordt voortaan altijd op risicobasis verzekerd, waardoor opgebouwde rechten vervallen bij uitdiensttreding, tenzij de deelnemer de dekking vrijwillig voortzet.⁷ De hoogte van het partnerpensioen wordt diensttijdonafhankelijk en gebaseerd op een vast percentage van het pensioengevend loon (maximaal 50 procent). Omdat er doorgaans geen franchise meer geldt voor het partnerpensioen, pakt dit relatief gunstiger uit voor lagere inkomens. Daarnaast worden begrippen als partner en wees geharmoniseerd, wordt het wezenpensioen uniform vormgegeven en verdwijnt de mogelijkheid dat opgebouwd kapitaal bij overlijden vóór de pensioendatum aan nabestaanden wordt uitgekeerd; dit valt voortaan vrij aan het collectief. Hiermee wordt het nabestaandenpensioen eenvoudiger, transparanter en uniformer, maar ontstaan ook nieuwe risico's in specifieke situaties, zoals het wegvallen van dekking bij baanwissel of perioden zonder dienstverband, de afhankelijkheid van vrijwillige voortzetting om doorlopende dekking te waarborgen en grote verschillen in uitkeringen wanneer overlijden kort vóór of ná de pensioendatum plaatsvindt (Muns, Nijman & Werker, 2026).

5.7 De keuzes door Nederlandse pensioenfondsen

In het najaar van 2025 hebben vrijwel alle Nederlandse pensioenfondsen een keuze gemaakt tussen de solidaire premiereregeling (SPR) en de flexibele premiereregeling (FPR). Tabellen 3 en 4 laten zien hoe deze keuzes zich verdelen over typen fondsen en deelnemers. De uitkomsten bevestigen het beeld dat al uit de kenmerken van beide contracten kon worden verwacht (par. 5.3): de overgrote meerderheid van fondsen kiest voor de solidaire premiereregeling. Bijna 86 procent van alle 19,1 miljoen deelnemers participeert in een SPR en circa 10 procent in een FPR.

⁷ In de overgangsfase zal sprake zijn van een 'eerbiedigende werking van rechten' opgebouwd in het oude stelsel.

Tabel 3. Verdeling 189 pensioenfondsen naar type fonds en naar contract

	BPF	OPF	Beroep	APF	Totaal
SPR	38	41	3	16	98
FPR	3	22	5	24	54
Overig	2	24	1	10	37
Totaal	43	87	9	50	189

Bron: Pensioen Pro (najaar 2025)

Tabel 4. Verdeling 19,1 miljoen deelnemers (inclusief slapers) naar type fonds en naar contract

	BPF	OPF	Beroep	APF	Totaal
SPR	80.4%	4.8%	0.1%	0.6%	85.9%
FPR	6.6%	2.9%	0.4%	0.5%	10.3%
Overig	2.7%	0.6%	0.0%	0.5%	3.8%
Totaal relatief	89.6%	8.2%	0.6%	1.6%	100%
Totaal in deelnemers	17130	1565	107	308	19110

Bron: Pensioen Pro (najaar 2025)

Noot bij tabellen 3 en 4: BPF = bedrijfstakpensioenfondsen (verplicht voor een bedrijfstak, zoals bouw, overheid, zorg), OPF = ondernemingspensioenfondsen (voor één onderneming), beroep = beroepspensioenfondsen (voor zelfstandige beroepen zoals notarissen en huisartsen), APF = algemeen pensioenfondsen (meerdere regelingen met gescheiden vermogens). Bron: Pensioen Pro (najaar 2025).

Motieven achter de keuzes

De voorkeur voor de SPR is het sterkst bij de grote bedrijfstakpensioenfondsen: 38 van de 43 BPF-en kozen voor dit contract. Twee motieven spelen daarbij een belangrijke rol.⁸ Ten eerste heeft de vakbeweging een uitgesproken voorkeur voor een contract waarbij de premie is gekoppeld aan een overeengekomen pensioendoelstelling. Bijvoorbeeld: dat in de helft van de economische scenario's het pensioen na veertig dienstjaren minimaal 75 procent van het middelloon bedraagt. Dit maakt tijdig bijsturen mogelijk en houdt de premiehoogte onderwerp van overleg met de werkgevers. Ten tweede benut de SPR de voordelen van collectief vermogensbeheer: jongeren kunnen via het opheffen van de leenrestrictie meer beleggingsrisico nemen en het collectieve beleggingsbeleid maakt meer ruimte voor illiquide activa.

De keuze voor de FPR is het meest uitgesproken bij beroepspensioenfondsen (vijf van de negen) en een deel van de ondernemingspensioenfondsen. De FPR past beter bij fondsen met een financieel bewustere of homogener deelnemersgroep, of bij fondsen die al ervaring hebben met DC-elementen. Werkgevers waarderen de grotere premiestabiliteit: omdat

⁸ <https://apg.nl/publicatie/waarom-de-sector-steeds-vaker-kiest-voor-de-solidaire-premieregeling>

de FPR niet werkt met een vaste pensioendoelstelling, is er minder noodzaak tot het periodiek aanpassen van het premieniveau. Het ontbreken van een verplichte risicodelingsreserve is bovendien aantrekkelijk in sectoren met hoge arbeidsmobiliteit, waar deelnemers regelmatig van fonds wisselen.

Een kleine groep van zestien fondsen had eind 2025 nog geen definitieve keuze gemaakt, veelal vanwege lopende onderhandelingen tussen sociale partners of bijzondere fondsonderstandigheden. Zij vallen samen met negentien gesloten fondsen in de categorie 'Overige'. Dat de SPR dominant is bij de grote bedrijfstakfondsen en de FPR relatief vaker voorkomt bij ondernemingsfondsen en APF's, benadrukt dat contractkeuze samenhangt met schaal, historische uitvoeringspraktijk en de mate waarin sociale partners waarde hechten aan collectiviteit (www.apg.nl). De gemaakte keuzes laten zo zien dat het nieuwe stelsel in de Nederlandse praktijk primair een collectief karakter heeft gekregen.

6. Slot

De Wet toekomst pensioenen markeert een fundamentele verandering in het Nederlandse pensioenstelsel. De overgang van uitkerings- naar premieregelingen is een institutionele herijking die de kernwaarden van het Nederlandse model (verplichte deelname, collectieve uitvoering, levenslange uitkering) vertaalt naar de economische en demografische realiteit van de 21^{ste} eeuw.

Met de SPR en FPR zijn twee varianten ontworpen die elk op eigen wijze invulling geven aan de spanning tussen collectiviteit en individualisering, tussen risicodeling en autonomie. Met de keuze voor een volledige transitie, inclusief bestaande rechten, onderscheidt Nederland zich internationaal. Deze aanpak beoogt een eerlijke en evenwichtige overgang naar een toekomstbestendig stelsel.

De komende jaren zullen uitwijzen hoe het nieuwe pensioenlandschap functioneert in de praktijk. De transitie is complex, maar biedt kansen voor een stelsel dat beter aansluit bij de diversiteit van loopbanen, de realiteit van financiële markten en de verwachtingen van toekomstige generaties.

Appendix – Twee methoden voor rentebescherming in de SPR

In paragraaf 5.1 beschrijven we dat binnen de solidaire premiereregeling (SPR) twee methoden kunnen worden gebruikt om deelnemers te beschermen tegen renteveranderingen: de indirecte methode en de directe methode. In beide gevallen wordt beoogd dat veranderingen in de rente niet leiden tot ongewenste schommelingen in de verwachte of ingegane pensioenuitkeringen. Deze appendix licht beide methoden nader toe.

Het beschermingsrendement (BR) beoogt verwachte pensioenuitkeringen te beschermen tegen veranderingen in de rente. Bij volledige bescherming zorgt het BR ervoor dat het voor de uitkering gereserveerde vermogen zodanig wordt aangepast dat de ingegane en toekomstige pensioenuitkeringen gelijk blijven. Daartoe wordt jaarlijks vastgesteld hoeveel vermogen bij de geldende rente nodig is om de uitkeringen te financieren. Bij een rentestijging is minder vermogen vereist. Er is door de gestegen rente (lees: rendement) minder vermogen nu vereist om de uitkeringen na te komen. Het beschermingsrendement geeft dan aan hoeveel minder vermogen er nodig is. Omgekeerd, als de rente daalt is er juist meer vermogen nodig om de uitkeringen te kunnen nakomen. Het beschermingsrendement wordt dan juist positief.

1. Indirecte methode (theoretisch beschermingsrendement)

Bij de indirecte methode wordt vooraf vastgesteld welk beschermingsrendement (BR) nodig is om een gegeven mate van rentebescherming te realiseren. Dit zogenoemde theoretische beschermingsrendement wordt altijd toegekend aan de persoonlijke pensioenvermogens, ongeacht het feitelijk behaalde rendement op eventuele afdekkingsinstrumenten. Het pensioenfonds kan ervoor kiezen dit beschermingsrendement (gedeeltelijk) af te dekken via renteswaps of andere rente-instrumenten, maar mag hier ook van afwijken. Eventuele verschillen tussen het toegekende theoretische BR en het feitelijk behaalde afdekkingsrendement komen terecht in het overrendement (OR) en worden collectief verdeeld. Het risico van deze mismatch wordt daarmee gedeeld tussen de cohorten.

Het theoretische beschermingsrendement voor cohort j wordt als volgt bepaald:

$$BR_j = -\Delta RTS_j \cdot Duration_j \cdot a_j$$

Waarbij:

- ΔRTS_j = de relevante verandering in de nominale rentetermijnstructuur voor cohort j ,
- $Duration_j$ = de rentegevoeligheid van de (toekomstige) uitkeringsstroom van cohort j
- a_j = de mate van rentebescherming voor cohort j , met $0 \leq a_j \leq 1$

Voorbeeld

Bij een rentedaling van 1 procentpunt ($\Delta RTS = -1\%$), een duration van 15 jaar en volledige bescherming ($a_f = 1$) stijgt het benodigde vermogen met ongeveer 15 procent. Het beschermingsrendement bedraagt dan +15 procent, zodat de verwachte pensioenuitkering gelijk blijft.

Bij een rentestijging van 1 procentpunt geldt het omgekeerde: het beschermingsrendement wordt -15 procent.

2. Directe methode (feitelijk BR)

Bij deze methode wordt een deel van het pensioenvermogen expliciet aangewezen als beschermingsportefeuille, specifiek ingericht om renteveranderingen op te vangen (bijvoorbeeld langlopende obligaties).

Het totaalrendement wordt bottom-up opgebouwd:

- BR = behaald rendement op de beschermingsportefeuille
- OR = behaald rendement op de overrendementsportefeuille

Het fonds brengt een expliciet 'schot' aan tussen beleggingen voor rentebeschermtng en beleggingen voor overrendement. Het werkelijk behaalde rendement op de beschermingsportefeuille wordt direct als BR toegedeeld.

Vergelijking en afsluiting

De indirecte methode is eenvoudiger in uitvoering en wordt daarom door de meeste pensioenfondsen toegepast. De directe methode vergt een expliciete scheiding van portefeuilles, maar elimineert het risico van mismatch tussen toegekend en gerealiseerd beschermingsrendement.

Bron: CPB (2020), Werker (2022), APG interne notitie

Literatuur

- Bader, L.N. & Gold, J. (2003). Reinventing pension actuarial science. In *Pension Forum*, vol. 15, no. 1, pp. 1-13.
- Groot, de C. & Bakker, M. (2022). *Hogere en stabielere pensioenen dankzij solidariteitsreserve*, Ortec Finance.
- Beer de, P. & de Sauvage Nolting, R. (2024). *Balanceren op de cao-helling. Oorzaken van de daling van de cao-dekkingsgraad en wat eraan te doen is*, De Burcht, nr. 27.
- Boeijen, T.A.H., Jansen, C., Kortleve, C.E. & Tamerus, J.H. (2006). *Leeftijdssolidariteit in de doorsneepremie*. In: Van der Lecq en Steenbeek 2006.
- Boeijen, D., Bonenkamp, J. & Werker, B. (2022). *Drie B's sleutelden in PGGM-kelder aan het solidaire contract*, oktober 2022, Pensioen Pro (2022). <https://pensioenpro.nl/drie-bs-sleutelden-in-pggm-kelder-aan-het-solidaire-contract/>
- Boeijen, D., Bonenkamp, J., Bovenberg, L., Frehen, L., de Haan, J., Joseph, A., Lever, M., Loois, M., Michiels, T., Nijman, T., Ponds, E. & Werker, B. (2016). *De meerwaarde van risicodeling met toekomstige generaties nader bezien*. Rapportage van bevindingen van een Netspar-werkgroep, Netspar Occasional Paper, 7
- Boumans, M.E.C. (2020). *Pensioen van zelfstandigen: Een juridische analyse van de regulering van de toegang van zelfstandigen tot pensioen*. Vrije Universiteit Amsterdam.
- Bovenberg L., Mehlkopf, R., van Bilsen, S. & Boelaars, I. (2017). *Leeftijdsafhankelijk pensioen beleggen*, ESB, juni 2017.
- Chen, D., Doll, M. & van Ool, A. (2019). *De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotoedeling binnen pensioenfondsen*. DNB Occasional Studies, 17(2). De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- CPB (2006). *Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances*, maart 2006.
- CPB (2018). *Effecten van afschaffing van de doorsneesystematiek en de gelijktijdige overgang naar een nieuw pensioencontract*, november 2018.
- CPB (2020). *Het doorontwikkelde contract: beschrijving van varianten, opties en resultaten*, CPB Achtergronddocument, juni 2020.
- Commissie-Frijns 2010. Frijns, J., Nijssen, J.A. & Scholtens, L. (2010). *Pensioen: Onzekere zekerheid. Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*, Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, Kamerstukken II, 2009/10, 30 413, nr. 138.
- Commissie-Goudswaard 2010. Goudswaard, K.P., Beetsma, R.M.J.W., Nijman, T.E. & Schnabel, P. (2010). *Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen* (pp. 1-43). Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Exley, C.J, Mehta, S.J.B. & Smith, A.D. (1997). The financial theory of defined benefit pension schemes. *British Actuarial Journal* 3.4 (1997): 835-966.
- Giesecke, O. & Rau, J.D. (2022). *How Much Do Public Employees Value Defined Benefit versus Defined Contribution Retirement Benefits?* (December 21, 2022). Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 4308471,
- Goossens, J.T.G., Riedl, A.M., Kuijpers, B., Ponds, E., Knoef, M.G., Potter-Loon van, R. & Vos, S.J. (2023). *A comparison of risk preference elicitation methods and presentation formats*, Netspar Industry Series 233, (2023).
- Hoevenaars, R.P., Kocken, T.P. & Ponds, E.H.M. (2009). Pricing risk in corporate pension plans: Understanding the real pension deal. *Rotman International Journal of Pension Management*, 2(1).
- Kokken, M., Nijman, T. & Werker, B. (2024). *Garanties in het nieuwe pensioenstelsel*, Netspar Design Paper, 239. Netspar, Tilburg.
- Kortleve, N., Nijman, T. & Ponds, E. (2006). *Fair Value and Pension Fund Management* (2006), Elsevier.
- Kortleve, N. (2010). Generatiebewust beleggingsbeleid verlaagt spanningen in pensioencontract, *VBA Journaal*, 2010, nr. 2.

Hoofdstuk 1 Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking

- Lekniute Z. (2020). *Essays in Pension Underfunding: The Case of the U.S.*, PhD, Tilburg University.
- Lever M., Bonenkamp, J. & Cox, R. (2014). Doorsneesystematiek in pensioenen onder druk? *CPB Policy Brief*, 2014/01.
- Lutjens, E. (1989). *Pensioenvoorzieningen voor werknemers: juridische beschouwingen over ouderdomspensioenen*, proefschrift Vrije Universiteit Amsterdam.
- Mehlkopf, R., Bonenkamp, J., Ewijk, van C., Rele, ter H. & Westerhout, E. (2013). *Impliciete en expliciete leeftijdsdifferentiatie in pensioencontracten*, Netspar Design Papers, 13.
- Metselaar, L., Nibbelink, A. & Zwaneveld, P. (2020). *Het doorontwikkelde contract: beschrijving van varianten, opties en resultaten*. CPB Achtergronddocument.
- Molenaar, R. & Ponds, E. (2009). *Differentiatie naar leeftijd in de financiering van collectieve pensioenen*, Netspar NEA Paper nr. 7, 2009.
- Muns, S., Nijman, T. & Werker, B. (2026). *Uitkeringen en kosten van partnerpensioen met restitutie*, Netspar Industry Paper 2026-04, maart 2026
- Nijman, T. (2022). *De keuze tussen varianten uit het pensioenakkoord*, Netspar Board brief 01/2022
- Ponds, E. & Steenkamp, T. (2000). Van vuistregels naar risicoanalyse, *ESB*, 85e jaargang, nr. 4269, 6 september 2000.
- Ponds, E., Severinson, C. & Yermo, J. Implicit debt in public-sector pension plans: An international comparison. *International Social Security Review* 65.2 (2012): 75-101.
- Rauh, J.D., Stefanescu, I. & Zeldes, S.P. (2020). Cost saving and the freezing of corporate pension plans, *Journal of Public Economics*, Vol. 188, August.
- SER, 2015. *Toekomst Pensioenstelsel 2015*, 178 pp., ISBN 978-94-6134-069-6.
- SER, 2019. *Naar een nieuw pensioenstelsel*, juni 2019.
- Steenbeek, O., Arts, J., Nijman, T., Ponds, E., Potter van Loon, R. & den Toom, R. (2025). *Collectiviteit, Risicodeling en Solidariteit in de Wtp*, Netspar Topicality Paper, Netspar.
- Stichting van de Arbeid (1997). *Aanbevelingen gericht op vernieuwing van de pensioenregelingen*, 20 mei 1997.
- Swinkels, L. 2011. Have pension plans changed after the introduction of IFRS? *Pensions: An International Journal*, 16(4), 244-255.
- van Dalen, H.P. & Henkens, C.J.I.M. (2023). Trust in pension funds, or the importance of being financially sound, *Journal of Pension Economics & Finance*, vol. 22, no. 4, pp. 658-669. <https://doi.org/10.1017/>
- van Ewijk, C., Draper, N., ter Rele, H. & Westerhout, E. (2006). *Ageing and the sustainability of Dutch public finances*, CPB Special Publication 61, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Van Popta, B. & Steenbeek, O. (2021) *Transition to a new pension contract in the Netherlands: Lessons from abroad*, Netspar Occasional Paper, 03/2021. P20210625_Netspar_Occasional_paper_03-2021.pdf
- Werker, B. (2022). *Beschermings-, over- en projectierendementen*, Netspar Brief, 02/2022.
- Werker, B. (2024). *Aanvullen uitkering sluit forse verlagingen niet uit*, Pensioen Pro, 29 oktober 2024.
- Werken aan ons pensioen, Home | Werken aan ons Pensioen
- Westerhout, E., van de Ven, M., van Ewijk, C. & Draper, N. (2004). *Naar een schokbestendig pensioenstelsel; verkenning van enkele beleidsopties op pensioengebied*, CPB Document, 2004
- www.apg.nl 2026: Waarom de sector steeds vaker kiest voor de SPR | APG.

Hoofdstuk 2

Solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit: een herijking van het Nederlandse driepijlerstelsel

Jori Arts
Robert den Toom

Inhoudsopgave

Samenvatting	56
1. Inleiding	57
2. Veranderingen in de drie pijlers door het pensioenakkoord	58
3. Criteria voor vergelijking van de drie pijlers	62
4. Mate van solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit vóór en na ingang maatregelen pensioenakkoord	66
5. Samenvatting en conclusie: naar een herijkte balans in de drie pijlers	78
Literatuur	82

Te citeren als:

Arts, J. & Den Toom, R. (2026). Hst.2: Solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit: Een herijking van het Nederlandse driepijlerstelsel. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Jori Arts – Senior Portfolio Manager bij PGB Pensioendiensten

Robert den Toom – Strategisch Adviseur bij PGB Pensioendiensten

Samenvatting

Het Pensioenakkoord uit 2019 met als belangrijkste verandering de Wet toekomst pensioenen uit 2022/2023, herijkt de balans in het Nederlandse driepijlerstelsel door solidariteit explicieter te maken, collectieve structuren te behouden en flexibiliteit voor deelnemers te verruimen.

1. Nieuwe verhoudingen tussen de pijlers

De impact van de hervorming verschilt tussen de drie pijlers. De AOW behoudt haar brede collectieve functie, de tweede pijler verschuift van impliciet naar expliciet ontworpen solidariteit binnen premiereregelingen, en de derde pijler krijgt een versterkte rol als flexibel aanvullingsinstrument binnen een arbeidsvormneutraal kader. Dit creëert een transparantere samenhang met een duidelijkere functie per pijler.

2. Solidariteit wordt explicieter en doelgerichter vormgegeven

Waar in het oude pensioenstelsel herverdeling impliciet verweven zat in kenmerken als de doorsneesystematiek, wordt solidariteit in het nieuwe stelsel explicieter en selectiever toegepast in de vorm van solidariteits- en risicodelingsreserves en toedelingsregels. Dit vergroot de inzichtelijkheid van wie welk risico draagt en waarom.

3. Individuele regie neemt toe binnen een stevig collectief kader

De introductie van persoonlijke pensioenvermogens, nieuwe keuze-opties zoals de lumpsum en verruimde fiscale ruimte in de derde pijler vergroten de persoonlijke sturingsmogelijkheden van deelnemers. Tegelijkertijd blijven collectieve uitvoering en besluitvorming centraal staan in de structuur van het stelsel. Hierdoor ontstaat een model waarin maatwerk en individuele voorkeuren meer ruimte krijgen, zonder dat collectiviteit wordt losgelaten.

1. Inleiding

Het Nederlandse pensioenstelsel bestaat uit drie pijlers: 1) de algemene ouderdomswet (AOW) als publieke basisvoorziening, 2) aanvullende collectieve pensioenen via werkgevers en 3) individuele pensioenen op vrijwillige basis. Deze gelaagde opbouw maakt het mogelijk om risico's te delen en solidariteit vorm te geven op nationaal, sectoraal en individueel niveau. Mede vanwege de combinatie van solidariteit, collectiviteit en kapitaaldekking behoort het Nederlandse pensioenstelsel al decennialang tot de wereldtop (Mercer, 2024), met relatief hoge vervangingsratio's (OECD, 2022). Toch groeide in de afgelopen jaren de druk op het bestaande stelsel. Dit kwam door aanhoudend lage rentes, toenemende vergrijzing en een veranderende arbeidsmarkt met flexibele contracten en meer zzp'ers. Tegen deze achtergrond ontstond de noodzaak om het pensioenstelsel te moderniseren.

In juni 2019 bereikten kabinet en sociale partners een principeakkoord over een grondige hervorming. Dit pensioenakkoord beoogt de sterke punten (solidariteit, collectiviteit) te behouden en het stelsel transparanter, persoonlijker en flexibeler te maken (SER, 2019). Het pensioenakkoord zoekt naar een nieuw evenwicht tussen solidariteit en collectiviteit enerzijds en meer ruimte om het pensioen persoonlijker vorm te geven anderzijds. De centrale vraag in dit onderzoek is dan ook: Hoe verandert het pensioenakkoord de balans tussen solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit binnen het Nederlandse pensioenstelsel?

In dit hoofdstuk schetsen we eerst de voorgenomen veranderingen per pijler. Vervolgens definiëren we de begrippen solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit en analyseren we hoe deze waarden zich in de drie pijlers verhouden. We sluiten af met de kansen en uitdagingen van het driepijlerstelsel in het licht van toekomstige maatschappelijke en economische ontwikkelingen.

2. Veranderingen in de drie pijlers door het pensioenakkoord

2.1 Eerste pijler: AOW

De eerste pijler is de AOW, het basispensioen voor alle Nederlanders. De AOW is gefinancierd op basis van een omslagstelsel: huidige werkenden betalen via premies en belastingen de uitkeringen aan gepensioneerden. Die uitkering is een uniform bedrag, ongeacht inkomen of ingelegde premie. Het pensioenakkoord van 2019 bracht een belangrijke wijziging in de AOW-leeftijd. Eerdere wetgeving koppelde de AOW-leeftijd lineair aan de levensverwachting, wat snelle verhogingen gaf. Het akkoord temporeert de stijging. De AOW-leeftijd bleef na het akkoord in 2020 en 2021 op 66 jaar en 4 maanden, steeg tot 67 in 2024 en stijgt vanaf 2025 minder snel mee met de levensverwachting (acht in plaats van twaalf maanden per levensjaar).¹

Ook zijn maatregelen getroffen om werknemers met zware beroepen gezond de AOW-leeftijd te laten bereiken. Zo is afgesproken om de Regeling Vervroegde Uittreding (RVU) tijdelijk te versoepelen. Van 2021 tot eind 2025 betalen werkgevers geen strafheffing (RVU-boete) bij uittreding tot drie jaar voor de AOW-leeftijd. De versoepelde RVU-heffing faciliteert cao-maatwerkafspraken voor vervroegde uittreding van mensen met zwaar werk of een lang arbeidsverleden, zonder grote financiële nadelen. De RVU is per 1 januari 2026 omgezet naar een structurele zwaarwerkregeling.

Ten slotte is de fiscale ruimte voor verlofsparen verruimd naar honderd weken (voorheen vijftig weken). Dit geeft werknemers flexibiliteit, bijvoorbeeld om parttime te werken of eerder te stoppen met opgespaarde verlofdagen. De afspraken in het pensioenakkoord veranderen niet de structuur van de AOW: de AOW blijft een verplichte basisregeling gefinancierd op omslagbasis. Wel zorgen deze drie wijzigingen voor een soepelere overgang naar de pensioenleeftijd.

2.2 Tweede pijler: werknemerspensioen

De tweede pijler betreft het werknemerspensioen: aanvullende pensioenen die werknemers opbouwen via hun werkgever, overeengekomen door sociale partners en uitgevoerd door pensioenuitvoerders zoals pensioenfondsen, premiepensioeninstellingen (PPI's) en verzekeraars. Nederland kent hierin een traditie van collectieve regelingen met verplichte deelname op sectoraal of ondernemingsniveau en veelal met *defined benefit*-elementen (DB). Het pensioenakkoord luidt een ingrijpende hervorming van de tweede pijler in. Centraal staat de transitie naar nieuwe pensioencontracten, vastgelegd in de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Traditionele middelloonregelingen met uitkeringsafspraken (DB-regelingen) worden

¹ Vgl. de Wet temporisering verhoging AOW-leeftijd (Stb. 2019, 246) en de Wet wijziging koppeling AOW-leeftijd (Stb. 2020, 503).

vervangen door beschikbare premiereregelingen met persoonlijke pensioenvermogens (DC-regelingen). Dit zijn de Solidaire Premiereregeling (SPR) en de Flexibele Premiereregeling (FPR).

In de nieuwe pensioencontracten wordt de doorsneesystematiek afgeschaft. Dit resulteert in een uniforme premie met een degressieve pensioenopbouw: jongeren bouwen een groter persoonlijk vermogen op door het langere rendementspotentieel van hun inleg. Hiermee wordt een belangrijke impliciete herverdeling van het huidige pensioenstelsel afgeschaft. Om de transitie evenwichtig te laten verlopen, is afgesproken dat bestaande deelnemers gecompenseerd kunnen worden voor het wegvallen van hun verwachte voordeel uit de doorsnee-opbouw. Sociale partners en overheid reserveren hiervoor middelen.

Het pensioenresultaat wordt directer afhankelijk van beleggingsrendementen en marktontwikkelingen. Voor middelloonregelingen uitgevoerd door pensioenfondsen worden verhogingen (toeslagen) en verlagingen (kortingen) volgens de oude regelgeving (het Financieel Toetsingskader) via de uniforme dekkingsgraad toebedeeld aan deelnemers. Om te kunnen indexeren dienen fondsen dat toekomstbestendig te kunnen doen. Dit houdt in dat fondsen een voldoende hoge dekkingsgraad moeten hebben om (volledig) te kunnen indexeren voor inflatie, omdat er vermogen moet zijn om in de toekomstige jaren op eenzelfde manier te kunnen indexeren. De reden hiervoor is dat het oude stelsel in beginsel gericht is op nominale zekerheid. Het verlenen van toeslagen op basis van kortetermijnresultaten in het heden verhoogt het risico op lagere dekkingsgraden in de toekomst – en daarmee het risico op tekorten, die de nominale zekerheid aantasten. Voor middelloonregelingen uitgevoerd door verzekeraars is sprake van een nominaal vaste uitkering (met eventueel een vooraf gefinancierde en vastgelegde toeslag die ook wordt aangeduid als indexatie). In het nieuwe stelsel beweegt het pensioen mee met de ontwikkelingen op financiële markten: rendementen worden directer toebedeeld aan de persoonlijke pensioenvermogens van deelnemers, zowel positief als negatief. Dit biedt perspectief op eerdere indexatie (een koopkrachtiger pensioen), maar leidt ook tot meer variabiliteit. Variabiliteit kan worden gedempt via leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid, spreiding van resultaten of inzet van de solidariteits-/risicodelingsreserve.

De invoering van de Wtp brengt niet alleen wijzigingen mee voor het ouderdomspensioen, maar ook voor het nabestaandenpensioen. Dit nabestaandenpensioen omvat zowel het partnerpensioen als het wezenpensioen. De aanpassingen vloeien voort uit het advies van de Stichting van de Arbeid uit juni 2020 en beogen een uniformer en begrijpelijker stelsel van nabestaandenvoorzieningen binnen de tweede pijler te realiseren. Uniformiteit en transparantie zijn belangrijk om de inzichtelijkheid voor deelnemers en hun partners te vergroten. Dit stelt hen in staat om beter de financiële gevolgen van persoonlijke keuzes, belangrijke levensgebeurtenissen en wisseling van werkgever – en daarmee pensioenregeling – te overzien. Kern van de wijzigingen in het nabestaandenpensioen zijn i) uniformering van het partnerbegrip, zodat pensioenuitvoerders eenzelfde definitie hanteren en ii)

uniformering dat dekking bij overlijden vóór de pensioendatum in principe alleen nog op risicobasis plaatsvindt. Beoogd werd verder dat de grondslag het volledige salaris is, zonder toepassing van een franchise (StvdA, 2020). Met deze wijzigingen zullen de karakteristieken van nabestaandenpensioenregelingen tussen pensioenuitvoerders meer gelijkenis gaan vertonen. Muns, Nijman & Werker (2026) laten echter zien dat de hoogte van het part-nerpensioen onder de Wtp sterk kan afhangen van het precieze overlijdensmoment, de arbeidsmarktstatus (wel of niet in dienst zijn) en de behaalde beleggingsrendementen.

Naast de Wtp-wijzigingen biedt het pensioenakkoord deelnemers meer flexibiliteit in pensioenopbouw en -uitkering.

De Wet bedrag ineens, RVU en verlofsparen geeft deelnemers de optie om bij pensio-nering maximaal 10 procent van het pensioenvermogen als lumpsum op te nemen. Dit biedt flexibiliteit voor bijvoorbeeld het aflossen van een hypotheek of voldoen van zorguit-gaven. Met Wet herziening bedrag ineens wordt een beter uitvoerbaar en communiceer-baar alternatief voorgesteld voor de mogelijkheid van uitgestelde uitbetaling. De invoering van het keuzerecht bedrag ineens is opnieuw uitgesteld: op 30 maart 2026 is de beoogde datum verschoven naar 1 januari 2029. De wet moet nog door de Eerste Kamer worden goedgekeurd.

Tot slot stimuleert het pensioenakkoord een breder pensioenbereik. Er is aandacht voor groepen die minder goed aansluiten bij de tweede pijler, zoals zelfstandigen zonder personeel (zzp'ers). Deze groep kent nu alleen vrijwillige voortzetting na eerdere deelname in de tweede pijler of vrijwillige, individuele mogelijkheden in de derde pijler om aanvullend pensioen op te bouwen. Zelfstandigen maken daar beperkt gebruik van: van de zelfstan-digen met een te bereiken tweedepijlerpensioen van minder dan 1.000 euro per jaar legt slechts 7 procent premie in voor de derde pijler (Biesenbeek e.a., 2022). De experimenteer-bepaling zelfstandigen, gelijktijdig ingegaan met de Wtp op 1 juli 2023, maakt het tijdelijk mogelijk voor zelfstandigen om zich vrijwillig aan te sluiten bij een pensioenregeling in de tweede pijler. De experimenten hebben als doel te bezien in hoeverre deze oplossing zelfstandigen stimuleert om pensioen op te bouwen. Parallel hieraan is besloten de fiscale oudedagsreserve (FOR), een reserveringsfaciliteit voor ondernemers, uit te faseren en in plaats daarvan de nadruk te leggen op daadwerkelijke inleg in pensioenproducten.

2.3 Derde pijler: individueel pensioen

De derde pijler omvat vrijwillige, individuele pensioenproducten, zoals oudedaglijfrentes. Deze pijler is vooral relevant voor individuen die geen (volledig) pensioen in de tweede pijler opbouwen, bijvoorbeeld zzp'ers en werknemers zonder pensioenregeling (de zogeheten witte vlek) of voor individuen met een inadequate pensioenopbouw (de zogeheten grijze vlek). Pensioenopbouw in de derde pijler is net zoals in de tweede pijler fiscaal gefaciliteerd: premies voor lijfrentes zijn fiscaal aftrekbaar (de zogeheten jaarruimte en reserverings-

ruimte), mits het pensioenproduct aan voorwaarden voldoet, zoals uitkering na pensioendatum. Daarnaast biedt de derde pijler ruimte voor werknemers en zelfstandigen met een pensioengevend salaris boven het fiscaal maximum, zogeheten nettopensioenregelingen. In de derde pijler bepaalt het individu zelf of, hoeveel en hoe er gespaard wordt voor pensioen.

Omdat de derde pijler individuele keuze al centraal stelde, brengt het pensioenakkoord hierin minder ingrijpende wijzigingen aan dan in de eerste twee pijlers. Toch bevat het akkoord enkele relevante maatregelen die de rol van de derde pijler versterken. Achtergrond hierbij is de stap naar een arbeidsvormneutraal pensioenkader: een pensioenstelsel dat dezelfde regels en voorwaarden hanteert, ongeacht de arbeidsvorm (werknemer of zelfstandige). De eerste maatregel is dat, net als in de tweede pijler, de Wet bedrag ineens, RVU en verlofsparen de mogelijkheid creëert om bij pensioeningang een lumpsum bedrag op te nemen. De tweede is de harmonisatie van de fiscale behandeling van de tweede en derde pijler. Onder het oude pensioenstelsel is de fiscaal gefaciliteerde jaarlijkse premie-inleg in de derde pijler gemaximeerd op 13,3 procent van de pensioengrondslag (bruto-inkomen minus AOW-franchise). Dit is relatief laag vergeleken met premies voor basispensioenregelingen in de tweede pijler, die veelal variëren tussen 20 en 30 procent van de pensioengrondslag. Met ingang van de Wtp is deze jaarruimte in de derde pijler meer dan verdubbeld, naar 30 procent van de pensioengrondslag. Dit is overeenkomstig de fiscaal maximale premie-inleg in de tweede pijler. Dit maakt dat werknemers en zelfstandigen in beide pijlers eenzelfde pensioen kunnen bereiken.

3. Criteria voor vergelijking van de drie pijlers

In het vorige hoofdstuk zijn de veranderingen in de drie pijlers als het gevolg van het Pensioenakkoord geduid. Voordat we overgaan tot de beoordeling van hoe solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit in de drie pijlers tot uiting komen, is het van belang deze kernbegrippen nader te definiëren. Begrippen als solidariteit en collectiviteit worden in de literatuur veelvuldig gebruikt, maar kennen uiteenlopende interpretaties, afhankelijk van de context waarin ze worden toegepast. We onderscheiden per begrip twee onderliggende dimensies die gezamenlijk recht doen aan de complexiteit en gelaagdheid ervan. Voor een uitgebreidere uiteenzetting van elke definitie verwijzen we naar Steenbeek e.a. (2025).

3.1 Solidariteit

Solidariteit vormt een van de fundamenteën van het Nederlandse pensioenstelsel. Het begrip verwijst naar het onderling verbinden van deelnemers binnen (intragenerationeel) en tussen generaties (intergenerationeel). In de context van pensioenen kent solidariteit echter meerdere dimensies. Voor een gedifferentieerde analyse onderscheiden we in dit onderzoek twee onderliggende componenten van solidariteit: kanssolidariteit, ofwel risicodeling, en subsidiërende solidariteit, ofwel (ex ante) herverdeling. Deze twee vormen van solidariteit verschillen in doel, mechaniek en beleidsimplicaties. Hieronder lichten we beide toe.

3.1.1 *Kanssolidariteit: risicodeling*

Kanssolidariteit is een specifieke vorm van solidariteit, waarbij deelnemers aan een collectief gezamenlijk risico's dragen, ongeacht of die risico's zich voor een deelnemersgroep materialiseren. Deze kanssolidariteit wordt ook wel risicodeling genoemd. Risicodeling verwijst naar de mate waarin risico's – zoals biometrische risico's als langlevens- en arbeidsongeschiktheid of financiële risico's als beleggingsrendementen – collectief worden opgevangen in plaats van individueel gedragen. Naast het type risico's dat wordt gedeeld, onderscheiden we intergenerationele risicodeling (tussen generaties) en intragenerationele risicodeling (binnen generaties). Gemiddeld gezien over verschillende generaties draagt intergenerationele risicodeling bij aan een stabiel pensioeninkomen en verkleint het de verschillen in pensioenresultaat tussen generaties, het mitigeren van pech- en gelukgeneraties (Bonenkamp e.a., 2016). Onderscheidend voor het begrip risicodeling is dat er geen ex ante waardeoverdrachten binnen het collectief plaatsvinden. Een hogere toedeling van risico gaat gepaard met het toekennen van een hogere risicopremie en dus met een hoger verwacht rendement.

Risicodeling beoordelen we als de hoeveelheid (typen en omvang) risico's die in elke pijler worden gedeeld.

3.1.2 Subsidiërende solidariteit: ex ante herverdeling

Naast het delen van risico's tussen deelnemersgroepen kunnen we onder solidariteit ook een vorm van subsidiërende solidariteit verstaan. Bij subsidiërende solidariteit is sprake van waardeoverdrachten ofwel ex ante herverdeling tussen deelnemersgroepen. Het begrip herverdeling is met de Wet toekomst pensioenen wettelijk verankerd als zijnde 'het risico van een belegging toe te delen aan een deelnemer [...] en de bijbehorende risicobeloning van deze belegging toe te delen aan een andere deelnemer [...]'.² Hiermee onderscheidt herverdeling zich van risicodeling. Herverdeling betreft dus de verschuiving van pensioenvermogen tussen groepen, op basis van deelnemerskenmerken zoals leeftijd, geslacht, inkomen of gezondheid. Deze herverdeling kan bewust worden vormgegeven, bijvoorbeeld door het sturen op gelijke pensioenuitkomsten, of ontstaan als bijeffect van het pensioensysteem. Een bekend voorbeeld is de doorsneesystematiek: een impliciete overdracht van jonge naar oude actieve deelnemers binnen middelloonregelingen door het uniform toedelen van opbouw. Ook tussen mannen en vrouwen of tussen hoog- en laagopgeleiden kunnen herverdelingseffecten optreden vanwege verschillen in levensverwachting en arbeidsdeelname. De mate waarin herverdeling plaatsvindt en zichtbaar is, raakt aan fundamentele vragen over rechtvaardigheid en wederkerigheid binnen het stelsel.

Herverdeling beoordelen we als de hoeveelheid (typen en omvang) waardeoverdrachten tussen deelnemersgroepen die in elke pijler voorkomen.

3.2 Collectiviteit

Collectiviteit verwijst naar het gezamenlijk organiseren van pensioenvoorzieningen, met als doel bijvoorbeeld schaalvoordelen en bescherming tegen individuele risico's. Het begrip is nauw verbonden met het institutionele karakter van het pensioenstelsel. Ook hier is sprake van meerdere dimensies. In deze analyse maken we onderscheid tussen collectieve uitvoering – de praktische organisatie van pensioenregelingen – en collectieve besluitvorming – de wijze waarop keuzes binnen het collectief tot stand komen.

3.2.1 Collectieve uitvoering: centrale organisatie van administratie en vermogensbeheer

Collectieve uitvoering verwijst naar de centrale organisatie van administratie en vermogensbeheer voor alle deelnemers binnen een pensioenregeling. Deze taken worden uitgevoerd door één uitvoeringsorganisatie, zoals de Rijksoverheid voor de eerste pijler en pensioenuitvoerders (waaronder pensioenfondsen en verzekeraars) voor de tweede pijler. De uitvoerder is verantwoordelijk voor het registreren van aanspraken en rechten, het innen van premies, het beheren van het gezamenlijke pensioenvermogen en het toewijzen van rendementen of uitkeringen aan deelnemers. Het vermogensbeheer vindt plaats op

² Vgl. artikel 1d lid 1 Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling (Stb. 2023, 217).

collectief niveau, waarbij beleggingskeuzes worden gemaakt namens het collectief en niet op individueel niveau. Ook bij regelingen waarin deelnemers enige keuzeruimte hebben – zoals de keuze tussen verschillende beleggingsprofielen of uitkeringsvormen – blijft sprake van collectieve uitvoering zolang de administratieve en financiële afhandeling centraal is belegd. Collectieve uitvoering maakt het mogelijk om schaalvoordelen te realiseren, zoals lagere uitvoeringskosten, toegang tot alternatieve beleggingscategorieën en professionele risicobeheersing.

Collectieve uitvoering beoordelen we als de schaal waarop de administratieve en financiële uitvoering binnen elke pijler centraal is georganiseerd.

3.2.2 *Collectieve besluitvorming: centrale vaststelling van regels en beleidskeuzes*

Collectieve besluitvorming verwijst naar de centrale vaststelling van regels en beleidskeuzes binnen een pensioenregeling, namens alle deelnemers. In de eerste pijler is het parlement (de Staten-Generaal) verantwoordelijk voor de besluitvorming over bijvoorbeeld de hoogte van de AOW-uitkering en de koppeling aan de levensverwachting. In de tweede pijler worden, binnen de kaders van de wet, besluiten genomen door sociale partners en pensioenuitvoerders, waaronder keuzes over type regeling, pensioenambitie, premiehoogte en indexatie- en beleggingsbeleid. In de derde pijler ligt de besluitvorming primair bij het individu, binnen de keuzemogelijkheden die de uitvoerder aanbiedt. Collectieve besluitvorming door professioneel bestuur kan deelnemers behoeden voor het maken van verkeerde individuele keuzes – zo kunnen verkeerde beleggingsbeslissingen tot veel welvaartsverlies leiden (Mehlkopf e.a., 2017). Daarnaast kan collectieve besluitvorming bijdragen aan legitimiteit en draagvlak voor het stelsel, mits besluitvorming plaatsvindt door een representatieve afspiegeling van het deelnemersbestand.

Collectieve besluitvorming beoordelen we als de schaal waarop beslissingsbevoegdheid binnen elke pijler is belegd.

3.3 Flexibiliteit

Flexibiliteit verwijst naar de mate waarin deelnemers hun pensioenopbouw en -uitkering kunnen afstemmen op persoonlijke omstandigheden en voorkeuren gedurende de levensloop. Flexibiliteit is met name relevant in een context van veranderende arbeidsverhoudingen, toenemende diversiteit in loopbanen en groeiende behoefte aan eigen regie. Net als solidariteit en collectiviteit kent ook flexibiliteit meerdere dimensies. In deze analyse onderscheiden we twee componenten: 1) maatwerk, ofwel de mogelijkheid om pensioenoplossingen af te stemmen op individuele situaties en 2) individuele keuzevrijheid, oftewel de ruimte voor deelnemers om zelfstandig keuzes te maken binnen de pensioenregeling. Deze twee vormen van flexibiliteit verschillen in uitgangspunt en sturingsmechanisme. We lichten ze hieronder afzonderlijk toe.

3.3.1 *Maatwerk: afstemming op persoonlijke omstandigheden*

Maatwerk verwijst naar de mogelijkheid om pensioenopbouw en -uitkering af te stemmen op de persoonlijke omstandigheden van deelnemers. Het gaat hierbij niet om keuzevrijheid voor het individu, maar om de mogelijkheid om binnen een collectief te kunnen differentiëren naar deelnemerskenmerken. Een voorbeeld hiervan is de mogelijkheid om in premie-regelingen in de tweede en derde pijler beleggingsrisico's leeftijdsafhankelijk toe te delen. Maatwerk zorgt voor het accommoderen van verschillen tussen deelnemers, waardoor hun pensioen aansluit bij hun behoeften (Van der Lecq & De Haan, 2015). Maatwerk vereist ruimte binnen het wettelijk kader en de regeling om te kunnen afwijken van standaardoplossingen zonder dat dit de collectieve uitvoering ondermijnt.

Maatwerk beoordelen we als de mate waarin binnen elke pijler ruimte bestaat om te differentiëren tussen deelnemersgroepen in een collectief.

3.3.2 *Individuele keuzevrijheid: autonomie binnen vastgestelde kaders*

Individuele keuzevrijheid betreft de ruimte voor deelnemers om zelf keuzes te maken over de inrichting en aanwending van hun pensioen. Voorbeelden hiervan zijn het zelf bepalen van de hoogte van de pensioenopbouw, het kiezen van een beleggingsprofiel, type uitkeringsvorm en flexibiliseringsopties. Waar maatwerk veelal op collectief niveau wordt ingericht met differentiatie tussen groepen, draait keuzevrijheid om autonomie op individueel niveau.

Keuzevrijheid kan het gevoel van eigenaarschap versterken, maar brengt ook risico's met zich mee, zoals welvaartsverlies door suboptimale beslissingen. Welvaartseffecten kunnen significant zijn, zeker wanneer het gaat om impactvolle beslissingen zoals aanwending van het opgebouwd pensioenvermogen voor een uitkering (één productkeuze op één moment). Een goede keuzebegeleiding is daarom van belang (Knoef e.a., 2022). Naast keuzebegeleiding wordt in het ontwerp van pensioenregelingen ook gezocht naar een balans tussen keuzeruimte en bescherming, bijvoorbeeld via standaardopties (defaults).

Individuele keuzevrijheid beoordelen we als de mate waarin deelnemers in elke pijler zelfstandig keuzes kunnen maken over hun pensioenopbouw of -uitkering.

4. Mate van solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit vóór en na ingang maatregelen pensioenakkoord

In dit hoofdstuk richten we ons op de integrale evaluatie van de stelselherziening, waarbij we voortbouwen op de geschetste veranderingen en de definities van solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit. We vergelijken daartoe de situatie vóór en na de implementatie van de maatregelen uit het pensioenakkoord. Daarbij hanteren we de eerder geïntroduceerde zes onderliggende dimensies van de drie kernwaarden: 1a) risicodeling en 1b) herverdeling (solidariteit), 2a) collectieve uitvoering en 2b) collectieve besluitvorming (collectiviteit) en 3a) maatwerk en 3b) individuele keuzevrijheid (flexibiliteit). Voor iedere dimensie analyseren we de positie van de eerste, tweede en derde pijler en beoordelen we hoe deze zich heeft ontwikkeld.

4.1 Situatie vóór ingang wijzigingen pensioenakkoord

Tabel 1 geeft een kwalitatief overzicht van de mate waarin elke pijler de waarden solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit belichaamt. Tabel 2 vat de beoordelingscriteria samen die we in hoofdstuk 3 uiteengezet hebben. De beoordeling van elke pijler lichten we toe in deze paragraaf. Het gaat hierbij om de situatie voorafgaand aan het pensioenakkoord.

Tabel 1. Beoordeling waarden per pijler vóór ingang van wijzigingen door het pensioenakkoord (boven). Schaal van de beoordeling is --/0/+/++ op basis van de mogelijkheden om de waarden te kunnen vormgeven binnen het geldend wettelijk kader.

Situatie vóór ingang wijzigingen pensioenakkoord	Risicodeling	Herverdeling	Collectieve uitvoering	Collectieve besluitvorming	Maatwerk	Individuele keuzevrijheid
1. AOW	++	++	++	++	--	--
2. Werknemerspensioen	++	+	+	+	-	-
3. Individueel pensioen	--	--	0	--	+	++

Tabel 2. Beoordelingscriteria voor bepaling van de mate van solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit per pijler. De definitie van elk beoordelingscriterium is beschreven in hoofdstuk 3.

Aspect	Beoordelingscriterium
Risicodeling	Hoeveelheid (typen en omvang) risico's die tussen deelnemersgroepen worden gedeeld
Herverdeling	Hoogte van het verschil in waarde van ingelegde premies versus ontvangen uitkeringen
Collectieve uitvoering	Schaal waarop de administratieve en financiële uitvoering centraal is georganiseerd
Collectieve besluitvorming	Schaal waarop beslissingsbevoegdheid over regelgeving en beleid is belegd
Maatwerk	Mate waarin ruimte bestaat om binnen een collectief te differentiëren tussen deelnemersgroepen
Individuele keuzevrijheid	Mate waarin deelnemers zelfstandig keuzes kunnen maken

4.1.1 Risicodeling

In de eerste pijler (AOW) is sprake van een omvangrijke mate van intergenerationele risicodeling op nationaal niveau, aangezien alle Nederlandse ingezetenen recht hebben op deze uitkering. In lijn met de doelstelling van de AOW als basispensioen wordt het langlevens- en inflatierisico gedeeld. Het risico op langlevens wordt collectief gefinancierd via een omslagstelsel waarbij de werkenden van nu betalen voor de AOW-gerechtigden van vandaag. De AOW kent daarnaast een inflatiecompensatie via koppeling aan het wettelijk minimumloon. Daarnaast dekt de AOW ook het loopbaanrisico: mensen met onderbroken carrières of parttimewerk ontvangen net als fulltime werkenden een volledige AOW-uitkering, mits zij vijftig jaar ingezetene zijn geweest. Ook het demografisch risico – de vergrijzing en stijgende levensverwachting – wordt opgevangen binnen het collectief, wat betekent dat dit risico wordt toebedeeld aan werkenden.

In de tweede pijler (werknemerspensioen) is eveneens sprake van substantiële risicodeling, zij het op een andere schaal en van een ander type risico's. In de tweede pijler vindt risicodeling grotendeels plaats binnen deelpopulaties van (veelal verplichtgestelde) bedrijfstakken en ondernemingen.³ In deze kapitaalgedekte pijler van hoofdzakelijk middel-loonregelingen uitgevoerd door pensioenfondsen worden primair het langlevensrisico en beleggingsrisico gedeeld binnen het collectief. Toegezegde pensioenaanspraken en -rechten zijn in beginsel onafhankelijk van beleggingsrendementen en worden gebaseerd op een door sociale partners afgesproken pensioenambitie. Pensioenfondsen beheren het vermogen namens alle deelnemers en spreiden risico's collectief over tijd (en daarmee over generaties). In het financieel toetsingskader (FTK) wordt het beleggingsrisico (zowel zakelijke waarden- als renterisico) collectief gedeeld via de dekkingsgraad en wordt het rendement uniform toebedeeld via indexatie- en kortingsregels. Hoewel deze toedelingssystematiek uniform van aard is, is impliciet sprake van een leeftijdsafhankelijke risicotoedeling door het open spreiden van schokken en verschillen in duratie tussen leeftijdsgroepen (Mehlkopf & Van Bilsen, 2020). De toedelingssystematiek impliceert dat gepensioneerden veel renterisico liepen vanwege de lange horizon voor jongeren.

In de derde pijler (individueel pensioen) ontbreekt risicodeling nagenoeg volledig. Pensioenproducten in deze pijler zijn individueel van aard; risico's worden gedragen door de deelnemer zelf. Dit geldt voor zowel het beleggingsrisico als het langlevensrisico. Het risico op langlevens wordt niet gedeeld, maar verzekerd op moment van pensionering door aankoop van een levenslange uitkering met het individueel opgebouwd pensioenvermogen.

3 Naast pensioenfondsen zijn ook verzekeraars en premiepensioeninstellingen actief in de tweede pijler. Volgens de Tweede rapportage Regeringscommissaris transitie pensioenen nemen echter verreweg de meeste werknemers deel aan een pensioenregeling bij een pensioenfonds, namelijk ruim 18 miljoen deelnemers. Dit tegenover zo'n 1,4 en 1,5 miljoen deelnemers bij respectievelijk verzekeraars en premiepensioeninstellingen.

4.1.2 Herverdeling

In de eerste pijler (AOW) is sprake van een aanzienlijke ex ante herverdeling tussen opleidings- en inkomensniveaus en geslachten. De AOW-regeling herverdeelt enerzijds van hoog naar laagopgeleiden en anderzijds van mannen naar vrouwen. Deze herverdeling wordt gedreven door inkomensverschillen tussen deze groepen (Bonenkamp & Ter Rele, 2013). De AOW-uitkering is uniform en inkomensonafhankelijk, terwijl de financiering plaatsvindt via een omslagstelsel op basis van premies en progressieve belastingtarieven. Omdat de AOW-premie gemaximeerd is, worden alle AOW-uitgaven die boven de premiefinanciering uitstijgen uit de algemene middelen betaald. Muns & Van Vuuren (2021) vinden dat de een-derde-hoogste-inkomens nettobetaler zijn aan de AOW; zij dragen over de levensloop gezien ruim tweemaal zoveel bij aan de AOW dan dat zij AOW-uitkeringen ontvangen. Deze herverdelende werking is grotendeels structureel ingebouwd en maakt de AOW tot een instrument van inkomenspolitiek met een brede maatschappelijke reikwijdte.

In de tweede pijler (werknemerspensioen) vindt herverdeling plaats via meerdere mechanismen. De meest prominente vorm is de doorsneesystematiek, waarbij deelnemers met eenzelfde premie-inleg, ongeacht leeftijd, een gelijke pensioenopbouw ontvangen. Hierdoor ontstaat, op niveau van de werkgever die de doorsneepremie voldoet, een impliciete overdracht van jong naar oud binnen de groep actieve deelnemers. Een tweede vorm van herverdeling vindt plaats door de financiering van de pensioenopbouw. Uniforme premies worden in beginsel kostendekkend vastgesteld op basis van actuariële grondslagen en de risicovrije rente. Maar, zelfs bij het zuiver kostendekkend vaststellen van de premie (lees: een premiedekkingsraad van 100 procent) ontstaan waardeoverdrachten. Zo daalt de actuele dekkingsgraad van een fonds bij nieuwe instroom in geval van een premiedekkingsgraad lager dan de actuele dekkingsgraad. Wanneer gekozen wordt voor een gedempte kostendekkende premie, bijvoorbeeld op basis van verwacht rendement of het voortschrijdend gemiddelde van de rente, dan neemt de omvang van deze herverdeling van inactieven naar actieven toe. Ten slotte vindt er, net zoals in de eerste pijler, herverdeling plaats van mannen naar vrouwen door gebruik van uniforme overlevingskansen voor bepaling van technische voorziening. Bonenkamp & Ter Rele (2013) concluderen op basis van hun studie dat de omvang van deze herverdeling vergeleken met de eerste pijler echter zeer beperkt is.

In de derde pijler (individueel pensioen) ontbreekt herverdeling vrijwel volledig. Pensioenopbouw geschiedt op individuele basis, waarbij de deelnemer zelf bepaalt hoeveel die inlegt. Het opgebouwde vermogen komt rechtstreeks aan de individuele deelnemer toe. Er vinden in beginsel geen waardeoverdrachten plaats tussen deelnemersgroepen. De enige (beperkte) vorm van herverdeling zit in het fiscale voordeel van lijfrenteproducten. Omdat hogere inkomens vaker gebruikmaken van deze fiscale aftrekmogelijkheid, is sprake van enige verschuiving van lagere naar hogere inkomens.

4.1.3 Collectieve uitvoering

In de eerste pijler (AOW) is sprake van volledige collectieve uitvoering op nationaal niveau. De uitvoering is gecentraliseerd bij de Sociale Verzekeringsbank (SVB), die verantwoordelijk is voor de administratieve afhandeling en uitbetaling van alle AOW-uitkeringen. De uitvoering is uniform voor alle ingezetenen en wordt gefinancierd uit premies en algemene middelen. Door deze centrale, gestandaardiseerde inrichting worden maximale schaalvoordelen gerealiseerd.

In de tweede pijler (werknemerspensioen) is eveneens sprake van een hoge mate van collectieve uitvoering, maar dan op decentraal niveau. Pensioenfondsen, verzekeraars en premiepensioeninstellingen zijn verantwoordelijk voor de centrale uitvoering van pensioenregelingen binnen sectoren of ondernemingen. Pensioenfondsen besteden de uitvoering veelal uit aan gespecialiseerde pensioenuitvoeringsorganisaties (puo's). Deze puo's verzorgen het innen van premies, het beheer van het collectieve pensioenvermogen, de berekening van de technische voorziening en de verstrekking van communicatie en uitkeringen. Hoewel de uitvoering plaatsvindt in afzonderlijke pensioenregelingen is er binnen die regelingen sprake van uniforme afspraken op grote schaal. Met name bedrijfstakpensioenfondsen bedienen grote aantallen deelnemers in dezelfde basispensioenregeling. Een belangrijke factor in schaalvergroting binnen de pensioensector is de consolidatie van pensioenfondsen, die ondanks enige afvlakking in tempo, gestaag doorzet (AFM, 2025).

In de derde pijler (individueel pensioen) is geen sprake van collectieve uitvoering in strikte zin. Pensioenopbouw vindt plaats via individuele producten die door commerciële financiële instellingen worden aangeboden. De uitvoering is wel gecentraliseerd op aanbiedersniveau – denk aan banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen – maar er is geen gemeenschappelijk beheer van pensioenvermogen of administratieve inrichting tussen deelnemers. Hoewel de uitvoering professioneel is en soms gebruikmaakt van standaardproducten of beleggingsprofielen, is de uitvoering primair marktgedreven en individueel van karakter.

4.1.4 Collectieve besluitvorming

In de eerste pijler (AOW) is sprake van centrale en publieke besluitvorming op nationaal niveau. Beleidskeuzes rondom de hoogte van de uitkering, de AOW-leeftijd en de indexeringssystematiek worden genomen door de wetgever via parlementaire besluitvorming. Daarmee is de besluitvorming democratisch gelegitimeerd en geldt het beleid voor de gehele bevolking. Hoewel de besluitvorming plaatsvindt via een representatieve vertegenwoordiging, is deze representatie onderhevig aan veranderingen in politieke voorkeuren en coalities. Dit kan leiden tot wisselingen in beleidsaccenten, zoals aanpassingen van de AOW-leeftijd of de indexeringskoppeling, afhankelijk van het politieke draagvlak en ontwikkelingen in bijvoorbeeld de levensverwachting of de stand van de overheidsfinanciën.

Deze dynamiek waarborgt enerzijds een maatschappelijke aansluiting bij de heersende opvattingen en kan anderzijds leiden tot minder voorspelbaarheid op lange termijn voor deelnemers.

In de tweede pijler ligt de collectieve besluitvorming bij sociale partners, werkgevers en pensioenuitvoerders. Werkgevers- en werknemers(organisaties) stellen samen de pensioenregeling vast voor de betreffende sector of onderneming binnen de ruimte die het wettelijke en fiscale kader biedt. Deze organisaties, alsook gepensioneerdverenigingen, zijn vertegenwoordigd in de besturen van pensioenfondsen. Dit model van collectief bestuur waarborgt een zekere mate van representativiteit en institutionele bescherming tegen individuele risico's. Hoewel fondsen steeds meer aandacht besteden aan representativiteit, bijvoorbeeld door een betere afspiegeling van het deelnemersbestand in het bestuur en de actieve werving van jongeren voor het verantwoordingsorgaan, blijft de betrokkenheid van deelnemers via deze gremia in de praktijk beperkt. Voor rechtstreeks verzekerde regelingen, die vooral bij ondernemingen met een eigen regeling voorkomen, ligt de besluitvorming eveneens primair bij werkgevers en werknemers(organisaties). Zij bepalen gezamenlijk de inhoud van de pensioenovereenkomst, binnen het fiscale en juridische kader, waarna de uitvoering wordt ondergebracht bij een verzekeraar of PPI. In deze uitvoeringsvorm is echter geen sprake van een collectief bestuur met vertegenwoordiging van deelnemers en gepensioneerd zoals bij pensioenfondsen. Hierdoor kent de tweede pijler twee duidelijk verschillende governance modellen: een collectief, representatief bestuursmodel bij pensioenfondsen en een contractueel model bij verzekeraars en PPI's.

In de derde pijler ontbreekt collectieve besluitvorming. De deelnemer is volledig verantwoordelijk voor keuzes in aanbieder, opbouw en aanwending van het pensioenvermogen. Productvoorwaarden worden vastgesteld door commerciële aanbieders binnen wettelijke kaders, zonder inspraak of onderhandeling namens belangenorganisaties. Hierdoor ontbreekt institutionele bescherming tegen suboptimale keuzes van het individu of tegen onevenwichtige machtsverhoudingen tussen aanbieder en individu. Hier staat tegenover dat het gebrek aan collectieve besluitvorming de individuele deelnemer in staat stelt om het pensioen volledig af te stemmen op diens persoonlijke omstandigheden, wat in theorie de hoogste welvaartswinst kan opleveren.

4.1.5 Maatwerk

In de eerste pijler (AOW) is maatwerk in vrijwel geen enkele vorm aanwezig. De AOW is een uniforme basisvoorziening, eenvoudig en transparant, maar biedt geen ruimte voor differentiatie op basis van individuele kenmerken. Enkel vindt er differentiatie plaats in leefvorm: alleenstaanden ontvangen een hogere AOW-uitkering dan gehuwden of samenwonenden, rekening houdend met de kosten van levensonderhoud.

In de tweede pijler is de ruimte voor maatwerk beperkt. Maatwerk ligt besloten in de afspraken op sectoraal of ondernemingsniveau, dit in tegenstelling tot uniforme afspraken voor de gehele bevolking in de eerste pijler. Binnen de tweede pijler is individuele differentiatie complex vanwege de aard van (verplichtgestelde) middelloonregelingen met collectieve buffers en uniforme toedeling van rendement en risico. Via eerdergenoemde herverdelingsmechanismen in het FTK, zoals het premiebeleid, kan pensioenvermogen indirect verschuiven tussen actieve en inactieve deelnemersgroepen. Ook binnen het indexatiebeleid is differentiatie mogelijk tussen actieven en inactieven, namelijk door te differentiëren in de indexatieambitie (zoals looninflatie voor actieven en prijsinflatie voor inactieven). Deze vormen van maatwerk in beleid zijn echter uitzondering, blijven binnen collectief gedefinieerde kaders en zijn moeilijk stuurbaar. De ruimte om pensioenopbouw of -uitkering fundamenteel af te stemmen op individuele deelnemerskenmerken is daarmee beperkt.

In de derde pijler is sprake van enige mate van institutioneel georganiseerde maatwerkoplossingen. Hoewel pensioenproducten individueel zijn, bieden aanbieders veelal standaardprofielen aan op basis van leeftijd of levensfase. Bijvoorbeeld via leeftijdsafhankelijke beleggingsprofielen (life cycle-fondsen) of wijzigingen in het beleggingsprofiel of spaardoel bij impactvolle levensgebeurtenissen (zoals scheiding van een partner of ontvangst van een erfenis). Deze vormen van maatwerk vereisen geen actieve keuzes van deelnemers, maar voldoende informatievoorziening voor de aanbieder om het beleid op maat te maken voor het individu. De reikwijdte van maatwerk blijft echter beperkt. Gepersonaliseerde aanpassingen vereisen doorgaans actieve keuzes van de deelnemer, waarmee het domein van individuele keuzevrijheid wordt betreden.

4.1.6 Individuele keuzevrijheid

In de eerste pijler (AOW) is de individuele keuzevrijheid zeer beperkt. De regeling is verplicht en uniform: deelnemers kunnen niet zelf bepalen of, hoeveel en hoe zij AOW opbouwen of ontvangen. Er is geen mogelijkheid tot vervroegde of uitgestelde opname en geen keuze in uitkeringsvorm. Daarmee biedt de AOW maximale zekerheid, maar minimale ruimte voor persoonlijke afstemming. De afwezigheid van keuzeruimte is beleidsmatig bedoeld om eenvoud en uniformiteit (als zijnde basisvoorziening) te waarborgen, maar staat eigen regie en differentiatie in de weg.

In de tweede pijler is de individuele keuzevrijheid van deelnemers traditioneel beperkt. Premie-inleg is verplicht en het opbouwpercentage ouderdomspensioen in middelloonregelingen en risicodekkingen voor onder andere nabestaanden- en arbeidsongeschiktheidspensioen worden collectief vastgesteld door sociale partners, werkgevers en pensioenuitvoerders. In beschikbare premieregelingen hebben deelnemers in de opbouwfase veelal de keuze uit een aantal leeftijdsafhankelijke beleggingsprofielen (life cycles), waardoor de beleggingen meer kunnen aansluiten bij hun persoonlijke risicobereidheid en -draagkracht.

In de uitkeringsfase ontstaat meer keuzeruimte, met name rondom de pensioendatum. Veel regelingen bieden deelnemers de mogelijkheid tot deeltijdpensioen, een hoog/laag-constructie, uitruil van ouderdoms- en partnerpensioen en het vervroegen of uitstellen van de pensioendatum (waaronder een AOW-overbruggingspensioen). In geval van beschikbare premieregelingen is er ook de keuze tussen een vaste of variabele uitkering en is er wettelijk 'shoprecht' om in de uitkeringsfase zelf de pensioenuitvoerder te kiezen (indien de uitvoerder niet beide uitkeringsvormen aanbiedt).

Keuzemogelijkheden zijn echter beperkt tot wat het collectieve bestuur van het pensioenfonds of de cao-partijen in de regeling hebben opgenomen. Het wettelijk kader biedt vaak ruimere mogelijkheden dan wat in de praktijk door fondsen wordt aangeboden. Een voorbeeld hiervan is de keuze uit een beperkt aantal vooraf vastgestelde life cycles, daar waar het wettelijk kader de mogelijkheid biedt tot volledige beleggingskeuzevrijheid; dit kan op niveau van beleggingsfondsen en zelfs tot op entiteitsniveau. Die beperking vloeit voort uit een bewust paternalistisch ontwerp: het beperken van keuzeruimte wordt gezien als bescherming tegen potentieel nadelige of irrationele beslissingen van deelnemers. Om deze reden worden keuzes vaak aangeboden in de vorm van standaardopties (defaults) of alleen binnen vooraf afgebakende parameters. Hierbij dienen beleidsmakers rekening te houden met het samengestelde effect van het stapelen van keuzes en deze als zodanig te presenteren aan deelnemers (Linde & Rohde, 2022).

In de derde pijler is sprake van ruime individuele keuzevrijheid. Deelnemers bepalen zelf of en hoeveel zij inleggen, welk product zij kiezen en wanneer en hoe zij het opgebouwde vermogen aanwenden voor pensioen. Deze autonomie biedt de mogelijkheid tot optimale afstemming op de persoonlijke situatie, maar brengt ook risico's met zich mee. In tegenstelling tot de andere pijlers ontbreekt in de derde pijler een ingebouwde bescherming tegen suboptimale keuzes of irrationeel gedrag. Hierdoor is de uitkomst sterk afhankelijk van de financiële geletterdheid en (spaar)discipline van de deelnemer. Adequate keuzebegeleiding kan dit risico beperken.

4.2 Situatie na ingang van de wijzigingen in het pensioenakkoord

Tabel 3 toont de veranderingen in de mate van solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit na invoering van de maatregelen uit het pensioenakkoord voor de drie pijlers. In deze paragraaf lichten we deze veranderingen toe. In hoofdstuk 5 Samenvatting en conclusie werpen we een blik verder in de toekomst en bespreken we relevante ontwikkelingen die de balans tussen solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit tussen de pijlers verder kan veranderen.

Tabel 3. Beoordeling van de waarden per pijler vóór ingang van wijzigingen door het pensioenakkoord (boven).
Schaal van de beoordeling is --|0|++ op basis van de mogelijkheden om de waarden te kunnen vormgeven binnen het wettelijk kader.

Situatie na ingang wijzigingen Pensioenakkoord	Risicodeling	Herverdeling	Collectieve uitvoering	Collectieve besluitvorming	Maatwerk	Individuele keuzevrijheid
1. AOW	++	++ ▲	++	++	- ▲	--
2. Werknemerspensioen	+ ▼	0 ▼	+	+	+ ▲	+ ▲
3. Individueel pensioen	--	--	0	--	++ ▲	++

4.2.1 Risicodeling

In de eerste pijler (AOW) blijft de mate van risicodeling ongewijzigd hoog. De hervormingen uit het pensioenakkoord, zoals de minder snelle stijging van de AOW-leeftijd en de tijdelijke versoepeling van de RVU-regeling, wijzigen niets aan het fundamentele karakter van de AOW als omslagstelsel. Langlevensrisico en inflatierisico blijven collectief gedeeld. Ook het loopbaanrisico blijft grotendeels opgevangen via het criterium voor ingezetenschap in plaats van actieve bijdrage. De beoordeling blijft dan ook op ++.

In de tweede pijler verandert de aard en omvang van risicodeling door de introductie van de nieuwe pensioencontracten in de Wet toekomst pensioenen (Wtp): de solidaire premieregeling (SPR) en flexibele premieregeling (FPR). De overstap van uitkeringsregelingen naar premieregelingen leidt ertoe dat beleggingsrisico en langlevensrisico niet langer uniform collectief worden gedeeld via een buffer. In beide contracten specificeren beleidsmakers leeftijdsafhankelijke toedeelregels voor zakelijke waardenrisico (overrendement in de SPR) en renterisico (beschermingsrendement in de SPR), gebaseerd op de risicobereidheid en risicodraagkracht van elke leeftijdsgroep in het collectief. Ook het resultaat op micro- en macrolanglevensrisico kan gericht worden toegedeeld aan leeftijdsgroepen, dit in tegenstelling tot het verwerken van dit resultaat in de collectieve buffer onder het FTK. Terwijl risicodeling op dit vlak dus anders en gericht wordt vormgegeven, introduceren de nieuwe contracten ook een nieuw expliciet risicodelingsmechanisme in de vorm van de solidariteits- of risicodelingsreserve: een collectieve vermogensreserve waarmee financiële mee- of tegenvallers kunnen worden gedeeld, met een maximale hoogte van 15 procent van het collectief fondsvermogen. De SPR en FPR verschillen hierin qua mogelijkheden, aangezien beleggingsrisicodeling via de risicodelingsreserve in de FPR niet is toegestaan wanneer deelnemers de mogelijkheid krijgen om hun eigen risicoprofiel te kiezen (wat gebruikelijk is voor de FPR, die gestoeld is op bestaande DC-regelingen). Daarmee blijven inter- en intragegenerationele risicodeling mogelijk, maar in mindere mate dan onder het oude FTK-regime. Dit resulteert in een verlaging van de score van ++ naar +.

In de derde pijler verandert niets aan de systematiek van individuele vermogensopbouw. De verruiming van fiscale ruimte en introductie van lumpsumopties hebben geen invloed op

de mate waarin risico's collectief worden gedragen. Risico's blijven primair bij het individu, wat betekent dat de score -- blijft.

4.2.2 Herverdeling

In de eerste pijler blijft de herverdelende werking in de kern sterk en treedt er een verdere verschuiving op tussen groepen. Bonenkamp & Ter Rele (2013) vinden dat een verhoging van de AOW-leeftijd tot een lager profijt van AOW-uitkeringen leidt dat voor alle opleidingsniveaus en voor mannen en vrouwen ongeveer gelijk is. Grotere verschillen zijn er in de financiering. Omdat de financiering van de AOW inkomensafhankelijk is, lopen deze verschillen op met het opleidingsniveau en zijn ze voor mannen hoger dan voor vrouwen. In termen van nettoprofijs hebben alleen hoogopgeleide mannen per saldo voordeel van een toename in de AOW-pensioenleeftijd. De minder snelle stijging van de AOW-leeftijd die in het pensioenakkoord is afgesproken leidt dus tot een toenemende mate van herverdeling, van hoogopgeleiden naar laagopgeleiden en in het bijzonder voor mannen. Andere maatregelen uit het pensioenakkoord versterken de herverdelende werking binnen cohorten. Zo maakt de tijdelijke versoepeling van de Regeling Vervroegde Uittreding (RVU) het voor werknemers met een fysiek zwaar beroep mogelijk om tot drie jaar vóór de AOW-leeftijd met pensioen te gaan, zonder fiscale boete. Daarnaast biedt de verruiming van het fiscaal toegestane verlofsparen (van vijftig naar honderd weken) extra ruimte om werk geleidelijk af te bouwen of eerder te stoppen met werken. Deze maatregelen verbeteren met name de positie van lager opgeleide of fysiek zwaar belaste groepen. De mate van herverdeling blijft daarmee hoog en laat de score ongewijzigd op ++.

In de tweede pijler is de impact van het pensioenakkoord op herverdeling significant. De afschaffing van de doorsneesystematiek beëindigt een belangrijk mechanisme van inter-generationale herverdeling binnen middelloonregelingen. In de nieuwe premiereregelingen wordt pensioenopbouw rechtstreeks gekoppeld aan de ingelegde premie, waardoor waardeoverdrachten tussen leeftijdsgroepen niet langer systematisch plaatsvinden. Bovendien kent het nieuwe stelsel niet langer een mismatch tussen pensioenopbouw en premiestelling. Werkgevers en werknemers betalen een vaste premie, ongeacht de leeftijdssamenstelling of financiële positie van het fonds. Daarnaast worden in de uitkeringsfase uniforme overlevingskansen gehanteerd, zonder onderscheid naar geslacht. Hierdoor ontstaat een omgekeerde waardeoverdracht van vrouwen (met gemiddeld langere levensverwachting) naar mannen, die bij gelijke premie-inleg gemiddeld een hogere uitkering ontvangen. Bij wet is in de vormgeving van de pensioenregeling herverdeling – afgezien van de effecten van de solidariteitsreserve (zie daarvoor ook hoofdstuk 7) – enkel nog toegestaan wanneer dit nodig is om gelijke aanpassingen van ingegane pensioenen te realiseren. Herverdelingseffecten mogen daarbij alleen optreden tussen de groep pensioengerechtigden (gepensioneerden

en nabestaanden) onderling.⁴ Deze mate van herverdeling is in omvang echter beperkt. Het geheel aan wijzigingen leidt tot een daling van de herverdelende werking van de tweede pijler. De score verandert van + naar 0.

In de derde pijler leidt de harmonisatie van de fiscale ruimte met de tweede pijler tot grotere fiscale gelijkheid tussen werknemers en zelfstandigen, maar verandert er niets aan de mate van herverdeling binnen de pijler zelf. De opbouw blijft strikt individueel en waardeoverdrachten tussen deelnemersgroepen blijven uitgesloten. De score blijft dan ook --.

4.2.3 Collectieve uitvoering

In de eerste pijler verandert er niets aan de inrichting van de uitvoering. De Sociale Verzekeringsbank blijft verantwoordelijk voor de centrale organisatie van de AOW. De wijzigingen in de AOW-leeftijd, RVU-regeling en verlofspaarregeling raken de voorwaarden van toegang, maar niet de administratieve structuur. De score blijft dan ook ++.

Ook in de tweede pijler blijven pensioenuitvoerders verantwoordelijk voor de centrale uitvoering van regelingen, ondanks de verschuiving naar premieregelingen. Hoewel deelnemers over persoonlijke vermogens beschikken, blijft de uitvoering hiervan collectief georganiseerd. In de SPR is sprake van een persoonlijk aandeel in het collectief fondsvermogen, met toedeling van rendement en risico naar het individu; in de FPR is sprake van een individueel pensioenvermogen met aandeel in beleggingsportefeuilles. In beide regelingen blijft het vermogensbeheer echter collectief van aard en vindt differentiatie naar deelnemersgroepen plaats in de administratieve toerekening van resultaten: aan de breed gespreide beleggingsportefeuilles zelf verandert vrijwel niets. De score blijft dan ook +.

In de derde pijler blijft de uitvoering individueel, maar met gecentraliseerde processen van de vele marktpartijen die in deze pijler actief zijn. De invoering van lumpsum en verruiming van fiscale ruimte wijzigen de keuzemogelijkheden voor deelnemers, maar hebben geen impact op de uitvoeringsstructuur. De beoordeling blijft daardoor 0.

4.2.4 Collectieve besluitvorming

De eerste pijler blijft berusten op collectieve politieke besluitvorming. Ook na het pensioenakkoord worden de beleidskeuzes rond de AOW genomen via parlementaire behandeling en vastgelegd in wetgeving. De score blijft ++.

In de tweede pijler verandert het besluitvormingsproces niet wezenlijk. Sociale partners en werkgevers blijven de bepalende rol vervullen bij het vaststellen van de arbeidsvoorwaardelijke afspraken rondom pensioen. Met het oog op de transitie krijgen zij echter wel een verruimd mandaat, namelijk het verzoek tot invaren (de interne collectieve waardeoverdracht). Daar waar sociale partners en werkgevers in de huidige situatie enkel besluiten

⁴ Vgl. artikel 10a lid5 Pensioenwet (Stb. 2023, 216).

nemen over de toekomstige pensioenopbouw van deelnemers, nemen zij nu ook een besluit over het omzetten van pensioenaanspraken en -rechten naar persoonlijke pensioenvermogens. In tegenstelling tot externe collectieve waardeoverdrachten geldt er bovendien geen individueel bezwaarrecht voor deze omzetting. Ook maken sociale partners en werkgevers afspraken over compensatie voor gemiste pensioenopbouw die ontstaat door afschaffing van de doorsneesystematiek. Deze afspraken zijn echter eenmalig van aard; de beoordeling van de tweede pijler verandert dus niet structureel. Wel leidt de overgang naar persoonlijke pensioenvermogens in potentie tot spanning tussen individueel eigendom en collectieve besluitvorming. Vooralsnog blijft de beoordeling +.

In de derde pijler blijft individuele autonomie leidend. De contractuele voorwaarden en keuzemogelijkheden worden eenzijdig vastgesteld door de aanbieder, zonder inspraak of vertegenwoordiging van verzekeringsnemers. Ook toezicht op productvoorwaarden geschiedt niet via gedelegeerd medezeggenschap, maar uitsluitend via markttoezicht en consumentenbescherming. De beoordeling van deze dimensie blijft dan ook --.

4.2.5 Maatwerk

In de eerste pijler neemt de ruimte voor maatwerk toe door de tijdelijke versoepeling van de RVU-regeling en de verruiming van de verlofspaarregeling tot honderd weken, mits opgenomen in cao's. Sociale partners en werkgevers komen overeen of sprake is van fysiek zwaar werk en wie in aanmerking komt voor vervroegde uittreding. Deze vormen van maatwerk blijven collectief gefaciliteerd, maar vergroten de afstemming op persoonlijke omstandigheden. De score stijgt van -- naar -.

In de tweede pijler wordt de ruimte voor maatwerk significant verbeterd door de overstap naar premieregelingen. In de nieuwe contracten is leeftijdsafhankelijke toedeling van rendement en risico het uitgangspunt. Naast onderscheid in leeftijd kunnen beleidsmakers in de toedelingsregels ook differentiëren naar andere deelnemerskenmerken, zoals onderscheid in statussen van actieven, slapers en pensioengerechtigden. Daar waar in de SPR de variabele pensioenuitkering de standaard is, krijgen deelnemers die naar de FPR overstappen de keuze tussen een vast of variabel pensioen. Sociale partners en werkgevers kunnen daarin de keuze maken welk van deze twee uitkeringen de standaardoptie is, passend bij de kenmerken en voorkeuren van hun achterban. Deze extra mogelijkheden tot maatwerk gelden met name voor de overstap vanuit bestaande middelloonregelingen; beschikbare premieregelingen kennen deze mogelijkheden tot maatwerk veelal al. Tot slot bieden de nieuw geïntroduceerde solidariteits- en risicodelingsreserve mogelijkheden om pensioenresultaten van specifieke deelnemersgroepen te sturen. Een veelvoorkomende inzet van deze reserves is om kortingen van ingegane uitkeringen van gepensioneerden en nabestaanden te dempen. De beoordeling stijgt van - naar +.

In de derde pijler neemt de ruimte voor maatwerk verder toe door de verhoging van de premiejaarruimte naar 30 procent van de pensioengrondslag, in lijn met de tweede pijler. Deze fiscale harmonisatie vergroot de keuzeruimte voor zelfstandigen en werknemers met onregelmatige loopbanen. Door deze wijziging zijn deelnemers minder afhankelijk van de voorheen ruimere jaarruimte in de tweede pijler; zij kunnen zodoende eenzelfde pensioen opbouwen in de derde pijler. De score stijgt van + naar ++.

4.2.6 Individuele keuzevrijheid

De eerste pijler blijft gekenmerkt door beperkte individuele keuzevrijheid. De versoepeling van de RVU-regeling en de uitbreiding van de verlofspaarregeling worden collectief vastgelegd in cao's en zijn daarmee strikt genomen geen keuzemogelijkheden op individueel niveau – behalve om er gebruik/geen gebruik van te maken. Omdat de kernstructuur van de AOW ongewijzigd blijft, verandert de score niet. Die blijft op --.

In de tweede pijler neemt de individuele keuzevrijheid voor deelnemers in betekenisvolle mate toe. Naast de keuzemogelijkheden die de nieuwe Wtp-contracten bieden, is een belangrijke beleidsmaatregel in dit kader de Wet bedrag ineens, RVU en verlofsparen. Die geeft deelnemers namelijk de mogelijkheid om bij pensionering tot 10 procent van het opgebouwde pensioenvermogen ineens op te nemen. Deze lumpsumoptie biedt flexibiliteit voor deelnemers die een deel van hun pensioenvermogen willen gebruiken voor persoonlijke bestedingsdoelen.

Daarnaast introduceert het Pensioenakkoord een nieuwe vorm van vrijwillige toetreding tot de tweede pijler voor zelfstandigen. Dit biedt zelfstandigen voor het eerst keuzevrijheid om pensioen op te bouwen binnen het kader van een collectieve regeling in plaats van uitsluitend via de derde pijler. Deze beleidsmaatregelen vergroten de ruimte voor autonome beslissingen, ook al blijft deze keuzevrijheid in veel gevallen ingebed in standaardopties met keuzebegeleiding. De score stijgt van - naar +.

In de derde pijler verandert de bestaande individuele keuzevrijheid slechts beperkt. Net als in de tweede pijler krijgen deelnemers er een keuzemogelijkheid bij in de vorm van een lumpsum bij pensionering. Hiermee kunnen deelnemers hun pensioenvoorziening flexibeler inzetten dan voorheen. Maar omdat dit in aanvulling op bestaande keuzemogelijkheden geen majeure wijziging betreft, blijft de score ++.

5. Samenvatting en conclusie: naar een herijkte balans in de drie pijlers

Het pensioenakkoord van 2019 heeft een omvangrijke herziening van het Nederlandse pensioenstelsel in gang gezet, met als belangrijkste uitkomst de transitie naar twee nieuwe pensioencontracten in de tweede pijler. In dit paper hebben we deze hervorming geanalyseerd langs de assen solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit. De centrale vraag was hoe het akkoord de balans tussen deze waarden wijzigt. Op basis van de integrale analyse kunnen we concluderen dat wat het akkoord heeft beoogd, ook is gerealiseerd, namelijk: de sterke punten van solidariteit en collectiviteit behouden, terwijl nieuwe elementen van flexibiliteit worden geïntroduceerd om het stelsel transparanter, persoonlijker en toekomstbestendiger te maken. De balans verschuift daarmee voorzichtig richting flexibiliteit, maar niet ten koste van het geheel. Solidariteit en collectiviteit blijven fundamentele, zij het in een gemoderniseerde vorm.

5.1 Verschuivende accenten per pijler

Per pijler zien we verschillende accenten. In de eerste pijler (AOW) blijft solidariteit onverminderd sterk – de AOW blijft alle ouderen een basisinkomen bieden, gedragen door de werkenden – en de collectiviteit is maximaal: iedereen neemt verplicht deel en de uitvoering is centraal georganiseerd. Flexibiliteit in de AOW zelf was er niet en blijft beperkt. Wel zorgt de temporisering van de AOW-leeftijd en de RVU voor een collectieve oplossing die de druk iets verlicht voor mensen met een lang of zwaar arbeidsverleden die moeite hebben om gezond door te werken tot de AOW-leeftijd.

De tweede pijler (werknemerspensioen) ondergaat de grootste veranderingen: verplichte collectiviteit en langlevensrisicodeling blijven, maar impliciete solidariteitsmechanismen (zoals de doorsneesystematiek) verdwijnen. Solidariteit wordt explicieter en selectiever ingezet, primair via de geïntroduceerde solidariteits- en risicodelingsreserve. Ook wordt er meer transparantie nagestreefd in wie welke risico's draagt. Collectieve uitvoering en besluitvorming blijven intact – pensioen blijft een arbeidsvoorwaarde die tussen werkgevers en werknemers (bijvoorbeeld op cao-niveau) wordt geregeld en (bij pensioenfondsen) door fondsbesturen namens deelnemers wordt beheerd. Tegelijkertijd neemt de flexibiliteit in de tweede pijler toe: besturen kunnen in hun beleid meer differentiëren tussen deelnemersgroepen binnen het collectief en deelnemers krijgen meer individuele keuzeruimte dan voorheen, zoals de optie van een bedrag ineens en vrijwillige deelname voor zelfstandigen. Dit maakt het stelsel beter passend bij individuele voorkeuren en diverse loopbanen, wat belangrijk is in een moderne arbeidsmarkt.

De derde pijler (individueel pensioen) blijft een essentiële aanvulling voor maatwerk. Aan

de kern van de derde pijler verandert weinig – vrijwilligheid en eigen verantwoordelijkheid blijven centraal staan – maar het beleid eromheen versterkt de pijler aanzienlijk. De harmonisatie van de fiscale jaarruimte tussen tweede en derde pijler maakt het voor zowel werknemers als zelfstandigen mogelijk om op gelijke voet aanvullend pensioen op te bouwen. Dit verkleint de kloof tussen arbeidsvormen en vergroot de toegankelijkheid van de derde pijler als volwaardig alternatief. Daarmee blijft de derde pijler niet alleen een flexibele aanvulling voor wie meer of anders wil dan collectieve regelingen bieden, maar ontwikkelt deze zich tevens tot een belangrijk instrument voor pensioenopbouw in situaties waarin aansluiting bij de tweede pijler ontbreekt of ontoereikend is.

In deze herijkte inrichting van het pensioenstelsel zorgen de drie pijlers in samenhang voor een gebalanceerd en completer geheel, waarin verschillende waarden tot hun recht komen. De onderlinge complementariteit is versterkt:

- De eerste pijler blijft het collectieve fundament met brede risicodeling en inkomenszekerheid op nationaal niveau.
- De tweede pijler organiseert aanvullende pensioenopbouw binnen een collectief kader, met ruimte voor persoonlijke differentiatie en explicietere keuzes over de gewenste mate van solidariteit.
- De derde pijler biedt maximale individuele vrijheid om pensioen op te bouwen, afgestemd op persoonlijke voorkeuren.

Hierdoor vervaagt de scherpe grens tussen collectieve en individuele pensioenopbouw en ontstaat een samenhangend geheel waarin solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit elkaar aanvullen.

5.2 Vooruitblik: opgaven voor de toekomst

Met het pensioenakkoord zijn belangrijke stappen gezet, maar het is niet uitgesloten dat verdere maatregelen nodig zijn om blijvend aan te sluiten bij de maatschappelijke en economische ontwikkelingen. In de tweede pijler kan de collectieve besluitvorming door sociale partners onder druk komen te staan door dalende vakbondsledenaantallen en een afnemende organisatiegraad, die inmiddels is gedaald tot zo'n 16 procent (CBS, 2025a). Deze ontwikkeling krijgt extra gewicht in de context van de transitie naar premieregelingen, waarin deelnemers individuele pensioenvermogens opbouwen. Juist daar wordt de spanning zichtbaar tussen gepercipieerd persoonlijk eigendom en collectieve besluitvorming via cao-tafels en fondsbesturen. Deze spanning kan aanleiding geven tot reflectie op de legitimiteit en inrichting van het governance-model binnen pensioenfondsen. Tegen deze achtergrond is het des te relevanter om te bezien hoe de solidariteit binnen de tweede pijler duurzaam vorm kan krijgen via de beschikbare instrumenten in de nieuwe pensioencontracten. Er is ruimte om de solidariteits- en risicodelingsreserve in de SPR en FPR breder in te zetten

dan nu veelal de praktijk is. We zien vele pensioenfondsen de keuze maken voor een solidariteitsreserve van kleine omvang, specifiek gericht op het dempen van verlagingen van ingegane pensioenuitkeringen; een vorm van eenzijdige solidariteit van jong naar oud – terwijl deze reserves ook benut kunnen worden voor bredere intergenerationele risicodeling.

De tweede en derde pijler blijven vooralsnog duidelijk van elkaar gescheiden, maar maatschappelijke ontwikkelingen kunnen deze scheidslijn in de toekomst doen vervagen. Premie-inleg in de tweede pijler is verplicht, wat de derde pijler voor werknemers veelal tot een pijler voor enkel bijsparen maakt. Het huidige onderscheid tussen verplicht tweedepijlerpensioen en vrijwillig derdepijlersparen sluit niet altijd aan bij de wensen van deelnemers, zeker wanneer zij te maken hebben met inkomensschommelingen of tijdelijke arbeidssituaties die gewoon zijn geworden in de moderne arbeidsmarkt. Ook dwarsverbanden tussen pensioen en wonen zijn hier relevant. Nu moeten veel jongeren pensioen opbouwen terwijl ze tegelijkertijd een hypotheek moeten aflossen. Een doorontwikkeling op dit vlak zou kunnen bestaan uit een meer flexibele premie-inleg over de pijlers heen, waarbij deelnemers binnen één samenhangend kader keuzes maken over hun totale pensioeninleg. Dit vereist dat deelnemers (voor een gedeelte) de beschikking over hun tweedepijlerpremie krijgen. Deze toename in flexibiliteit kan de welvaart vergroten doordat deelnemers het pensioen beter op hun persoonlijke situatie kunnen afstemmen. Een te verstrekkende flexibiliteit kan echter ook aanleiding geven tot strategisch gedrag en zo de solidariteit van het pensioenstelsel ondermijnen (Folmer e.a., 2018).

Voor zelfstandigen is de kloof tussen de tweede en derde pijler nog altijd groot. De experimenteerbepaling die het mogelijk maakt dat zij vrijwillig toetreden tot tweedepijlerregelingen is beleidsmatig een belangrijke stap, maar de reikwijdte van deze experimenten blijft beperkt. De deelname onder zelfstandigen blijft laag en het risico bestaat dat deze beleidslijn strandt zonder resultaat. Daarmee blijven zelfstandigen in de praktijk aangewezen op de derde pijler, waar zij weliswaar profiteren van maximale flexibiliteit, maar grotendeels buiten bereik blijven van de voordelen van solidariteit en collectiviteit in de tweede pijler. Bovendien leidt de vrijblijvendheid van de derde pijler in veel gevallen tot ondersparen. In het beleidsdebat wordt daarom steeds vaker de invoering van een pensioenplicht voor werkenden, waaronder zelfstandigen, overwogen. Een zekere mate van verplichte pensioenopbouw voor alle werkenden kan bijdragen aan een gelijk speelveld op de arbeidsmarkt, ondersparen tegengaan en voorkomen dat de maatschappelijke kosten van onvoldoende pensioenopbouw op de collectieve voorzieningen drukken (Van Ewijk e.a., 2024).

Ook de eerste pijler staat voor structurele uitdagingen. De betaalbaarheid van de AOW komt onder toenemende druk te staan door demografische trends als vergrijzing. Al sinds 2001 zijn de AOW-premies niet meer toereikend om de AOW-uitkeringen te dekken en in 2024 was voor het eerst meer dan de helft van de uitkeringen gefinancierd uit belastinggeld

(CBS, 2025b). Beleidsvoorstellen om de AOW op termijn aan te passen zullen onvermijdelijk leiden tot nieuwe herverdelingseffecten tussen inkomensgroepen en generaties.

Ten slotte vraagt een toekomstbestendig pensioenstelsel ook om financiële informatie en advies over de pijlers heen. Nu alle elementen voor een goede oudedagsvoorziening in potentie aanwezig zijn, verschuift de uitdaging naar coördinatie en afstemming. Financieel advies zal meer dan voorheen rekening moeten houden met het totaalbeeld van inkomen, vermogen en schulden, ook buiten de drie pijlers. Daarbij kunnen pensioenuitvoerders – zeker binnen de tweede en derde pijler – vanuit een *know your client*-benadering maatwerk bieden en deelnemers helpen om onder- of oversparen te voorkomen. Zo ontstaat een samenhangende benadering van pensioenopbouw die beter aansluit op de voorkeuren van het individu, zonder de solidaire en collectieve karakteristieken van het stelsel uit het oog te verliezen.

Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten. (2025). *Sector in beeld Pensioenen 2025*. AFM.
- Biesenbeek, C., De Boer, K., Van Ewijk, C., Van Ewijk, J., Van Gooswilligen, M., Kappelle, H., Lutjens, E., Mertens, M., Muns, S., Van der Schaft, H., & Van Soest, A. (2022). *Werkenden met tekortschietend pensioen: oplossingsroutes voor de witte en grijze vlek en de pensioenopbouw van zelfstandigen* (Netspar Occasional Paper 05/2022). Netspar.
- Bonenkamp, J., Frehen, L., & De Haan, J. (2016). *Een ALM analyse van de meerwaarde van intergenerationele risicodeling* (Netspar Occasional Paper 03/2016). Netspar.
- Bonenkamp, J. & Ter Rele, H. (2013). Herverdeling door pensioenregelingen: een integrale analyse van de AOW en de aanvullende pensioenen. *TPEdigitaal*, 7(1), 51-65.
- Centraal Bureau voor de Statistiek. (2025a). *Leden van vakverenigingen; geslacht en leeftijd. Organisatiegraad werknemers; bedrijfstak en vestigingsgrootte*. Geraadpleegd van <https://opendata.cbs.nl>
- Centraal Bureau voor de Statistiek. (2025b). *AOW voor het eerst meer dan de helft bekostigd uit belastinggeld*. Geraadpleegd van <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2025/29/aow-voor-het-eerst-meer-dan-de-helft-bekostigd-uit-belastinggeld>
- Folmer, K., Lever, M., Ponds, E., Starink, B. & Westerhout, E. (2018). *Effecten van meer keuzevrijheid bij pensioenuitkering* (Netspar Design Paper 105). Netspar.
- Knoef, M., Potter van Loon, R., Turlings, M., Van Toorn, M., Weehuizen, F., Dees, B. & Goossens, J. (2022). *Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer?* (Netspar Design Paper 202). Netspar.
- Koolmees, W. (2019, 5 juni), *Toekomst pensioenstelsel* [Kamerbrief]. Geraadpleegd van https://www.eerstekamer.nl/behandeling/20190605/brief_regering_principeakkoord
- Linde, J., & Rohde, I. (2022). *Stapelen van keuzes; interacties in keuzearchitectuur en tussen tijd en risico* (Netspar Design Paper 198). Netspar.
- Mehlkopf, R., Van Ewijk, C., Van den Bleeken, S., & Hoet, C. (2017). *De waarde van maatwerk in pensioenen* (Netspar Brief 8). Netspar.
- Mehlkopf, R., & Van Bilsen, S. (2020). *Renterisico, lifecycle en pensioencontract* (Netspar Brief 19). Netspar.
- Mercer (2024), *Mercer CFA Institute Global Pension Index 2024*. Geraadpleegd van <https://rpc.cfainstitute.org/sites/default/files/-/media/documents/article/industry-research/mercercfa-global-pension-index-2024.pdf>
- Muns, S., Nijman, T., & Werker, B. (2026). *Uitkeringen en kosten van partnerpensioen met restitutie* (Netspar Industry Paper 2026-04). Netspar.
- Muns, S., & Van Vuuren, D. (2021). De AOW nivelleert sterk doordat vooral hoge inkomens haar financieren. *ESB*, 106, 153-155.
- OECD. (2022). *Net pension replacement rates – Men, % of pre-retirement earnings, 2022*. Geraadpleegd van <https://www.oecd.org/en/data/indicators/net-pension-replacement-rates.html>
- Sociaal-Economische Raad. (2019). *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER.
- Steenbeek, O., Arts, J., Nijman, T., Ponds, E., Potter van Loon, R., & Den Toom, R. (2025). *Collectiviteit, risicodeling en solidariteit in de Wtp* (Netspar Industry Paper 2025-30). Netspar.
- Stichting van de Arbeid. (2020). *Advies nabestaandenpensioen: advies voor een beter nabestaandenpensioen*. StvdA.
- Van der Lecq, F., & De Haan, J. (2015). Keuzevrijheid en maatwerk in pensioenen. *ESB*, 100, 13-16.
- Van Ewijk, C., Lutjens, E., Ponds, E. & Starink, B. (2024). *Pensioen voor alle werkenden* (Netspar Design Paper 249). Netspar.

Hoofdstuk 3

Inzicht in transitie-effecten voor een evenwichtige belangenafweging

Damiaan H.J. Chen
Rover J. Samwel

Inhoudsopgave

Samenvatting	85
1. Introductie	86
2. Evenwichtige belangenafweging	90
3. Vormgeving transitie	92
4. Kwantitatieve impact voor evenwichtigheid	96
5. Slotwoord: evenwichtige belangenafweging	106
Bronnen	107

Te citeren als:

Chen, D. H.J. & Samwel, R.J. (2026). *Hst.3: Inzicht in transitie-effecten voor een evenwichtige belangenafweging*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland* (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Damiaan H.J. Chen – Universiteit van Amsterdam, DNB, Netspar
Rover J. Samwel – DNB

Samenvatting

Damiaan H.J. Chen en Rover J. Samwel¹

Pensioenfondsen hebben hun pensioenregeling opnieuw ingericht. In dit hoofdstuk behandelen we de vraag hoe de overstap van de oude naar de nieuwe regeling wordt vormgegeven. Bij de Nederlandse pensioenhervorming is gekozen voor het *invaren* van pensioenaanspraken; pensioenaanspraken van het oude pensioenstelsel worden omgezet naar pensioenvermogens in het nieuwe pensioenstelsel. Een voorwaarde van het invaren is dat het pensioenfonds voorkomt dat invaren voor deelnemers tot onevenwichtig nadeel leidt. Er zijn twee wettelijke maatstaven vereist om de transitie te kwantificeren en te beoordelen op evenwichtigheid. In dit hoofdstuk bespreken we zowel de overwegingen bij de transitie als de factoren die de transitie-effecten beïnvloeden.

Kernpunten

- Het pensioenstelsel in Nederland gaat door een unieke transitie. Het gaat om relatief veel vermogen en om een omzetting van pensioenaanspraken naar pensioenvermogen – het invaren.
- Het invaren van pensioenaanspraken biedt verschillende mogelijkheden. De buffer uit het huidige stelsel kan enerzijds worden gebruikt om het nieuwe stelsel vanaf de start ook van een gevulde buffer te voorzien en anderzijds om groepen in de transitie te compenseren voor onevenwichtig nadeel door de overgang naar het nieuwe stelsel.
- Evenwichtigheid moet onder andere worden beoordeeld aan de hand van de twee wettelijke maatstaven: nettoprofit en pensioenverwachtingen (in drie scenario's).
- De transitie-effecten worden beïnvloed door *exogene* factoren, zoals de economische omstandigheden en *endogene* factoren, zoals de verschillende instrumenten die het pensioenfondsbestuur ter beschikking heeft om de transitie vorm te geven.

¹ We hebben dankbaar gebruikgemaakt van nuttige feedback van de Netspar Editorial Board en de nuttige commentaren van Eduard Ponds, René Rollingswier, Sebastiaan Bye en Laura Gerritse.

1. Introductie

1.1 Huidige en nieuwe tweede pijler

In het oude pensioenstelsel (FTK) bouwen deelnemers *defined benefit* (DB) pensioenaanspraken op die tot een voorwaardelijke nominale uitkering leiden vanaf pensioenleeftijd tot het moment van overlijden. Het voorwaardelijke karakter zit hem in het feit dat de aanspraken nog verhoogd (indexatie) of verlaagd (korting) kunnen worden. De boekwaarde van de pensioenvoorziening wordt bepaald door de nominale uitkeringen te verdisconteren met behulp van de rentetermijnstructuur en sterftegrondslagen.²

In het nieuwe pensioenstelsel (Wet toekomst pensioenen) bouwen deelnemers een individueel pensioenvermogen op via een premieregeling (*defined contribution*; DC). Pensioenfondsen en verzekeraars voeren een Solidaire Premieregeling (SPR) of een Flexibele Premieregeling (FPR) uit. In de SPR staat solidariteit centraal via een verplichte solidariteitsreserve, waarin wettelijk is vastgelegd dat iedereen meedeelt in de kosten en de baten. In de FPR kan met een risicodelingsreserve ook risico worden gedeeld; het voornaamste verschil is dat deelnemers van de FPR keuzes kunnen maken binnen hun pensioenopbouw, zoals het kiezen van een beleggingsprofiel of het uitkeringsprofiel (vast of variabel). In de SPR wordt het pensioenvermogen op pensioenleeftijd een variabele annuïteit waaruit uitkeringen worden onttrokken voor de deelnemer tot het moment van overlijden. In de FPR betreft het een vastgestelde of variabele annuïteit. De sterfteresultaten en vooral de beleggingsresultaten kunnen zorgen voor opwaartse en neerwaartse aanpassingen in het vermogen die doorwerken in de hoogte van de uitkering.

De transitie naar het nieuwe stelsel is bijzonder omdat het om veel vermogen gaat. Het totale vermogen van de pensioenfondsen was circa 1.700 miljard euro per eind 2024³, vlak voor het moment dat de eerste pensioenfondsen zijn ingevaren begin 2025.

Voordat we ingaan op de belangrijkste voorwaarden van invaren, plaatsen we de Nederlandse pensioenhervorming in perspectief. We beschouwen op welke manieren kan worden omgegaan met de bestaande pensioenaanspraken.

1.2 Pensioenaanspraken worden ingevaren

Van Popta & Steenbeek (2021) vergelijken pensioenhervormingen uit verschillende landen en identificeren twee manieren om een stelsel met defined benefit-pensioenaanspraken (DB) te beëindigen. Ten eerste is er een zachte bevriezing, waarbij het fonds wordt gesloten voor nieuwe toetreders, maar bestaande deelnemers aanspraken blijven opbouwen. Ten tweede

² Zie Chen & Beetsma (2015) voor een uitgebreidere beschrijving van het Nederlandse driepijlerpensioenstelsel.

³ Bron: Data DNB | De Nederlandsche Bank.

is er een harde bevrozing, waarbij het pensioencontract voor nieuwe én bestaande deelnemers wordt gesloten.

Binnen de harde bevrozing bestaan ook weer twee varianten: wel invaren en niet invaren. Bij *invaren* worden de oude rechten omgezet naar rechten in het nieuwe pensioenstelsel. Bij *niet invaren* wordt het oude stelsel als het ware stopgezet en begint het nieuwe stelsel met een schone lei. Dit impliceert dat er twee stelsels tegelijk worden aangehouden, totdat de verplichtingen uit het oude stelsel zijn uitgewerkt, aangezien de toekomstige opbouw uitsluitend in het nieuwe stelsel plaatsvindt. In Nederland is invaren voor pensioenfondsen de wettelijke *default*, maar pensioenfondsen mogen ervoor kiezen om niet in te varen.

Er zijn meerdere landen die – net als Nederland – hun pensioenstelsel hebben hervormd en daarbij bestaande pensioenaanspraken hebben omgezet (of ingevaren) in een nieuw systeem.

In Letland, Italië en Zweden is het pensioenstelsel omgezet naar een Notional Defined Contribution-systeem (NDC). Bestaande rechten zijn (gedeeltelijk) omgerekend naar het nieuwe systeem. Het betreft echter geen belegd vermogen (i.e. kapitaaldekking), maar geadministreerde rechten volgens een omslagfinanciering (Holzmann et al. (2003); OECD (2025)).

In 1999 voerde Polen een driepijlerpensioenstelsel in, met een verplichte tweede pijler van kapitaalgedekte individuele pensioenen. In 2014 werd een groot deel van deze tweede pijler genationaliseerd. Bestaande rechten werden deels overgedragen naar de nieuwe fondsen (Drygas, P. (2025)).

De meest vergelijkbare hervorming waarbij ook is gekozen voor invaren, vond plaats in Denemarken (Van Popta & Steenbeek (2021)). Daar hebben enkele grote bedrijfstakpensioenfondsen (geschat op enkele tientallen miljarden euro's beheerd vermogen) rond 2017 hun nominale uitkeringsregelingen (DB) collectief omgezet naar meer kapitaalgedekte regelingen met beleggingsrisico (Andersen, T.M. (2022)). Dit betrof verplichte collectieve omzettingen. Net als Nederland kent Denemarken een pensioenstelsel met collectieve uitvoering via kapitaalgedekte pensioenfondsen, vaak verplicht voor bepaalde beroepsgroepen (Ghio, M. (2021)).

Er zijn dus internationale voorbeelden van pensioenhervormingen waarbij oude rechten worden ingevaren. Toch is de situatie in Nederland bijzonder en wel om twee redenen. Ten eerste betreft het een omzetting van pensioenaanspraken naar pensioenvermogen. Hiervoor zijn rekenregels nodig. Alleen in Denemarken heeft een soortgelijke hervorming plaatsgevonden. Ten tweede gaat het om een omzetting van relatief veel vermogen (circa 1.700 miljard euro beheerd vermogen ultimo 2024) ten opzichte van eerdere vergelijkbare omzettingen (enkele tientallen miljarden in Denemarken).

Het invaren van pensioenaanspraken biedt verschillende mogelijkheden. Omdat het *volledige* collectieve pensioenvermogen uit de huidige pensioenovereenkomst (inclusief buffer) wordt omgezet naar persoonlijke pensioenvermogens in de gewijzigde pensioenover-

eenkomst, kunnen fondsbesturen instrumenten inzetten om de transitie *evenwichtig* vorm te geven. De afschaffing van de doorsneesystematiek leidt bijvoorbeeld tot gemiste pensioenopbouw van actieven (Chen & Van Wijnbergen, 2020); pensioenfondsen moeten een keuze maken om hier al dan niet voor te compenseren. Pensioenfondsen kunnen onder andere tot een bepaalde grens vermogen aan specifieke groepen toebedelen om hun doelstellingen te bereiken en ze kunnen compenseren voor de afschaffing van de doorsneesystematiek, rekening houdend met de fondsdemografie en de marktomstandigheden. Als een fonds niet invaart, heeft het niet de mogelijkheid om een deel van het collectieve vermogen gericht in te zetten om deze gemiste pensioenopbouw te compenseren.⁴ Dit verklaart waarom in Nederland de default in de wet- en regelgeving is opgenomen om de oude rechten in te varen naar het nieuwe stelsel, met het doel om de transitie evenwichtig te kunnen vormgeven en eventueel om ook in het nieuwe stelsel gebruik te kunnen maken van de buffers die in het oude stelsel reeds zijn opgebouwd. Daarnaast is het uitvoeringstechnisch eenvoudiger en minder kostbaar om met één administratiesysteem te werken.

1.3 Het beoordelen van transitie-effecten

Het pensioenfonds beoordeelt de evenwichtigheid van de transitie aan de hand van transitie-effecten. Dit is een vergelijking tussen de oude en de nieuwe regeling. Bij de berekening van de transitie-effecten zou een *retrospectieve* of een *prospectieve* methodiek gevolgd kunnen worden:

- a. Retrospectief: er wordt berekend hoeveel er in het verleden is ingelegd aan premie en aan rendement behaald zou worden, maar niet is ontvangen of toegeschreven. Deze benadering komt neer op het vergoeden op basis van werkelijk misgelopen rendement, wat de vraag oproept hoe dat rendement bepaald moet worden.
- b. Prospectief: er wordt theoretisch berekend hoeveel impliciete winst of schuld in de toekomst wordt opgebouwd, gegeven aannames over marktomstandigheden, demografie en beleggingsbeleid en de inrichting van het nieuwe pensioencontract.

Er zijn veel complicaties die wel bij de retrospectieve en niet of in mindere mate bij de prospectieve methodiek spelen. Ten eerste is het de vraag of eerdere wijzigingen in het pensioenstelsel, zoals afschaffing van de VUT-regeling, verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd en de overstap van eind- naar middelloonregeling, daarin ex post meegenomen moeten worden. De effecten van deze eerdere wijzigingen zijn vaak niet inzichtelijk gemaakt of vereffend. Bovendien is het niet eenduidig om een horizon te kiezen waarover je zou terugkijken. Ten tweede spelen er praktische overwegingen, zoals toerekening van

⁴ In sectie 4 lichten we uitgebreider toe wat de afschaffing van de doorsneesystematiek is en wat de kwantitatieve effecten zijn van het compenseren.

beleggingsrendement, datatechnische en andere praktische complicaties. Systemen zijn niet zo georganiseerd dat deze calculaties op individueel niveau uitgerekend kunnen worden. Individuele rechten worden wel bijgehouden, maar er is geen *backlog* van de individuele betalingen die daaraan ten grondslag liggen. Bovendien zijn er geen gegevens van mensen die vrijwillig of onvrijwillig het fonds hebben verlaten of gegevens over tijdelijke baanonderbrekingen. Bovenstaande afwegingen hebben ertoe geleid dat in de wet is vastgelegd dat fondsen bij de berekening van de wettelijke maatstaven een prospectieve methodiek moeten hanteren.

In sectie 2 gaan we in op de manier waarop invulling wordt gegeven aan de prospectieve benadering. In sectie 3 bespreken we de verschillende instrumenten die pensioenfondsen kunnen inzetten om de transitie vorm te geven (de endogene factoren). Vervolgens kwantificeren we in sectie 4 een aantal exogene factoren en endogene factoren die van invloed zijn op de transitie-effecten. In sectie 5 bespreken we de conclusies.

2. Evenwichtige belangenafweging

2.1 Integrale evenwichtigheidsbeoordeling

Het wettelijke uitgangspunt is dat bij de transitie alle deelnemers zich evenwichtig vertegenwoordigd kunnen voelen en geen deelnemer een onevenwichtig nadeel ondervindt. Aangezien de belangen van deelnemers(groepen) kunnen conflicteren, is het essentieel dat een pensioenfonds een transparant kader heeft voor hoe het de verschillende belangen weegt en waarom het op een bepaalde manier invulling geeft aan de transitie. Het pensioenfonds geeft invulling aan deze zogenoemde evenwichtige belangenafweging door het samenstel van doelstellingen, maatstaven, bandbreedtes en voorrangregels. In deze paragraaf lichten we enkel toe aan welke wettelijke voorwaarden de onderbouwing van de evenwichtigheid moet voldoen. Het fonds definieert zelf wat het verstaat onder evenwichtigheid.

Sociale partners en het pensioenfonds leggen vast welke doelstellingen zij van belang vinden voor een evenwichtige transitie. Deze doelstellingen geven aan wat sociale partners en het pensioenfonds ex ante beogen bij de transitie. Aan elke doelstelling wordt een kwantitatieve maatstaf gekoppeld. Er zijn twee wettelijk verplichte maatstaven die aan ten minste één doelstelling gekoppeld moeten worden. Dit betreft de verwachte pensioenuitkeringen van alle deelnemers⁵ (maatstaf pensioenverwachting in een pessimistisch, mediaan en optimistisch scenario) en de mate van herverdeling tussen generaties (maatstaf nettoprofit⁶). Nettoprofit is het verschil tussen de marktwaarde van de uitkeringen en de marktwaarde van de toekomstige premie-inleg, gebaseerd op een risiconeutrale waardering. Het netto-profit⁷effect is het verschil tussen het nettoprofit in het nieuwe contract en het nettoprofit in het oude contract. Beide maatstaven vergelijken met een prospectieve scenarioberekening de uitkeringen die volgen uit de gewijzigde pensioenovereenkomst met uitkeringen die volgen uit de oude pensioenovereenkomst. Daarnaast kunnen nog andere maatstaven worden gehanteerd, zolang die, net als de wettelijke maatstaven, ook de financiële risico's voldoende meewegen.⁷

Het pensioenfonds bepaalt zelf hoe de uitkomsten van de verschillende maatstaven worden afgewogen en bij welke uitkomsten er sprake is van een evenwichtige transitie. Hierbij maakt het pensioenfonds voor iedere maatstaf gebruik van bandbreedtes waarbinnen de kwantitatieve uitkomsten aanvaardbaar zijn voor het behalen van de transitiedoelstellingen. De bandbreedte bij nettoprofit definieert welke mate van herverdeling

⁵ Dit wordt uitgedrukt in een 5e, 50e en 95e percentiel.

⁶ In sommige gevallen wordt er gekeken naar brutoprofit; dit indien de overgang het karakter heeft van premieovereenkomst naar premieovereenkomst (artikel 150e, lid 3 Pensioenwet).

⁷ In aanloop naar de transitie kan het fonds ook al keuzes hebben gemaakt die het fonds op transitiedatum dient mee te wegen. Voorbeelden daarvan zijn het gebruik van het transitie-FTK en de indexatie-AMvB, waarbij fondsen versoepelde kortings- of indexatieregels kunnen toepassen met het oog op de transitie.

maximaal aanvaardbaar is. De bandbreedte bij pensioenverwachtingen definieert welke achteruitgang (en vooruitgang) in pensioenperspectief in een pessimistisch scenario, een verwacht scenario en een optimistisch scenario aanvaardbaar is.

Ten slotte geven de voorrangsregels aan welke doelstellingen meer gewicht moeten krijgen en tot welke mate hierop ingeleverd zou mogen worden. Een doelstelling met hoge prioriteit heeft bijvoorbeeld maatstaven met een nauwere bandbreedte dan een doelstelling met lage prioriteit. Het is goed denkbaar dat een fonds bij de vormgeving van de transitie verschillende varianten verkent om aan te sluiten bij de doelstellingen.

2.2 Complete besluitvorming

De onderbouwing van evenwichtigheid is dus zowel kwalitatief (via de doelstellingen) als kwantitatief (via de maatstaven en bandbreedtes) van aard. Om ervoor te zorgen dat alle deelnemers zich evenwichtig vertegenwoordigd kunnen voelen, ziet het totaal van de doelstellingen op alle generaties of andere deelnemersgroepen. Dit vergt dat doelstellingen en maatstaven rekening houden met zowel de korte als de lange termijn.

Bovendien is de transitie niet enkel voor de huidige economische omstandigheden onderbouwd, maar dient het evenwichtigheidsbesluit robuust te zijn voor veranderende economische omstandigheden; de financieel-economische omstandigheden kunnen tussen het besluit over de transitie en het daadwerkelijke invaarmoment namelijk nog veranderen. Zo kan het voorkomen dat in de maanden voorafgaand aan de transitie de rente en de dekkingsgraad van het pensioenfonds dusdanig is opgeschoven dat de transitie-effecten niet langer passen binnen de doelstellingen ten aanzien van evenwichtigheid. Het is daarom van belang dat hiermee rekening wordt gehouden en, voor zover mogelijk, om over dergelijke omstandigheden besluiten te nemen.

Deze zogenaamde *complete besluitvorming* borgt dat de transitiedoelstellingen in uiteenlopende economische scenario's worden behaald. Dit vergt een flexibele inrichting van de transitie en vooraf gemaakte inhoudelijke afspraken waarop het pensioenfonds kan terugvallen, alsook eventuele procedurele afspraken om in die situatie tot nadere besluitvorming te komen. In de volgende sectie lichten we het beschikbare instrumentarium voor het vormgeven van de transitie in meer detail toe.

3. Vormgeving transitie

Er zijn twee methodes om pensioenaanspraken en -rechten bij het invaren om te zetten naar vermogens: 1) de standaardmethode en 2) de *value based* ALM-methode (vba-methode; ALM staat voor Asset Liability Management). Binnen de toegepaste omrekenmethode heeft het fonds verschillende instrumenten ter beschikking om de transitie verder vorm te geven. In deze sectie bespreken we de twee omrekenmethodes die gebruikt kunnen worden bij de vormgeving van de transitie en de instrumenten die het fonds ter beschikking heeft. Deze instrumenten beschouwen we als de endogene factoren, omdat het pensioenfonds hierover zelf zeggenschap heeft bij de vormgeving van de transitie.

3.1 Twee omrekenmethodes

De standaardmethode is de default methode om het collectieve vermogen om te zetten naar individuele pensioenvermogens in het nieuwe contract. Binnen de standaardmethode staat de zogenaamde standaardregel centraal. De exacte uitwerking staat beschreven in Werker et al. (2019). Samengevat komt het erop neer dat de tekorten of overschotten die aanwezig zijn in het pensioenfonds over de aanspraken worden verdeeld en vervolgens worden omgezet in een persoonlijk vermogen. De *spreidingstermijn* houdt hierbij rekening met het feit dat verhogingen en verlagingen gespreid door de tijd doorgevoerd zouden worden: aanspraken met een zeer korte looptijd worden in mindere mate aangepast als gevolg van de aanwezige tekorten of buffers. De default spreidingstermijn is tien jaar; deze termijn sluit aan bij de verhoog- en verlaagregels van het FTK (Werker et al., 2019). Pensioenfondsen mogen hier echter van afwijken als dit bijdraagt aan een evenwichtigere transitie (zie sectie 3.2 over de beschikbare instrumenten).

Een pensioenfonds kan ook gebruikmaken van de value based ALM-methode (vba-methode).⁸ Het uitgangspunt van de vba-methode is dat de marktwaarde van de opgebouwde pensioenaanspraken ná invaren minimaal gelijk is aan de marktwaarde van de opgebouwde pensioenaanspraken vóór invaren. Het resterende vermogen wordt het onverdeelde vermogen genoemd (zie box 1), wat het fonds gericht kan toedelen om de transitie evenwichtig vorm te geven. Het fonds kan deze methode gebruiken om in de omrekening van het vermogen aan te sluiten bij de doorwerking van het FTK, zoals indexatieachterstanden, toeslag- en kortingenbeleid en de doorsneesystematiek.

DNB (2022) toont verschillende voorbeelden van de transitie-effecten op basis van de standaardmethode en de vba-methode.

⁸ Vba is onder meer ontwikkeld door Hoevenaars en Ponds (2008) door marktwaardering toe te passen op een reëel bestaand pensioenfonds om daarmee intergenerationele waardetransfers inzichtelijk te maken.

Box 1: zero sum-conditie en het onverdeelde vermogen

De zero sum-conditie is een economisch concept dat vaak gebruikt wordt bij verdelingsvraagstukken. Binnen een gesloten systeem is de winst van de één gelijk aan het verlies van de ander. Met andere woorden: de som van alle veranderingen is gelijk aan nul in termen van marktwaarde.

De Nederlandse pensioentransitie is ook een verdelingsvraagstuk. Het totale pensioenvermogen vlak voor en vlak na het transitiemoment blijft in principe gelijk. Als bepaalde groepen voordeel halen uit de transitie, dan zullen andere groepen nadeel ondervinden. De waardeveranderingen binnen het collectief tellen op tot nul. Dit vergt wel dat rekening gehouden wordt met alle generaties – met de huidige én met de toekomstige; toekomstige generaties kunnen immers ook profiteren van de buffer die door huidige generaties is aangelegd.

Als enkel de huidige generaties worden beschouwd, dan tellen de waardeveranderingen van deelnemersgroepen niet altijd op tot nul. Dat komt omdat tekorten en overschotten via de buffer resulteren in herverdeling tussen huidige én toekomstige generaties. Als de waarde van de buffer in het oude stelsel hoger is dan de waarde van de buffer in het nieuwe stelsel, dan is er sprake van een positief 'onverdeeld vermogen'; de waardeveranderingen van alle huidige generaties tellen niet op tot nul, maar een positief eurobedrag. De vba-methode deelt dit zogenaamde onverdeelde vermogen gericht toe aan de persoonlijke vermogens om de transitie evenwichtig vorm te geven. In dit geval kunnen toekomstige generaties nadeel ondervinden van de transitie. Dit is overigens ook het geval bij de standaardmethode, aangezien ook daarbij het collectieve vermogen volledig wordt verdeeld.

3.2 Beschikbare instrumenten

Het fonds heeft verschillende instrumenten ter beschikking om de vermogensverdeling vorm te geven. Ten eerste kan het fonds vooraf vermogen apart zetten voor de initiële vulling van de solidariteitsreserve of risicodelingsreserve. Dit gaat ten koste van de vulling van persoonlijke pensioenvermogens, maar is mogelijk toch gunstig voor generaties die hierdoor de reserve minder hoeven te vullen, omdat de reserve eerder het maximum bereikt.

Ten tweede kan het fonds vermogen apart zetten voor compensatie voor de afschaffing van de doorsneesystematiek. Deze afschaffing zorgt er immers voor dat de meeste huidige actieve deelnemers toekomstige pensioenopbouw missen. In sectie 4.1 gaan we hier in meer detail op in.

Ten derde is er de mogelijkheid om af te wijken van de uitkomsten van de standaardregel. Deze ruimte om af te wijken is tweeledig. Een fonds kan afwijken van de spreidingstermijn van tien jaar indien een spreidingstermijn van tien jaar leidt tot onevenwichtiger nadeel en om beter aan te sluiten bij de populatie van het fonds⁹; bij een kortere spreidingstermijn gaat een groter deel van het overschot naar de gepensioneerden en bij een langere spreidingstermijn gaat er meer naar de jongeren (zie ook Werker et al. (2019), p.8). Daarnaast kan het fonds afwijken van de standaardregel door binnen bepaalde grenzen te schuiven tussen de persoonlijke pensioenvermogens. Zo kan een fonds op ongewenste effecten bijsturen om haar doelstellingen te bereiken en kan een fonds – net als bij de vba-methode – nauwkeuriger aansluiten bij de doorwerking van het FTK.

⁹ Verhoog- en verlaagregels in het FTK kunnen afhangen van fondsspecifieke kenmerken. Mogelijk sluit daarom een andere spreidingstermijn dan tien jaar beter aan bij een vergrijsd deelnemersbestand. In herstelplannen kunnen vergrijsde fondsen immers onderbouwd een kortere hersteltermijn hanteren (zie ook Q&A over onderbouwing spreidingstermijn standaardregel | De Nederlandsche Bank).

Merk op dat het fonds bij toepassing van de vba-methode keuzes maakt om het onverdeelde vermogen gericht toe te delen om de transitie evenwichtig vorm te geven. Dit is inherent onderdeel van het gebruik van de vba-methode.

3.3 Varianten om de transitie vorm te geven

Om een beeld te krijgen van de verschillende manieren om de transitie vorm te geven, onderscheiden we in deze sectie drie varianten. Deze beoordelen we aan de hand van kwalitatieve criteria, te weten: de mate van uitvoerbaarheid van de methode en de mate van uitlegbaarheid van de uitkomsten.¹⁰

Variant 1: de simpele standaardmethode

De eerste variant is de standaardmethode in de meest simpele vorm. Dit houdt in dat enkel de standaardregel wordt toegepast met de default spreidingstermijn van tien jaar, geen vermogen wordt afgezonderd voor compensatie of vulling van de reserve en geen verschuiving plaatsvindt tussen de persoonlijke pensioenvermogens.

Variant 2: de uitgebreide standaardmethode

Bij de uitgebreide standaardmethode wordt, net als bij variant 1, gebruikgemaakt van de standaardmethode, maar nu inclusief de mogelijkheid om bestuurlijke ruimte toe te passen. Dit houdt in dat het fonds de optie heeft om verschillende instrumenten in te zetten: het aanpassen van de spreidingstermijn, het afzonderen van vermogen voor compensatie en/of vulling van de reserve en schuiven tussen de persoonlijke pensioenvermogens.

Variant 3: de vba-methode

De vba-methode is op zichzelf al uitgebreid, omdat het onverdeelde vermogen gericht toebedeeld kan worden aan de persoonlijke pensioenvermogens, het compensatiedepot en/of de reserve.

Kijken we naar de mate van uitvoerbaarheid van de methode, dan scoort de simpele standaardmethode het beste. Deze variant vergt een deterministische berekening waarbij de operationele risico's minimaal zijn. Dit is anders bij de uitgebreide standaardmethode en de vba-methode, waarvoor de berekeningen complexer zijn.

Gelet op de mate van uitlegbaarheid van de transitie-effecten scoort de simpele standaardmethode het slechtst. De simpele standaardmethode kent geen keuzes om de transitie-effecten bij te sturen. De transitie-effecten zijn dan een resultante van de standaardregel.¹¹

¹⁰ Om de criteria uitvoerbaarheid en uitlegbaarheid strikt te scheiden, is het criterium uitlegbaarheid toegespitst op de *uitkomsten* en de uitvoerbaarheid op de *methode* om tot die uitkomsten te komen. Een makkelijk uit te leggen methode maakt de uitkomsten niet per se uitlegbaar en vice versa.

¹¹ Als een methode makkelijker uitvoerbaar is, dan is de *methode* vaak ook makkelijker uitlegbaar, maar de *uitkomsten* zijn dat niet noodzakelijkerwijs. Daarom refereren we bij de *uitkomsten* naar uitlegbaarheid, omdat die onderbouwd dienen te worden. Er is geen wettelijke plicht om de *methode* uit te leggen.

De uitgebreide standaardmethode heeft wel een aantal keuzes waarmee de transitie-effecten tot op zekere hoogte te sturen zijn ten behoeve van evenwichtigheid. Een fonds kan alternatieven verkennen en aan de hand daarvan een transitievormgeving kiezen die resulteert in evenwichtige uitkomsten. De vormgeving van de transitie is dan een combinatie van de initiële vulling van de reserve, het verlenen van compensatie, de keuze van de spreidingstermijn en het schuiven met vermogens.

De vba-methode kent een vergelijkbare mate van flexibiliteit als de uitgebreide standaardmethode, maar gebruikt een andere berekeningsmethode, waarbij de inzet van het onverdeelde vermogen bijdraagt aan een evenwichtige transitie.

Tabel 1. Kwalitatieve weging van drie varianten om de transitie vorm te geven

Criterium	Variant 1: simpele standaardmethode	Variant 2: uitgebreide standaardmethode	Variant 3: vba-methode
Vormgeving transitie	Default keuzes	Gerichte inzet van bestuurlijke ruimte	Gerichte inzet van overdeelde vermogen
De mate van uitvoerbaarheid van de methode	+		
De mate van uitlegbaarheid van de uitkomsten		+	+

Toelichting: deze tabel geeft een overzicht van de drie varianten. Bij de simpele standaardmethode wordt enkel de standaardregel met default keuzes toegepast. Bij de uitgebreide standaardmethode wordt bestuurlijke ruimte gericht ingezet. Bij de vba-methode wordt het onverdeelde vermogen gericht ingezet. De simpele standaardmethode scoort het hoogst op uitvoerbaarheid van de methode, terwijl de uitgebreide standaardmethode en de vba-methode het hoogst scoren op uitlegbaarheid van de verkregen uitkomsten.

We concluderen dat niet één van de twee omrekenmethodes (standaard- of vba-methode) beter is, aangezien er binnen de methoden verschillende instrumenten beschikbaar zijn die tot hetzelfde eindresultaat kunnen leiden (variant 2 en variant 3). Bovendien is er een afweging te maken tussen enerzijds uitvoerbaarheid (variant 1) en anderzijds uitlegbaarheid (variant 2 en variant 3). We kunnen ook varianten beschouwen tussen de simpele en de uitgebreide standaardmethode. Bijvoorbeeld een variant met enkel de optie om te compenseren: deze is uitgebreider dan de simpele standaardmethode en dus complexer, maar maakt de transitie-effecten beter uitlegbaar.

4. Kwantitatieve impact voor evenwichtigheid

In deze sectie tonen we berekeningen om de transitie-effecten te illustreren aan de hand van een gestileerd pensioenfonds en de twee wettelijke maatstaven. We maken hierbij aannames die representatief zijn voor veel pensioenfondsen, zoals de keuze voor de SPR. De getoonde cijfers zijn echter ook grotendeels van toepassing op verzekeraars en pensioenfondsen die kiezen voor de FPR. We onderscheiden de transitie door de effecten in twee stappen in beeld te brengen: i) de effecten van de afschaffing van de doorsneesystematiek binnen de huidige pensioenovereenkomst en ii) de effecten van de overgang naar de gewijzigde pensioenovereenkomst. Deze twee stappen samen worden respectievelijk ‘de enkele transitie’ en ‘de dubbele transitie’ genoemd.

De enkele transitie resulteert hoofdzakelijk in een nadelig effect voor actieve deelnemers die halverwege hun werkzame leven zijn. Door de afschaffing van de doorsneesystematiek lopen actieven immers toekomstige pensioenopbouw mis. Bij de omzetting van het collectieve vermogen naar individuele vermogens (invaren) wordt (mits beschikbaar) een deel van de positieve buffers verdeeld, wat hoofdzakelijk een voordelig effect is voor de huidige deelnemers. In de dubbele transitie kunnen het nadelige effect en het voordelige effect samenvallen om de totale transitie-effecten te beperken. In deze sectie maken we voor verschillende economische omstandigheden (exogene factoren) en keuzes van de transitie (endogene factoren) inzichtelijk in hoeverre dat daadwerkelijk het geval is.

Voor de berekeningen gaan we uit van tienduizend scenario's van de CP2022-scenarioset 2025Q3.¹² Deze scenario's bevatten stochastische ontwikkelingen van aandelenrendementen, inflaties en de rentetermijnstructuur (RTS). De gewogen gemiddelde dekkingsgraad van de pensioensector is 117 procent. Overige aannames en modelveronderstellingen zijn in lijn met de DNB (2022, 2025).¹³ Naast de basisdoorrekeningen beschouwen we verschillende alternatieve doorrekeningen, bijvoorbeeld door de dekkingsgraad te verhogen of te verlagen en door de scenariosets met +100bps RTS of -100bps RTS te gebruiken.

4.1 Enkele transitie

Bij een pensioenstelsel met doorsneesystematiek heeft elke deelnemer hetzelfde premiepercentage (de doorsneepremie) en hetzelfde opbouwpercentage (de doorsneeopbouw). Hierbij wordt geen rekening gehouden met leeftijd ten tijde van premiebetaling. Omdat de premie van jongeren over een langere horizon kan renderen dan de premie van ouderen,

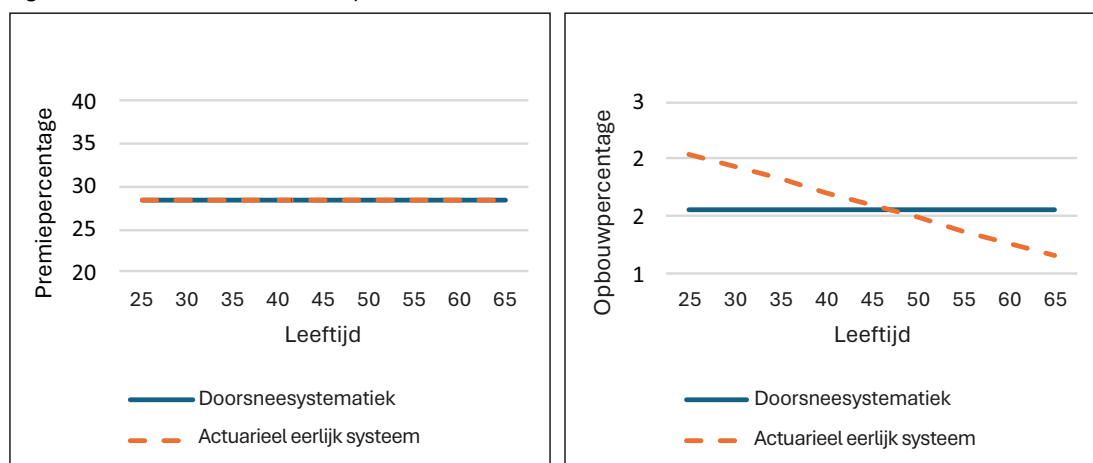
¹² Deze scenariosets zijn te downloaden van de website van DNB, zie: DNB publiceert definitieve scenariosets bij Wet toekomst pensioenen | De Nederlandsche Bank

¹³ Een overzicht van de belangrijkste aannames zijn getoond in Appendix D van Transitie-effecten Update van DNB-analyse.

zorgt deze systematiek voor een omslagement (lees: subsidie) van jongere actieven naar oudere actieven.

Hieronder beschrijven we dit effect met een gestileerd voorbeeld. Stel dat er geen sterfte bestaat vóór pensionering en dat de rente gelijk is aan nul, dan is de premie die benodigd is om toekomstige pensioenuitkeringen te financieren gelijk aan de doorsneepremie. In dat geval is er – omdat de rente nul is – namelijk geen sprake van extra rendementen op de ingelegde premie van jongeren. Er is dus ook geen effect van afschaffing van de doorsneesystematiek. Als de rente stijgt boven nul procent, ontstaat er een verschil tussen de benodigde premie en de doorsneepremie, zoals te zien in Figuur 1. De langere beleggingshorizon van jongeren impliceert actuariael gezien een hoger opbouwpercentage (rechter grafiek). Het aflopende opbouwpercentage met de leeftijd heet ook wel degressieve pensioenopbouw. Als alternatief kan ook een progressieve premie met doorsneeopbouw worden beschouwd.

Figuur 1. Illustratie van de doorsneesystematiek



Toelichting: de grafiek links laat zien dat het premiepercentage voor verschillende leeftijden gelijk is. De grafiek rechts laat zien dat onder de doorsneesystematiek het opbouwpercentage gelijk is voor alle leeftijden, maar onder een actuarieel eerlijk systeem zou het opbouwpercentage degressief zijn (aflopen met de leeftijd).

Bron: Chen en Van Wijnbergen (2020).

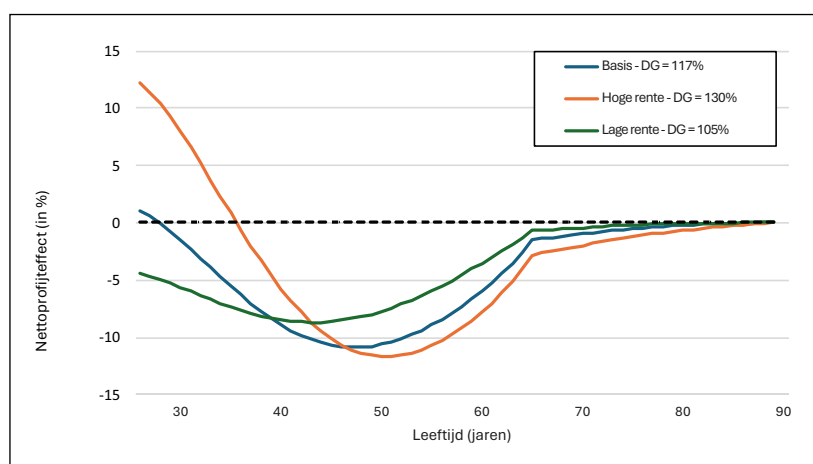
Als een deelnemer diens gehele loopbaan pensioen opbouwt bij hetzelfde pensioenfonds, dan is er sprake van een periode van subsidie betalen (jong actief) en een periode van subsidie ontvangen (oud actief). Deze effecten zouden ongeveer tegen elkaar moeten wegvallen. Wanneer deze systematiek halverwege de carrière wordt doorbroken (bijvoorbeeld rond 45 jaar), dan ontstaat de situatie dat een deelnemer enkel subsidie heeft betaald, maar geen subsidie ontvangt, of andersom. Dit resulteert in gemiste toekomstige pensioenopbouw. De opbouw verloopt in het vervolg namelijk zoals aangegeven met de gestreepte blauwe lijn (*actuarially fair*).

Dit probleem is urgenter geworden, doordat de arbeidsmarkt dynamischer is geworden en zich steeds vaker carrière-onderbrekingen voordoen – denk aandeelnemers die zzp'er

worden, in het buitenland gaan werken of parttime gaan werken. De transitie naar het nieuwe stelsel zorgt ook voor een onderbreking, omdat het nieuwe stelsel geen doorsneesystematiek kent. Bij de transitie speelt dit probleem dus bij alle actieven.

We kwantificeren dit effect door het FTK met en zonder doorsneesystematiek te vergelijken in termen van nettoprofijs. Deze enkele transitie voor verschillende rentestanden tonen we in Figuur 2. We zien hier dus de last van het afschaffen van de doorsneesystematiek in termen van nettoprofijs op basis van scenarioset 2025Q3 en bij twee alternatieve rentescenario's. In alle gevallen vindt het meest negatieve effect plaats bij leeftijden 40 tot 50 jaar, dus grofweg halverwege het werkzame leven.¹⁴ Een belangrijk inzicht is dat de economische omstandigheden, in het bijzonder de rente, een sterke impact hebben op de effecten van de enkele transitie, want het beïnvloedt zowel de leeftijden die het meeste nadeel ondervinden, als de totale last van de afschaffing van de doorsneesystematiek.¹⁵ Lever et al. (2017) kwantificeren de totale last van de enkele transitie op zo'n 45 miljard euro voor de gehele sector. Chen en Van Wijnbergen (2020) gaan in op de economische intuïtie bij de effecten, door analytisch en numeriek de verschillende effecten te bestuderen.¹⁶

Figuur 2. Nettoprofijs effecten van de enkele transitie bij verschillende rentes



Toelichting: de horizontale as geeft de leeftijdscohorten weer. De verticale as presenteert de transitie-effecten per leeftijdscohort uitgedrukt in nettoprofijs effecten (in %). De varianten gaan uit van een dekkingsgraad van 117 procent. De varianten met hoge en lage rente tonen de transitie-effecten bij een 100bps hogere en lagere rente ten opzichte van de basisvariant.

¹⁴ In de praktijk spelen ontslag- en sterftekansen ook een rol. In deze gestileerde doorrekening laten we dat buiten beschouwing en nemen we aan dat deelnemers de gehele loopbaan bij het fonds blijven.

¹⁵ De doorsneesystematiek kent een omslagelement van jong naar oud. Bij hoge rentes levert kapitaalfinanciering meer op dan omslagfinanciering. Dat verklaart de positieve effecten bij de jongste leeftijdscohorten in Figuur 2, vooral in het geval van een hoge rente. De licht negatieve effecten bij gepensioneerden kunnen worden verklaard doordat de dekkingsgraad zich iets minder gunstig ontwikkelt, omdat er niet langer een omslagfinanciering via de dekkingsgraad loopt. Als we ook toekomstige generaties zouden meewegen, dan is er sprake van zero sum.

¹⁶ Bij forse hogere rentes kan het effect weer dalen. Merk op dat sterfte voor pensionering ook voor discontering zorgt, waardoor bij een rente van 0 procent ook een last is (van circa 11 miljard, zie Chen en Van Wijnbergen (2020)).

Dit brengt ons bij een belangrijk instrument waarmee fondsen de transitie kunnen vormgeven, namelijk het compenseren van de last van afschaffing van de doorsneesystematiek. Pensioenfondsen hebben namelijk de mogelijkheid om uit de buffer compensatie te verlenen aan deelnemers die toekomstige pensioenopbouw missen als gevolg van de gewijzigde systematiek voor pensioenopbouw.¹⁷ In de volgende sectie beschouwen we de impact van dit instrument op de effecten van de totale transitie.

4.2 Dubbele transitie

Pensioenfondsen en sociale partners beoordelen de evenwichtigheid van de transitie, zoals toegelicht in sectie 2.1. De bijbehorende transitie-effecten in termen van pensioenverwachting en nettoprofijs kunnen veranderen bij andere economische omstandigheden. Daarmee bestaat er een link tussen de economische omstandigheden en mate van evenwichtigheid. In het bijzonder kan een hogere of lagere rente en een hogere of lagere dekkingsgraad resulteren in andere transitie-effecten voor verschillende deelnemersgroepen wanneer het pensioenfonds de vormgeving van de transitie daarop niet aanpast.

In deze sectie bespreken we eerst een basisdoorrekening met en zonder de inzet van het instrument (endogene factor) 'compensatie voor afschaffing doorsneesystematiek'. Vervolgens bespreken we drie exogene factoren die van invloed zijn op de transitie-effecten: i) de impact van rente, ii) de impact van de dekkingsgraad en iii) de impact van lifecycle beleggen.

4.2.1 Basisvariant

Figuur 3(a) toont de nettoprofijs effecten van de dubbele transitie in de basisvariant zonder compensatie en met compensatie. In het geval er geen compensatie plaatsvindt, is er – net zoals bij de enkele transitie – een negatief effect met het dal rond de leeftijd van 45 jaar; dit als gevolg van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Daarnaast toont de grafiek een positief effect met een piek rond pensioenleeftijd.¹⁸ Dit is een gevolg van de standaardmethode waarbij de buffer evenredig aan de huidige opgebouwde pensioenaanspraken, die relatief hoog zijn rondom pensioenleeftijd, wordt uitgekeerd. Deze dubbele transitie resulteert dus in een negatief effect bij 45 jaar en een positief effect rond leeftijd 67 jaar.

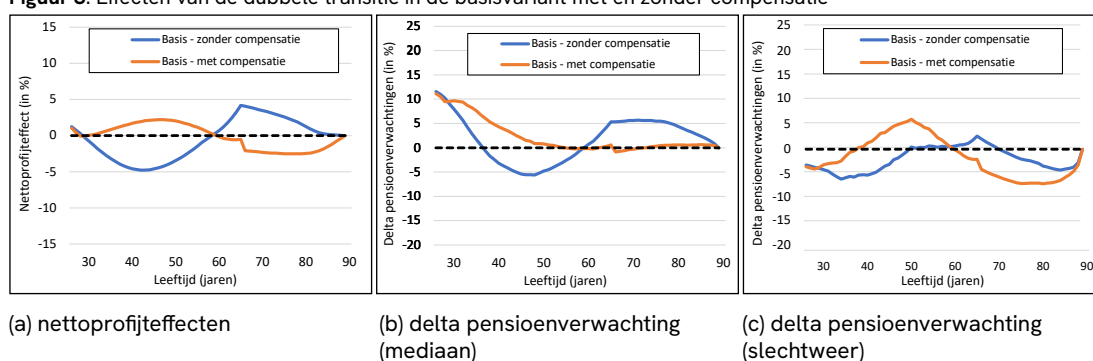
Figuur 3(a) toont daarnaast hoe de transitie-effecten veranderen door compensatie in te zetten voor de afschaffing van de doorsneesystematiek. Doordat er vermogen wordt ingezet voor compensatie is er minder vermogen te verdelen via de standaardmethode, wat in dit scenario resulteert in negatieve transitie-effecten voor gepensioneerden. In het rekenvoorbeeld gaan we ervan uit dat de last als gevolg van de enkele transitie op basis van nettoprofijs (zie [Figuur 2](#)) volledig wordt vergoed. Er zijn ook andere elementen uit de transitie die

¹⁷ Sociale partners nemen het eventuele verzoek tot compensatie en de financiering daarvan op in het transitieplan. In het implementatieplan legt het pensioenfonds vast hoe het invulling geeft aan het compenseren van deelnemers.

¹⁸ In de berekeningen gaan we uit van een pensioenleeftijd van 65 jaar.

kunnen bijdragen aan de compensatielast, waardoor er mogelijk bij volledige compensatie meer wordt gecompenseerd dan strikt noodzakelijk vanuit het perspectief van de dubbele transitie. Dit verklaart een positief nettoprofijsfeffect bij actieven rond leeftijd 45 jaar, terwijl gepensioneerden een negatief effect hebben. Een gedeeltelijk compensatie zou hier mogelijk een geschikte tussenvariant zijn om gelijkere nettoprofijsfeffecten te verkrijgen over de verschillende leeftijden. Dit is onderdeel van de evenwichtige belangenafweging.

Figuur 3. Effecten van de dubbele transitie in de basisvariant met en zonder compensatie



Toelichting: bij de variant met compensatie wordt de enkele transitie volledig vergoed. De horizontale as geeft de leeftijdscohorten weer. (a) De verticale as presenteert de nettoprofijsfeffecten (in %). (b) De verticale as toont de pensioenverwachting in het mediane scenario onder de Wtp ten opzichte van het mediane scenario onder het FTK. (c) De verticale as is equivalent aan (b) maar is het slechtweerscenario.

Voor de wettelijke maatstaf pensioenverwachtingen kijken we in onze kwantitatieve illustraties enkel naar de mediaan (Figuur 3(b)) en het slechtweerscenario (Figuur 3(c)). Het 95^e percentiel – ook wel het goedweerscenario – houden we hier buiten beschouwing, omdat het slechtweerscenario het risico al voldoende inzichtelijk maakt. In de mediaan zie je een vooruitgang bij het gros van de leeftijden (Figuur 3(b)). De middengroep gaat erop achteruit. We zien dus opnieuw dat in de basisvariant, waarbij geen compensatie wordt verleend, de middengroep actieven een nadeel ondervindt van de transitie door de afschaffing van de doorsneesystematiek. Als de compensatie wel wordt verleend, worden de effecten positief. De compensatie zorgt namelijk voor een hoger pensioenkapitaal voor actieven.

In het slechtweerscenario zie je in de basisvariant voornamelijk negatieve effecten bij actieven en gepensioneerden. Merk op dat dit om een vergelijking gaat tussen het 5^e percentiel in de Wtp en het 5^e percentiel in het FTK. Het is dus niet zo dat de middengroep geen risico ervaart. Er is alleen weinig verschil tussen de slechtweersscenario's van beide contracten. Dit is te verklaren door het feit dat het verschil tussen de stelsels met name in de gunstige scenario's tot uiting komt. Onder de Wtp worden er minder hoge buffers aangelegd, waardoor pensioenvermogen eerder kan worden verhoogd of verlaagd dan in het FTK. Ook hier zie je dat bij toekenning van compensatie de middengroep erop vooruit gaat. De compensatie wordt vergoed uit het collectieve vermogen, waardoor de ouderen en de allerjongste deelnemers erop achteruit gaan.

Een ander interessant effect is dat de slechtweeer-pensioenverwachting voor de midden-groep in de basisvariant hoger ligt dan de mediaan pensioenverwachting. Dit komt met name door het verschil in beleggingsbeleid, wat we in sectie 4.2.4 in meer detail toelichten.

4.2.2 Impact van rente

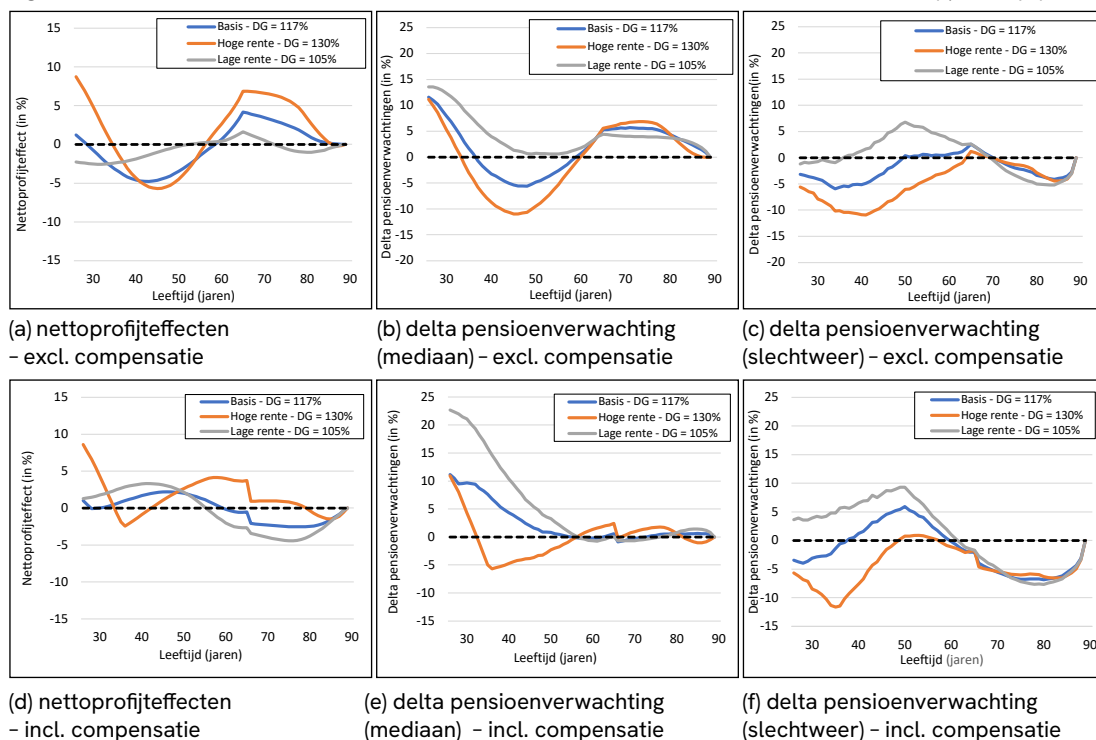
Tussen het moment van besluitvorming en het daadwerkelijke invaarmoment kan er nog een hoop gebeuren op de financiële markten, zoals veranderingen in de rente. In Figuur 2 zagen we al de link tussen rente en de effecten van de enkele transitie. In Figuur 4(a) tonen we de link tussen de rente en de nettoprofijteffecten van de dubbele transitie. Hier gaan we uit van een scenario zonder compensatie. Net als bij de enkele transitie zorgt een hogere rente voor een forser negatief nettoprofijteffect rond de leeftijd 45 jaar als gevolg van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Daarnaast resulteert een hogere rente in een hogere dekkingsgraad, waardoor een grotere buffer te verdelen is.¹⁹ Bij toepassing van de standaardmethode resulteert dit in een positiever effect rond leeftijd 67 jaar, vanwege een hogere dekkingsgraad bij een hogere rente.

Bij de pensioenverwachting (Figuur 4(b) en 4(c)) zien we een vergelijkbare impact van de rente. Bij een hogere rente hebben actieven een negatiever effect als gevolg van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Bij een hogere rente is er ook een hogere dekkingsgraad, waardoor pensioenverwachtingen van gepensioneerden hoger zijn dan bij een lagere rente.

In Figuur 4(d), 4(e) en 4(f) tonen we de link tussen de rente en de transitie-effecten inclusief compensatie voor het afschaffen van de doorsneesystematiek. We baseren de compensatie op de enkele transitie, zoals weergegeven in Figuur 2. Dat betekent dat de verleende compensatie hoger is bij een hoge rente en lager bij een lage rente. Wanneer we de transitie-effecten inclusief compensatie beschouwen, dan zien we nog steeds een afhankelijkheid van rente, maar in beperkte mate, omdat deze afhankelijkheid grotendeels wordt gedempt door de renteafhankelijke compensatie. Dit vertaalt zich bijvoorbeeld in nettoprofijteffecten die dicht bij nul liggen. Een uitzondering hierop is het jongste cohort in het scenario van een hoge rente, omdat deze deelnemers geen nadeel, maar een sterk voordeel ervaren van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Het nadeel speelt namelijk pas vanaf leeftijds-cohort 35 jaar – wat de knik in de transitie-effecten verklaart rond die leeftijd.

¹⁹ Bij de renteschokken hebben we de dekkingsgraad aangepast door aan te nemen dat de gemiddelde duration van de technische voorzieningen van het fonds 20 is. Bij een rentedaling van 1 procentpunt stijgen de technische voorzieningen met 20 procent. Aangezien de activa voor 50 procent zijn beschermd tegen rentebewegingen, daalt de dekkingsgraad naar $117\% \cdot (1 - 50\% \cdot 20\%) \approx 105\%$. Bij een rentestijging van 1 procentpunt zien we het omgekeerde effect: de dekkingsgraad stijgt naar $117\% \cdot (1 + 50\% \cdot 20\%) \approx 130\%$.

Figuur 4. Effecten van de dubbele transitie in het basisscenario en twee alternatieve rentescenario's (+/- 100bps)



Toelichting: de horizontale as geeft de leeftijdscohorten weer. (a) De verticale as presenteert de nettoprofitteffecten (in %). (b) De verticale as toont de pensioenverwachting in het mediane scenario onder de Wtp ten opzichte van het mediane scenario onder het FTK. (c) De verticale as is equivalent aan (b) maar betreft het slechtweerscenario.

4.2.3 Impact van dekkingsgraad

Ook de dekkingsgraad kan wijzigen, bijvoorbeeld door beleggingsrendementen. Dit heeft impact op de hoogte van het overschot (of het tekort) dat het fonds kan verdelen bij de transitie. Het effect van de dekkingsgraad is in grote mate te zien in Figuur 4, aangezien de dekkingsgraad daar is aangepast aan de startrente.

We zien dat vooral deelnemers rondom pensionering profiteren van een hogere dekkingsgraad. Dit komt omdat de standaardmethode evenredig aan huidige pensioen-aanspraken uitkeert, wat relatief hoog is rondom de pensioenleeftijd van 67 jaar. Het feit dat de alleroudste gepensioneerden weinig tot geen effect ondervinden, komt door de spreidingstermijn (default tien jaar). Dit houdt in dat als deelnemers nog maar kort leven, ze minder van de buffers krijgen toebedeeld.

Een effect dat we in Figuur 4 niet zien, maar dat wel gepaard gaat met een hogere dekkingsgraad, zit bij jongeren. Jongeren profiteren onder het FTK relatief veel van een hoge buffer. In het FTK wordt namelijk niet méér geïndexeerd dan de inflatie, het zogenaamde ‘genoeg is genoeg’-principe. Daarom kan de transitie met een hoge dekkingsgraad voor jongeren resulteren in een lager nettoprofitteffect. Bij een lagere dekkingsgraad is dit effect precies andersom.

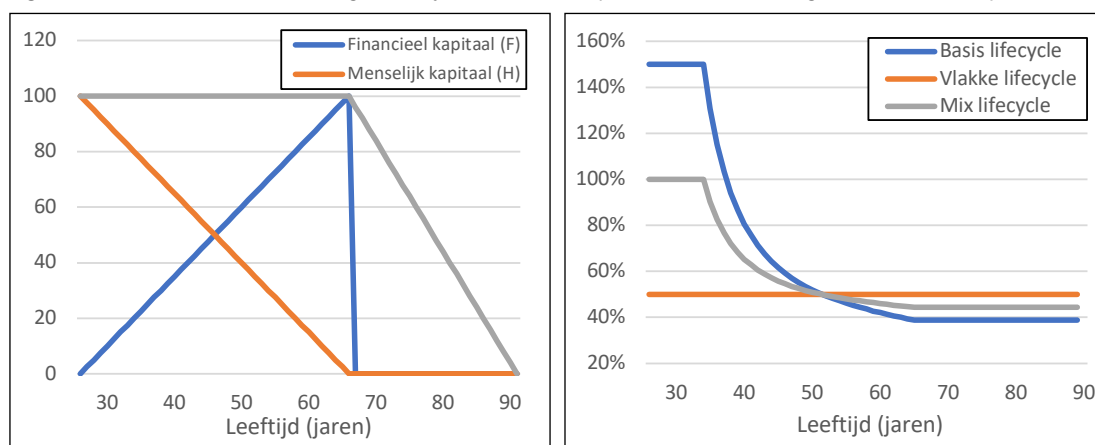
4.2.4 Impact van lifecycle beleggen

De nieuwe pensioenovereenkomst kent een aantal belangrijke wijzigingen ten opzichte van het FTK, waaronder de vormgeving van de collectieve uitkeringsfase, de toe- en uitdeelregels van de solidariteitsreserve²⁰ en het leeftijdsafhankelijk toedelen van beleggingsrendementen. Deze elementen zijn geen onderdeel van de vormgeving van de transitie, maar hebben wel invloed op de transitie-effecten.

In deze paragraaf gaan we in op een van de wijzigingen, namelijk het leeftijdsafhankelijk toedelen van beleggingsrendementen. Chen, Doll, & Van Ool (2019) laten zien dat maatwerk in het beleggingsbeleid in alle pensioencontracten kan leiden tot een welvaartswinst. Werker & Muns (2019) laten specifiek zien dat het optimaal is om de allocatie van het financiële vermogen dat risicovol wordt belegd, te verhogen onder de aanname dat menselijk kapitaal risicovrij is. Dit principe is gebaseerd op de optimale asset allocatie van Merton (1969).

We illustreren de theorie van lifecycle beleggen als volgt. Halverwege het werkzame leven bestaat het totale kapitaal voor ongeveer 50 procent uit menselijk kapitaal (H) en voor 50% uit financieel kapitaal (F). Uitgaande van risicovrij menselijk kapitaal zou daarom halverwege het werkzame leven de allocatie van het financiële kapitaal naar risicovolle beleggingen twee keer die van een gepensioneerde moeten zijn, die geen menselijk kapitaal meer heeft. Op een vierde van het werkzame leven zou de optimale allocatie naar risicovolle beleggingen het viervoudige zijn, et cetera.²¹ Deze verhouding is te zien in Figuur 5(a).

Figuur 5. Illustratie van de verhouding menselijk en financieel kapitaal en variaties van gemodelleerde lifecycles



(a) Ontwikkeling menselijk kapitaal en financieel kapitaal

(b) Variaties gemodelleerde lifecycles voor allocatie naar zakelijke waarden

Toelichting: op de horizontale as zien we de leeftijd. (a) De verticale as toont het percentage van de verschillende kapitalen ten opzichte van het maximale kapitaal van een deelnemer. Tijdens het werkzame

²⁰ Zie hoofdstuk 7.

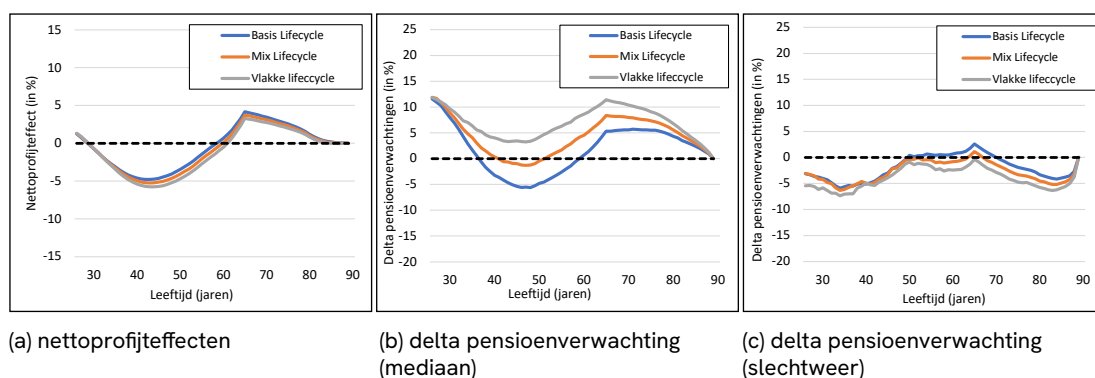
²¹ Er zijn meerdere nuancerings bij deze theorie. We noemen hier twee voorbeelden. Ten eerste, het menselijk kapitaal is in meer of mindere mate risicovol bij verschillende beroepen, wat de lifecycle effecten afzwakt. Ten tweede, tijdens pensionering worden soms vanuit sociale zekerheid (in Nederland: AOW) ook een relatief risicovrije inkomsten ontvangen, wat de lifecycle effecten versterkt.

leven wordt menselijk kapitaal afgebouwd en financieel kapitaal opgebouwd. Vanaf pensioenleeftijd is er geen menselijk kapitaal en neemt het financieel kapitaal af. (b) De verticale as toont de allocatie naar zakelijke waarden per leeftijdsc cohort voor verschillende lifecycles. Bij de 'vlakke lifecycle' is er geen sprake van afbouw van risico. De 'mixvariant' is het gemiddelde tussen de 'vlakke lifecycle' en de 'basisvariant', waarbij risico afbouwt volgens de verhouding uit panel (a): $(H+F)/F$.

Voor onze doorrekeningen analyseren we een collectieve beleggingsmix met een allocatie van 50 procent naar zakelijk waarden en 50 procent naar vastrentende waarden. We hebben vervolgens gekeken naar verschillende varianten van lifecycles. In de basisvariant hanteren we een lifecycle waarbij het financieel kapitaal per leeftijdsc cohort wordt blootgesteld aan aandelenrisico met een factor gelijk aan $(H+F)/F$, conform Figuur 5(a). De collectieve aandelenallocatie blijft dus 50 procent, maar tussen leeftijdsc cohorten wordt het aandelenrisico verdeeld volgens deze factor.²² Als alternatieve variant analyseren we een vlakke lifecycle, dus voor elke leeftijd 50/50. Ten slotte analyseren we een lifecycle die er precies tussenin ligt – zie Figuur 5(b) voor de verschillende lifecycles.

Figuur 6(a) toont de nettoprofijs effecten van de verschillende beleggingsvarianten. Hieruit blijkt dat de verschillende lifecycles onder de Wtp nauwelijks tot verschillende transitie-effecten leiden in termen van nettoprofijs. Dit komt door de risiconeutrale waardering (i.e. marktwaardering) die wordt toegepast om nettoprofijs te berekenen.

Figuur 6. Effecten van de dubbele transitie bij verschillende beleggingsvarianten



Toelichting: bij de varianten zijn verschillende lifecycles doorgerekend; een vlakke lifecycle van 50 procent zakelijke waarde en een gemiddelde tussen de basis lifecycle en een vlakke lifecycle. De horizontale as geeft de leeftijdsc cohorten weer. (a) De verticale as presenteert de nettoprofijs effecten (in %). (b) De verticale as toont de pensioenverwachting in het mediane scenario onder de Wtp ten opzichte van het mediane scenario onder het FTK. (c) De verticale as is equivalent aan (b), maar betreft het slechtweerscenario.

Als we naar de maatstaf pensioenverwachtingen kijken (in Figuur 6(b) en 6(c)), dan zien we grotere verschillen in transitie-effecten als gevolg van een andere lifecycle. Het mediane scenario met een vlakke lifecycle levert een hogere verwachting op dan het mediane scenario met de lifecycle uit de basisvariant. De resultaten voor de lifecycle die het gemiddelde vormt van de basislifecycle en een vlakke lifecycle liggen daartussenin.

²² Dit is inclusief de wettelijke bovengrens van maximaal 150 procent allocatie naar overrendement.

Voor de allerjongste deelnemer zijn de verschillen zeer klein. Bij de basisvariant vindt er meer risico plaats in de eerste jaren van pensioenopbouw en minder risico in de tweede helft van het leven, maar gemiddeld nemen we aan dat over de levensloop ongeveer hetzelfde totaal aan risico wordt genomen (als we veronderstellen dat het menselijk kapitaal risicovrij is).

Voor een deelnemer rond leeftijd 50 is het effect relatief groot. In het FTK resulteert een collectief beleggingsbeleid in een grofweg gelijke risicoblootstelling voor alle leeftijdscorten, terwijl er in de basisvariant van de Wtp sprake is van een lifecycle die meer risico alloceert naar jongeren en minder risico alloceert naar ouderen. Aan de hand van Figuur 5(b) zien we: als een 50-jarige deelnemer de transitie maakt van de vlakke lifecycle (tot leeftijd 50) naar de basisvariant (vanaf leeftijd 50), dan is er over het hele leven bezien een lagere risicoblootstelling. Doordat er na leeftijd 50 minder risico wordt genomen, is de spreiding van de percentielen onder de Wtp minder groot dan onder het FTK. Dit verklaart ook waarom we in Figuur 5(b) en Figuur 5(c) rond deze leeftijd een hoger transitie-effect in het slechtweerscenario zien dan in het mediane scenario.

Bij de gepensioneerden zien we de impact afnemen, omdat de beleggingshorizon korter is. Bij de alleroudsten zie je dan ook dat de pensioenverwachtingen bij de verschillende varianten weer zeer klein worden.

4.3 Heterogeniteit pensioenfondsen

De effecten die we in sectie 4.1 (enkele transitie) en sectie 4.2 (dubbele transitie) hebben besproken zijn niet de enige effecten die zich voordoen bij de transitie naar het nieuwe stelsel. Ieder pensioenfonds kent eigen kenmerken die impact hebben op de transitie-effecten. Enkele voorbeelden zijn het deelnemersbestand (relatief jong of oud), de premie-inleg (relatief hoog of laag), de collectieve beleggingsmix en de vul- en uitdeelregels van de solidariteits- of risicodelingsreserve.

De impact van de collectieve beleggingsmix kunnen we kwalitatief als volgt duiden. In sectie 4.2.4 hebben we gezien hoe verschillende lifecycles onder de Wtp invloed hebben op met name de pensioenverwachtingen. Dit gaat om het aanpassen van de *verdeling* van risico over de leeftijdscorten. Het totale risico van een pensioenfonds kan ook hoger of lager zijn. De transitie-effecten zijn onder andere hierdoor fondsspecifiek. Als we de collectieve beleggingsmix aanpassen door bijvoorbeeld een mix van 60 procent aandelen en 40 procent vastrentende waarden door te rekenen, krijgen we bij de transitie-effecten in de mediaan hogere verwachtingen en in het slechtweerscenario lagere verwachtingen. Dit komt doordat het FTK hogere buffers kan hebben dan de Wtp, waardoor de verschillen in rendementen directer tot uiting komen in de persoonlijk vermogens. Bij een minder risicovolle collectieve mix zie je het omgekeerde effect: de mediane en slechtweerverwachting komen dichter bij elkaar te liggen.

5. Slotwoord: evenwichtige belangenafweging

In Nederland is gekozen voor het invaren van pensioenaanspraken uit het oude pensioenstelsel naar individuele pensioenvermogens in het nieuwe pensioenstelsel. Dit biedt verschillende mogelijkheden. Zo kunnen deelnemersgroepen die voornamelijk nadelige effecten ondervinden van de stelselwijziging gecompenseerd worden vanuit het collectieve vermogen. Daarnaast is het mogelijk om ook in het nieuwe stelsel te profiteren van een positieve buffer die in het oude stelsel is opgebouwd.

Het is aan sociale partners en pensioenfondsen om te beoordelen of de transitie evenwichtig is. Daarbij worden in elk geval de twee wettelijke maatstaven betrokken om de transitie-effecten inzichtelijk te maken: 1) nettoprofit en 2) pensioenverwachtingen. In dit hoofdstuk hebben we beschreven welke instrumenten het pensioenfondsbestuur heeft om de transitie te beïnvloeden – de *endogene* factoren. Daarnaast wordt de transitie ook beïnvloed door *exogene* factoren, zoals de economische omstandigheden.

Verschiedende kwantitatieve illustraties laten zien wat de impact is van verschillende factoren op de transitie-effecten. Als voorbeeld van een endogene factor tonen de berekeningen dat het pensioenfonds de gevolgen van de afschaffing van de doorsneesystematiek kan compenseren om negatieve transitie-effecten bij actieve deelnemers (grotendeels) te voorkomen. Met betrekking tot de exogene factoren zien we een sterke link tussen de hoogte van de dekkingsgraad en de rente op invaardatum en de transitie-effecten, tenzij het pensioenfonds ervoor kiest om de vormgeving van de transitie daarop aan te passen.

Uit de uitkomsten blijkt dat een pensioenfonds invloed heeft op de evenwichtigheid van de transitie en rekening moet houden met veranderende economische omstandigheden. De conclusies die volgen uit deze berekeningen beperken zich niet tot de factoren die zijn onderzocht. Zo beschikt het pensioenfonds behalve over compensatie nog over andere instrumenten om de transitie vorm te geven, zoals de keuze van en bestuurlijke ruimte binnen de omrekenmethode en de keuze van de initiële vulling van de solidariteits- of risicodelingsreserve.²³ Daarnaast kunnen nog andere economische en financiële factoren de transitie beïnvloeden, zoals de inflatie en de rendementen op beleggingen.

23 Er is onderscheid tussen een evenwichtige contractinrichting en een evenwichtige transitie. Voor een evenwichtige contractinrichting is de rol van de solidariteits- of risicodelingsreserve grotendeels bepalend. Dit wordt in hoofdstuk 7 nader toegelicht.

Bronnen

- Andersen, T. M. (2022). The Danish pension system in international comparison. In *The Danish Pension System-Design, performance, and challenges*. Oxford University Press.
- Chen, D.H.J., & Beetsma, R.M.W.J. (2015). Mandatory Participation in Occupational Pension Schemes in the Netherlands and Other Countries. An Update. *Netspar Discussion Paper*, No. 10/2015-032.
- Chen, D.H.J., Doll, M. & Van Ool, A. (2019). De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotoedeling, *DNB Occasional Studies*, Volume 17-2.
- Chen, D.H.J., & Van Wijnbergen, S.J.G. (2020). Redistributive consequences of abolishing uniform contribution policies in pension funds. *De Economist*, 168(3), 305-341.
- DNB (2022). Update van DNB-analyse augustus 2022. Eerste Kamer der Staten-Generaal.
- DNB (2025). Inzicht in transitie-effecten februari 2025. <https://open.overheid.nl/documenten/f5470d8d-2d09-4ddb-8d14-441f744895ce/file> DNB: Inzicht in transitie-effecten bij invoering goedkeuringsrecht bij interne waardeoverdracht van pensioenen | Publicatie | Rijksoverheid.nl.
- Drygas, P. (2025). Old age pensions lower than the minimum pension in Poland-whose problem is it and what are the potential solutions? *Social Policy Issues*, 1-26.
- Ghio, M., Ghiselli, A., Mosk, B., & Rousová, L. (2021). The structural impact of the shift from defined benefits to defined contributions. *Economic Bulletin Boxes*, 5.
- Hoevenaars, R. P., & Ponds, E. H. (2008). Valuation of intergenerational transfers in funded collective pension schemes. *Insurance: Mathematics and Economics*, 42(2), 578-593.
- Holzmann, R., Orenstein, M. A., & Rutkowski, M. (Eds.). (2003). Pension Reform in Europe : Process and Progress, World Bank Publications.
- Lever, M., Van Ewijk, C., Werker, B., & van Wijnbergen, S. (2017). Overgangseffecten bij afschaffing doorsneesystematiek. CPB Notitie.
- Merton, R.C. & Samuelson, P.A. (1974). Fallacy of the log-normal approximation to portfolio decision-making over many periods, *Journal of Financial Economics*, 1(1), 67-94.
- OECD (2025). OECD Reviews of Pension Systems | OECD.
- Van Popta, B., & Steenbeek, O. W. (2021). Transition to a new pension contract in the Netherlands: Lessons from abroad. *Netspar Occasional Paper*, 3.
- Werker, B. (2018). Risicodeling is geen gratis lunch. *ESB*, 103(4762), 265.
- Werker, B., & Muns, S. (2019). Baten van slimme toedeling rendementen overstijgen die van intergenerationele risicodeling. *Netspar Occasional Paper*, 05 / 2019.
- Werker, B., Nijman, T., Lever, M., Kocken, T., van Hoogdalem, S., Bovenberg, L., Bouwman, K., Bonenkamp, J., Boeijen, D. & Balter, A. (2019). De bepaling van de marktwaarde van bestaande aanspraken in een uitkeringsovereenkomst. *Netspar Occasional Paper*, 3, 2019.

Deel II

Inhoudelijke bouwstenen van de nieuwe contracten

Hoofdstuk 4

De lifecycle-hypothese in de Nederlandse context en traditie

Rob van den Goorbergh

Inhoudsopgave

Samenvatting	111
1. Inleiding en motivatie	112
2. De kern van de lifecycle-theorie	113
3. Het standaardmodel	115
4. Beleidsimplicaties op het eerste oog	117
5. Beleidsimplicaties nader beschouwd	118
6. Conclusie	129
Overzicht van verschillen en overeenkomsten tussen de Wtp en de lifecycle-theorie	130
Literatuur	131

Te citeren als:

Van den Goorbergh, R. (2026). *Hst.4: De lifecycle-hypothese in de Nederlandse context en traditie*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel)*.

Affiliaties

Rob van den Goorbergh – APG Asset Management

Samenvatting

De lifecycle-theorie vormt, met haar kernprincipes van stabiel sparen en leeftijdsafhankelijk beleggen, een belangrijke wetenschappelijke basis voor de Wet toekomst pensioenen (Wtp), vooral in het beleggingsbeleid. Tegelijkertijd wijkt het nieuwe stelsel op cruciale punten af van de theorie: de vaste premie beperkt optimale consumptiespreiding en het voorgeschreven leeftijdspad voor beleggingsrisico is een vereenvoudigde, minder dynamische variant van wat de theorie ideaal acht. De conclusie is dan ook dat de Wtp veel lifecycle-elementen omarmt, maar belangrijke theoretische optimalisaties (zoals variabele premies en volledig dynamisch risicobeleid) om praktische en institutionele redenen onbenut laat.

1. Inleiding en motivatie

Het centrale leerstuk uit de economische wetenschap over hoe we onze oude dag moeten bekostigen is de lifecycle-hypothese. Grote economen als Paul Samuelson en Robert Merton hebben dit belangrijke, maar ook complexe vraagstuk bestudeerd en hun bijdragen geleverd aan de analyse ervan. Voor veel vakgenoten is het lifecycle-model dan ook een geliefd instrument om op terug te grijpen bij de gedachtevorming over ons pensioenstelsel. De Wet toekomst pensioenen (Wtp), die de hervorming van de aanvullende pensioenen in Nederland mogelijk maakt, verwijst zelfs expliciet naar het lifecycle-model als wetenschappelijk inzicht bij uitstek ter onderbouwing van het financiële beleid van pensioenuitvoerders. Noties als risicobereidheid, risicodraagkracht en – natuurlijk – lifecycle-beleggen komen rechtstreeks uit de lifecycle-theorie voort en vormen een belangrijk fundament van ons nieuwe pensioenstelsel.

Je kunt je de vraag stellen welke van de diverse beleidsimplicaties van deze wetenschappelijke hoeksteen inderdaad in dat nieuwe stelsel terecht zijn gekomen – en welke niet en waarom dan. In dit hoofdstuk zet ik de, in mijn ogen, belangrijkste aanbevelingen van het lifecycle-model op een rij en ga ik na in hoeverre er opvolging aan gegeven is. Dat doe ik voor beide contractvormen (solidaire premieregeling (SPR) en flexibele premieregeling (FPR)) in het nieuwe stelsel. Ik besteed daarbij aandacht aan zowel de implicaties en onderliggende veronderstellingen van de theorie als aan de Nederlandse context en traditie met haar driepijlersysteem, waarbinnen de Wtp vorm heeft gekregen.

De lifecycle-theorie bestaat uiteraard niet uit één enkel economisch model, maar is een overkoepelend raamwerk waarbinnen allerlei modelvarianten bestaan en worden onderzocht. Elke variant kent eigen specifieke gevolgtrekkingen, maar over het geheel genomen is er een aantal algemeen geldende conclusies te trekken. Daar zal ik de nadruk op leggen. Het doel is dus uitdrukkelijk niet om een uitputtend overzicht te geven van de (nog immer uitdijende) academische literatuur. Sterker nog, ik ben uiterst spaarzaam met literatuurverwijzingen. Ook blijf ik zoveel mogelijk weg bij wiskundige formules. Alleen bij de bespreking van wat ik zal noemen het ‘standaard’ lifecycle-model (en een uitstapje daarbuiten) permitteer ik mij een enkele vergelijking als ik meen dat die de verhaallijn ondersteunt.

De opzet van dit hoofdstuk is als volgt. Ik bespreek in paragraaf 2 de belangrijkste algemene conclusies van de lifecycle-theorie. In paragraaf 3 ga ik in op het standaard lifecycle-model, een speciaal geval binnen de lifecycle-theorie. In paragraaf 4 bespreek ik welke beleidsimplicaties van de theorie op het eerste oog herkenbaar zijn in de Wtp. In paragraaf 5 ga ik vervolgens dieper in op een aantal punten waarop theorie en praktijk minder goed op elkaar aansluiten, zowel aan de spaar- als aan de beleggingskant. In paragraaf 6 sluit ik af met een korte conclusie.

2. De kern van de lifecycle-theorie

In essentie handelt de lifecycle-theorie over de vraag hoe we zo goed mogelijk ons leven lang kunnen rondkomen met de middelen die ons gegeven zijn. Of, in econometaal: de vraag naar de optimale manier om beschikbare inkomensbronnen aan te wenden om de consumptie over de levensloop te spreiden. Die inkomensbronnen bestaan enerzijds uit arbeid, dat loon oplevert, en anderzijds uit financieel vermogen, dat rendement afwerpt.

Het basisidee is simpel: na de pensioendatum valt het inkomen uit arbeid weg, dus door tijdens het werkzame leven niet onmiddellijk al het arbeidsinkomen te consumeren, maar een deel ervan opzij te zetten en daarmee een financieel vermogen op te bouwen, ontstaat er een reserve om de levensstandaard tijdens de oude dag voort te zetten. En aangezien het verwachte rendement op risicodragende beleggingen hoger is dan op spaargeld, loont het om een deel van die pensioenbesparingen op de financiële markten te beleggen.

Het gaat bij de lifecycle-theorie dus over de twee voornaamste beslissingen bij het maken van een financiële pensioenplanning: de spaarbeslissing – dat wil zeggen: hoeveel pensioenpremie moet er worden ingelegd? – en de beleggingsbeslissing: hoe moeten die pensioenbesparingen worden belegd? De kern van de lifecycle-hypothese is dus ook tweeledig.

2.1 De spaarbeslissing

Ten eerste: ervan uitgaande dat individuen een voorkeur hebben voor een stabiel consumptieniveau over de levensloop en dat ze beschikken over een bestendig arbeidsinkomen tot de pensioendatum, zouden ze gelijkmatig in de tijd pensioenbesparingen moeten doen. Die besparingen moeten van een dusdanig niveau zijn, dat de pensioenuitkering die ze voortbrengen het arbeidsinkomen in voldoende mate vervangt. De uitkering zelf moet levenslang zijn. Zodoende wordt de consumptie over de hele levensloop gestabiliseerd. Het gaat daarbij om consumptie in reële termen (gecorrigeerd voor inflatie), dus om de werkelijke hoeveelheid die wordt geconsumeerd.

Niet alleen een voorkeur voor stabiliteit, ook het menselijk ongeduld, dat van individu tot individu kan verschillen, speelt een rol: hoe minder waarde mensen hechten aan consumptie in de toekomst ten opzichte van het heden, hoe minder zij zullen sparen en hoe minder steil het optimale consumptieniveau over de levensloop verloopt. Individuele tijdsvoorkeuren zijn dus medebepalend voor de spaarbeslissing.

2.2 De beleggingsbeslissing

Ten tweede zegt de theorie dat de hoeveelheid risico waarmee de pensioenbesparingen worden belegd moet afnemen naarmate de waarde van het resterende arbeidsinkomen – het ‘menselijk kapitaal’ – slinkt ten opzichte van het opgebouwde pensioenkapitaal. De mate waarin financiële schokken kunnen worden opgevangen neemt immers af door het uitputten

van deze risicovrije inkomensbron. Door het beleggingsrisico te laten meeveren met deze risicodraagkracht stabiliseert de consumptie over de verschillende scenario's die zich kunnen voordoen, in het bijzonder mee- en tegenvallers in de beleggingen. Gemiddeld genomen komt dit neer op het afbouwen van beleggingsrisico met de leeftijd, dus naarmate de pensioendatum nadert. Omdat het menselijk kapitaal aan het begin van de levensloop groot is ten opzichte van het aanwezige financiële kapitaal, is het in theorie zelfs optimaal om geld te lenen om te beleggen. Omdat het de consumptie in reële en niet in nominale termen is die telt, gaat het hier ook om het reële beleggingsrisico, dus gecorrigeerd voor de inflatie.

De mate waarin beleggingsrisico genomen wordt, hangt behalve van de risicodraagkracht ook af van de individuele risicobereidheid: voorzichtige mensen nemen minder risico dan risicotolerante mensen. De economische theorie kent aan deze individuele risicovoorkeuren – en ook aan andere persoonlijke smaken en preferenties, waaronder de eerdergenoemde stabiliteitspreferenties en tijdsvoorkeuren – een beslissende rol toe in het te voeren optimale beleid. Ze beschouwt die voorkeuren bovendien als gegeven: de mate en hoedanigheid waarin zij voorkomen is een empirische kwestie. Met andere woorden, zonder kennis van de preferenties van de deelnemers of aannames daarover is een goed financieel beleid niet te onderbouwen.

Ten slotte voorspelt de theorie dat de optimale beleggingsportefeuille uit een mix van twee deelportefeuilles bestaat, de zogenoemde *two-fund separation*: enerzijds een optimale risicodragende portefeuille, die tot doel heeft om een zo hoog mogelijk verwacht rendement te behalen per eenheid beleggingsrisico, anderzijds een portefeuille die erop gericht is om het risico in de (reële) pensioenuitkering zoveel mogelijk uit te bannen. Al naar gelang de mate van risicobereidheid wordt er meer in de risicodragende of juist meer in de risicovrije deelportefeuille belegd. Echter, de samenstelling van de afzonderlijke deelportefeuilles blijft (onder voorwaarden) ongemoeid.

Vaak blijft dit aspect in lifecycle-modellen op de achtergrond en bestaat het beleggingsuniversum in het model uit niet meer dan een handvol beleggingscategorieën: een aandeel (of aandelenfonds, dat blijft veelal impliciet) en een geldmarktfonds, eventueel aangevuld met een paar, al dan niet geïndexeerde staatsobligaties als ook rente- en inflatierisico worden gemodelleerd. In werkelijkheid is het beleggingsuniversum natuurlijk aanzienlijk rijker, met alle diversificatievoordelen van dien. Denk aan vastgoed, private equity, infrastructuur, grondstoffen, hypotheek, enzovoorts. Daardoor zou het vermoeden kunnen ontstaan dat de toepasbaarheid van de modellen beperkt is. Maar juist dankzij *two-fund separation* reikt deze verder: het aandeel uit het model kan men ook opvatten als een breed gespreide mix van allerlei zakelijke waarden die onderdeel uitmaken van de optimale risicodragende portefeuille. Uiteraard is het daarbij wel noodzakelijk dat de parameterwaarden passen bij die brede mix, met name de diversificatievoordelen ten opzichte van een universum van zakelijke waarden dat alleen uit aandelen bestaat.

3. Het standaardmodel

Het standaard lifecycle-model, dat de theorie misschien wel in haar eenvoudigste vorm weergeeft, gaat uit van een aantal vereenvoudigende aannames die een analytische oplossing toelaten voor het optimale spaar- en beleggingsbeleid. De belangrijkste veronderstellingen van het standaard lifecycle-model zijn deze (naar Bovenberg et al. (2007):

Kapitaalmarkten

- Er is een risicovrije asset beschikbaar met een constante rente.
- Aandelenmarktrisico is de enige, verhandelbare risicofactor.
- De aandelenrisicopremie, dat wil zeggen het verwachte rendement op aandelen boven de risicovrije rente, is constant en datzelfde geldt voor de aandelenvolatiliteit.
- Aandelenrendementen zijn lognormaal verdeeld.
- Er kan continu en frictievrij gehandeld worden in de risicovrije asset en in aandelen, zonder enige (leen)beperking.

Arbeidsmarkt

- Het looninkomen is volledig voorspelbaar en risicovrij.

Preferenties

- Individuen maximaliseren continu het verwachte nut van hun eigen consumptie over de resterende levensloop.
- Hun preferenties worden gekenmerkt door exponentiële tijdsverdiscontering, een constante relatieve risicoaversie en een constante intertemporele substitutie-elasticiteit.

Het mag duidelijk zijn dat op elk van deze aannames wel iets af te dingen is. Het is echter goed om te beseffen hoe ingewikkeld het is om dit optimalisatieprobleem op te lossen. De niet geringe opgave is om op ieder moment in de tijd zowel de pensioenbesparingen als de beleggingsportefeuille zodanig te kiezen, dat het verwachte nut van de consumptie over de resterende levensloop maximaal is. Een dergelijk dynamisch optimalisatievraagstuk kent dus vele vrijheidsgraden en de oplossing is niet evident.

Niettemin is het de eerdergenoemde Merton en Samuelson gelukt. Ik resumeer hier de belangrijkste uitkomsten van het standaardmodel in twee formules: een voor de spaarbeslissing en een voor de beleggingsbeslissing.

De eerste formule heeft betrekking op de optimale consumptiekeuze (en daarmee ook de spaarkeuze) op tijdstip t :

$$\frac{d \log C_s}{d \log W_t} = 1, \quad s \geq t, \quad (1)$$

waarbij W_t het totale vermogen op dat tijdstip voorstelt (dat wil zeggen, de som van menselijk kapitaal H_t en financieel kapitaal F_t) en C_s de consumptie op tijdstip s . Hiermee wordt tot uitdrukking gebracht dat alle consumptie *vanaf* tijdstip t (dus over de gehele resterende levensloop) een-op-een moet meebewegen met een vermogensverandering op tijdstip t . Als zich een positieve vermogensschok voordoet, moet de pensioeninleg dus omlaag en de pensioenuitkering omhoog, en vice versa. De mutatie in de consumptie is gelijk voor alle toekomstige jaren.

De tweede centrale formule gaat over de beleggingsbeslissing. Deze stelt dat het optimale percentage aandelen in de beleggingsportefeuille gelijk is aan:

$$\frac{1}{\gamma} \frac{\lambda}{\sigma} \left(1 + \frac{H_t}{F_t} \right), \quad (2)$$

waarin γ de mate van relatieve risicoaversie aanduidt, σ de volatiliteit van aandelenrendementen en λ de Sharpe-ratio van aandelen (dat wil zeggen, de aandelenrisicopremie afgezet tegen de aandelenvolatiliteit). Het beleggingsrisico moet dus worden aangepast naarmate de verhouding tussen menselijk en financieel kapitaal verandert. Door deze leveragefactor toe te passen is de risicoblootstelling van het totale vermogen op elk moment constant, precies overeenkomstig de veronderstelde preferenties.

Vanzelfsprekend gaat er een zekere aantrekkingskracht uit van zo'n analytisch optimum. Een analytische oplossing is zeker niet in alle modelvarianten voorhanden en feitelijk zeer zeldzaam. In modelvarianten met realistischere aannames moet worden uitgeweken naar numerieke methoden. Het is zelfs verleidelijk om de formules uit het standaardmodel van toepassing te verklaren op de hele lifecycle-theorie, maar zij gelden uitdrukkelijk binnen de context van het standaardmodel en niet zonder meer daarbuiten.

4. Beleidsimplicaties op het eerste oog

De in de voorgaande paragrafen opgesomde implicaties van de lifecycle-theorie zijn gedeeltelijk in feite ook geïmplementeerd in de Wtp.

Zo is er in de Wtp sprake van een beschikbare premieregeling met een vast premiepercentage; de besparingen zijn dus stabiel en de uitkering is levenslang. Wat het beleggingsbeleid betreft wordt er voorgeschreven dat het beleggingsrisico moet worden afgebouwd met de leeftijd. Bovendien erkent de Wtp expliciet dat het beleggingsbeleid afhangt van de preferenties van de deelnemers aan de pensioenregeling – dit door uitvoerders te verplichten een risicopreferentieonderzoek te houden waarin die voorkeuren worden gemeten en waarvan de uitkomsten het beleggingsbeleid vervolgens inkaderen. In de FPR is het vervolgens mogelijk om differentiatie naar individuele risicovoorkuren aan te brengen door beleggingsvrijheid aan te bieden.

Verder zien we dat het idee van het scheiden van de beleggingen in twee deelfondsen of risicoblootstellingen wordt toegepast. In de FPR wordt een deel van de portefeuille naar een zakelijke-waardenfonds gealloceerd en een deel naar een fonds dat de uitkering beschermt. In de SPR zien we dat er uit het collectieve beleggingsresultaat eerst beschermingsrendement wordt bijgeschreven om de uitkering te stabiliseren en vervolgens een overrendement wordt toebedeeld. Kanttekening is wel dat die bescherming in de Wtp gericht is op nominale in plaats van reële zekerheid.

Sommige van deze elementen zijn niet anders dan in het oude stelsel (de procentuele afdracht, het levenslange karakter van de uitkering), maar een aantal is nieuw. De overgang van uitkeringsovereenkomsten naar beschikbare premieregelingen verruimt stabiliteit van het pensioeninkomen voor stabiliteit van de pensioenbesparingen. De leeftijdsafhankelijke blootstelling naar beleggingsrisico vervangt de uniforme mix. En waar deelnemers voorheen hooguit geënquêteerd werden om het draagvlak voor het gevoerde beleggingsbeleid te toetsen, vormen hun preferenties voortaan de eerste stap in de totstandkoming ervan.

5. Beleidsimplicaties nader beschouwd

De implicaties van de lifecycle-theorie voeren echter verder, zowel ten aanzien van de spaarbeslissing als met het oog op de beleggingsbeslissing. Aan de spaar- en premiekant gaat het dan niet alleen om de vraag of (en hoe) de premiehoogte idealiter zou moeten aansluiten bij individuele voorkeuren, maar ook om de institutionele context van het Nederlandse driepijlerssysteem en de verplichtstelling én om de spanning tussen een vaste premie in de Wtp en het lifecycle-beginsel van *consumption smoothing*. Aan de beleggingskant bespreek ik vervolgens waarom de theorie in principe een dynamischer beleid impliceert dan louter leeftijdsafhankelijke staffels en sta ik stil bij twee concrete fricties in de praktijk: de invulling van de ‘risicovrije’ belegging (HGRB) en de rol van solidariteit.

5.1 Sparen: (on)mogelijkheid van individuele premiekeuze

Laat ik beginnen met de spaarbeslissing en in het bijzonder met de hoogte van de premie: volgens de lifecycle-theorie zou die, bijvoorbeeld, moeten afhangen van de tijdsvoorkeuren van het individu. In de praktijk is de premieafdracht echter voor de meeste deelnemers aan een pensioenregeling een gegeven en wordt er bijvoorbeeld geen onderzoek gedaan naar deelnemersvoorkeuren over de premiehoogte. En dat terwijl het premieniveau, en niet het beleggingsbeleid, primair de hoogte van de pensioenuitkering bepaalt.

In risicopreferentieonderzoeken, waarin respondenten pensioenbedragen in diverse scenario's krijgen voorgeschoteld, is de hoogte van de daarbij veronderstelde premie-inleg dan ook geen onderwerp en blijft deze doorgaans zelfs onvermeld – hoewel het heel goed denkbaar is dat sommige deelnemers misschien een risicovoller beleggingsbeleid zouden kiezen als ze een voorkeur voor een lagere premie zouden kunnen uitspreken. Of omgekeerd: dat ze best meer zouden willen inleggen als ze daarmee minder beleggingsrisico hoeven te nemen.

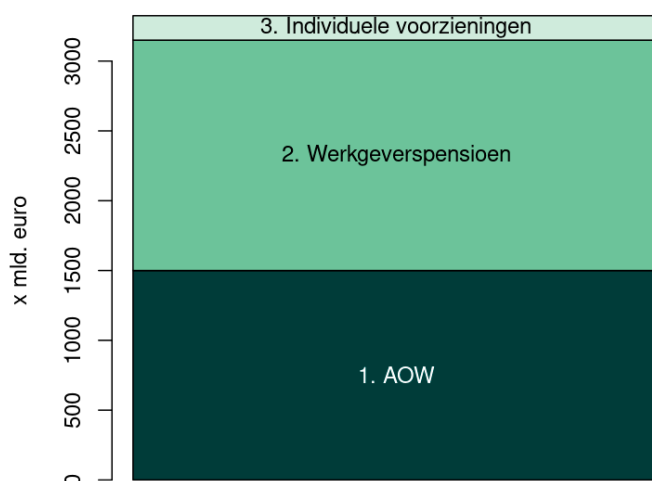
Om te begrijpen waarom die individuele ruimte in Nederland beperkt is, doe ik eerst een stap terug en schets ik kort de institutionele context van het driepijlerssysteem en de verplichtstelling.

5.2 Nederlandse context: verplichtstelling en het driepijlerssysteem

In de Nederlandse pensioentraditie is er voor het sparen voor pensioen van oudsher slechts beperkte vrije keuze. Van ons driepijlerstelsel, bestaande uit de AOW, de aanvullende werkgeverspensioenen en individuele verzekeringen, is alleen deelname aan de derde pijler vrijwillig. De pijlmetafoor is feitelijk een wat ongelukkige, want anders dan bij de steunpilaren van een bouwwerk, is hier sprake van een duidelijke volgordelijkheid, met een afnemende mate van bescherming van het individu: de basis vormt de AOW, die gegarandeerd en voor iedereen gelijk is, daarbovenop komt het verplichtgestelde aanvullende pensioen

via de werkgever en daar weer bovenop de vrijwillige individuele pensioenbesparingen. Het is eerder een constructie met meerdere bouwlagen dus. Laten we de drie lagen achtereenvolgens langslopen en de samenhang met de lifecycle-theorie belichten.

Figuur 1. Omvang van de drie pijlers van het Nederlandse pensioenstelsel (2024-2025). De AOW is geprojecteerd als impliciete verplichting



Bronnen: CBS, DNB, AFM, eigen berekeningen.

De uit 1956 stammende Algemene Ouderdomswet (AOW), waarvan de grondslag al in 1947 door Vadertje Drees werd gelegd, is bedoeld om ouderen te voorzien in een bestaansminimum. De AOW-uitkering is daarom nagenoeg risicovrij, waardevast en in principe even hoog voor iedere gepensioneerde Nederlander, ongeacht diens bijdrage aan de financiering ervan. Die financiering loopt via de collectieve premies voor volksverzekeringen en de algemene middelen. Voor mensen met een onvolledige AOW-uitkering, bijvoorbeeld vanwege migratie, met onvoldoende andere middelen is er de AIO-aanvulling tot aan het sociaal minimum. De eerste pijler heeft dus het karakter van een basisuitkering die bestaanszekerheid garandeert. Het is daarom niet verwonderlijk dat de pensioenhervorming de eerste pijler ongemoeid laat.

Met de aanname van constante relatieve risicobereidheid abstraheert het standaard lifecycle-model echter van een bestaansminimum, waarmee het elke behoefte aan garanties ontkent. Het veronderstelt dat individuen bereid zijn om risico te lopen over zelfs de laatste euro in hun bezit. In werkelijkheid zouden zij dan hun voortbestaan op het spel zetten. Door een eenvoudige aanpassing van de nutsfunctie kan het bestaansminimum echter in de lifecycle-theorie worden meegenomen, namelijk door het marginale nut te definiëren als:

$$u'(C) = (C - \beta)^{-\gamma}, \quad (3)$$

waarbij de parameter β het bestaansminimum voorstelt. Hieruit volgt dat de relatieve risicoaversie gelijk is aan

$$\frac{\gamma}{1 - \beta/C}. \quad (4)$$

Deze neemt af naarmate het consumptieniveau dichterbij het bestaansminimum komt, terwijl de relatieve risicoaversie in het standaardmodel constant is (en gelijk aan γ) vanwege de impliciete veronderstelling van het ontbreken van een bestaansminimum ($\beta = 0$). Die aanname is nog een redelijke benadering als het consumptieniveau relatief hoog is ten opzichte van het bestaansminimum, maar voor de doorsnee Nederlander, wiens pensioen ongeveer voor de helft uit de AOW bestaat, geldt dat zeer zeker niet.

In tegenstelling tot de parameter γ , die in deze alternatieve preferentiespecificatie de mate van relatieve risicoaversie *boven* het bestaansminimum meet en waarvan de waarde per persoon zal verschillen, ligt het gezien de aard van het bestaansminimum eerder voor de hand om voor de parameter β uit te gaan van een universeel niveau. Aangenomen dat de AOW in dat universele bestaansminimum voorziet (waarvoor deze immers bedoeld is), kunnen we het lifecycle-model toepassen op de Nederlandse context en blijven de modelimplicaties voor het optimale beleggingsbeleid overeind, mits de relatieve risicoaversie *boven* de AOW gemeten wordt.

Een modelmatig alternatief is om te volharden in de veronderstelling van constante relatieve risicoaversie en om de AOW niet als bestaansminimum, maar als vermogenscomponent te beschouwen die de risicodraagkracht vergroot. De implicatie daarvan is dat er meer beleggingsrisico moet worden genomen in het aanvullend pensioen naarmate de omvang daarvan afneemt; dit om te compenseren voor het toegenomen aandeel van de risicovrije AOW in het totale pensioen. Lage inkomens zouden *ceteris paribus* een risicovoller aanvullend pensioen moeten krijgen dan hoge inkomens. In de pensioenregeling zou dan niet alleen differentiatie naar leeftijd, maar ook naar inkomensklasse moeten worden overwogen.

We zien bij risicopreferentieonderzoeken in de praktijk dat 'de gamma' veelal inclusief de AOW wordt gerapporteerd, dus onder de al dan niet stilzwijgende aanname van het ontbreken van een bestaansminimum. Er zijn echter ook voorbeelden die juist uitgaan van een gamma exclusief de AOW. Weer andere onderzoekers rapporten gamma's onder zowel de ene als de andere aanname. In dat geval is het interessant om te kijken naar het verband met het inkomen van de respondenten. Als de gamma inclusief AOW hoog is voor lage inkomens (en laag voor hoge inkomens), terwijl de gamma exclusief AOW min of meer inkomensonafhankelijk is, dan kan dit een indicatie zijn van de aanwezigheid van een bestaansminimum. Omgekeerd ondersteunt een steekproef waarin de gamma inclusief AOW niet wezenlijk verschilt tussen hoge en lage inkomens de alternatieve hypothese. In ieder

geval mag duidelijk zijn dat gamma's met en zonder AOW niet zomaar te vergelijken zijn. Het is daarom belangrijk om deze kwalificatie expliciet te vermelden.

Boven op de AOW komt de eveneens verplichte tweede pijler, het aanvullende pensioen via de werkgever. Anders dan de AOW is het doel van het aanvullende pensioen via de werkgever niet om in een gegarandeerde minimumuitkering te voorzien, maar om een adequaat aanvullend pensioen te verschaffen waarmee de levensstandaard kan worden voortgezet wanneer de looninkomsten na pensionering wegvallen. Het aanvullend pensioen hoeft dus minder zeker te zijn dan de AOW. De Wtp, die het aanvullend pensioen hervormt van een gegarandeerde naar een variabele uitkering, maakt dat expliciet.

Hoewel de premie-inleg in de tweede pijler volgens de lifecycle-theorie afgestemd zou moeten worden op individuele voorkeuren, blijft de mate van deelname aan het aanvullend pensioen voor verreweg de meeste werkenden voorgeschreven. De overwegingen daarbij zijn bekend: collectieve regelingen zijn vaak goedkoper dan individuele regelingen en verplichtingstelling voorkomt concurrentie op arbeidsvoorwaarden binnen een sector of beroepsgroep.

Maar de belangrijkste reden is wel dat de verplichtstelling ervoor zorgt dat mensen in voldoende mate, of zelfs überhaupt, voor hun pensioen sparen. Want anders dan in de lifecycle-theorie, die de mens als rationeel denkende *homo economicus* voorstelt, lijden mensen van vlees en bloed aan uitstelgedrag en kortzichtigheid. Het is gewoonweg erg verleidelijk om een verdiende euro meteen uit te geven. Door een deel gedwongen voor de oude dag te reserveren kom je niet in die verleiding.

Los van individuele menselijke tekortkomingen spelen ook marktomstandigheden een rol. Zo kunnen zelfstandigen zich genoodzaakt zien hun tarieven te drukken om niet weggeconcentreerd te worden in een markt waarin andere aanbieders geen of te weinig ruimte reserveren voor pensioenopbouw. Door te weinig te sparen riskeren ze niet alleen hun eigen oudedagsvoorziening, hun armlastigheid kan ook de samenleving in de toekomst parten spelen. De paternalistische ingreep van een spaarplicht ontnemt hun dan weliswaar een individuele vrijheid, tegelijk behoedt die de maatschappij voor grootschalige pensioenarmoede.

Bovenop het verplichte pensioen via de werkgever komt ten slotte de derde pijler met zijn individuele, fiscaal gefaciliteerde aanvullende pensioenvoorzieningen, waaraan deelname wel naar eigen goeddunken kan worden bepaald. Net als de eerste pijler blijft ook de derde pijler buiten de scope van de Wtp, al is er wel een indirecte invloed doordat de Wtp de fiscale jaarruimte sterk vergroot.

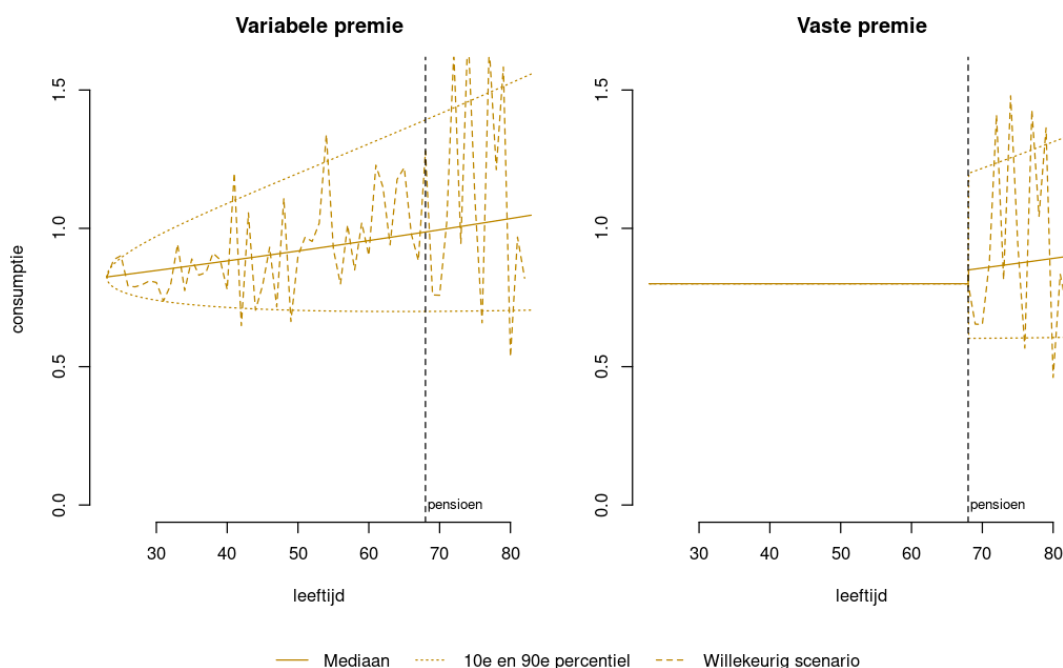
5.3 Ontwerpkeuze Wtp: vaste premie versus *consumption smoothing*

Met deze achtergrond in het achterhoofd keer ik terug naar de Wtp-ontwerpkeuze van een beschikbare premieregeling met een (in beginsel) vast premiepercentage en naar wat de lifecycle-theorie daarover zegt.

Bij een beschikbare premieregeling ligt de premie vast en is de hoogte van het pensioen een uitkomst van de beleggingsresultaten. Zo'n vaste premie is feitelijk in tegenspraak met de lifecycle-hypothese. Wanneer zich namelijk een onverwachte verandering in het vermogen voordoet, bijvoorbeeld door een meevaller op de beurs, dan zegt de theorie dat het hieruit voortvloeiende consumptievoordeel moet worden uitgesmeerd over de rest van het leven. Dat is het principe van de zogenoemde *consumption smoothing*. Er is dan niet alleen sprake van een verhoging van de pensioenuitkering, maar ook van een afname van de premie, die immers gepaard gaat met een verhoging van de consumptie tijdens de opbouwfase.

Door in plaats daarvan een vaste premie te hanteren, zoals in de Wtp, vervalt een belangrijk stuurmiddel voor het opvangen van schokken in de tijd, in het bijzonder rond de pensioendatum: de consumptie vóór pensioneren is (te) rigide, terwijl de aansluiting van de pensioenuitkering op het laatstverdiende inkomen minder goed te realiseren valt en er een flinke sprong naar beneden of juist naar boven kan plaatsvinden. Alle consumptieonzekerheid concentreert zich daardoor in de uitkeringsfase in plaats van over de hele levensloop. Idealiter zou de premie moeten reageren op dergelijke vermogensschokken. Een hybride systeem dat het midden houdt tussen een premieovereenkomst en een uitkeringsovereenkomst is dus eigenlijk optimaal.

Figuur 2. Consumptie over de levensloop bij optimale variabele premie (links) en bij vaste premie (rechts) in het standaard lifecycle-model



De grafieken in Figuur 2 illustreren dit verschijnsel: in het lifecycle-model worden financiële schokken uitgesmeerd over de hele levensloop en is de premie dus variabel, terwijl het uitsmeren van schokken bij een vaste premie beperkt is tot de (veel kortere) uitkeringsfase. Het te bereiken pensioen is daardoor (bij de optimale vaste premie) lager, terwijl de inkomensverandering op de pensioendatum abrupt is en, bij wijze van spreken, alle kanten op kan gaan.

Uiteraard is dit een karikatuur. In de praktijk ligt de premie niet voor eeuwig vast; ze wordt, bijvoorbeeld jaarlijks, in het arbeidscontract of in een collectieve arbeidsovereenkomst bijgesteld indien nodig. Maar het is geen automatisme dat daarbij rekening wordt gehouden met het lifecycle-beginsel. Bovendien concurreert de premie met het beschikbare budget voor salarisverhogingen, waardoor het niet evident is dat de premie omhoog kan als een schok op de financiële markten daarom vraagt.

Over hoe de premie zich in de toekomst ontwikkelt, ligt nu niets vast. Daarom wordt in scenarioberekeningen, zoals actuariële analyses bestemd voor pensioenbesturen, maar ook in pensioenprojecties die deelnemers moeten informeren (denk aan het pensioenoverzicht en het risicopreferentieonderzoek), veelal – al dan niet stilzwijgend – verondersteld dat het premiepercentage tot in de verre toekomst ongewijzigd blijft. Vooral de uitkomsten op de zeer lange termijn worden daardoor gekenmerkt door extreme scenario's met bijvoorbeeld zeer hoge vervangingsratio's door aanhoudend gunstige beleggingsresultaten. In werkelijkheid zal de premie in zo'n geval al veel eerder naar beneden zijn bijgesteld, waardoor die extremen zich amper voordoen.

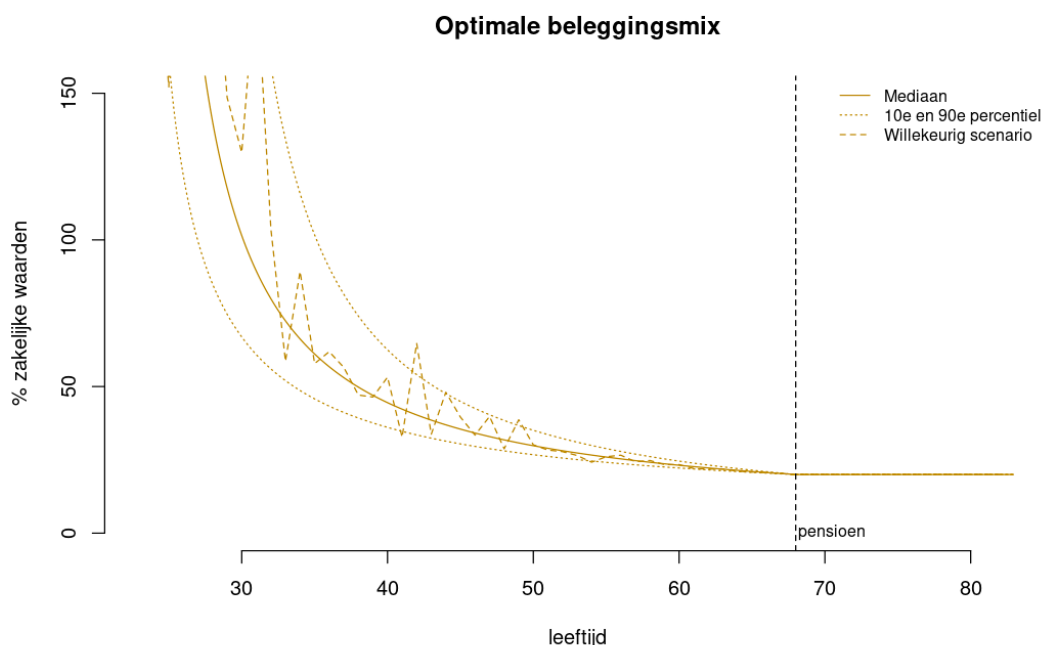
Een hier niet eerder genoemd ventiel dat soelaas kan bieden bij een al te grote inkomenssprong op de pensioendatum is het vervroegen dan wel uitstellen van het pensioen – feitelijk ook een vorm van (ont)sparen. Je mag verwachten dat de overgang naar beschikbare premieregelingen de behoefte doet toenemen om van die mogelijkheid gebruik te maken.

5.4 Beleggen

Dynamisch beleid versus leeftijdsstaffels

Ook de implicaties voor het beleggingsbeleid reiken verder dan leeftijdsafhankelijke afbouw van beleggingsrisico. Zo zorgt een beursmeevaller ervoor dat de risicodraagkracht, dat wil zeggen de verhouding tussen het resterende arbeidsinkomen en het opgebouwde kapitaal, sneller daalt dan verwacht. Het beleggingsrisico moet dan eerder worden afgebouwd, zodat de risicoblootstelling van het totale vermogen gehandhaafd blijft. Omgekeerd kan een tegenvaller ervoor zorgen dat er (tijdelijk) zelfs méér beleggingsrisico moet worden genomen dan tevoren. Dit kunnen zeer forse portefeuillebewegingen zijn, zeker aan het begin van de opbouwfase, als het menselijk kapitaal nog relatief groot is.

Figuur 3. Optimale portefeuillegewicht in zakelijke-waardenbeleggingen (zoals aandelen) over de levensloop in het standaard lifecycle-model



De beweeglijkheid van de optimale portefeuille neemt af naarmate de risicodraagkracht afneemt, om uiteindelijk in de uitkeringsfase te verdwijnen als het menselijk kapitaal op is. In plaats van deterministische toedelingsregels of lifecycles, die enkel afhangen van de leeftijd, is het optimale beleggingsbeleid dus eigenlijk een dynamisch beleid dat meebeweegt met veranderingen in de risicodraagkracht.

De grafiek in Figuur 3 illustreert de beweeglijkheid van de optimale beleggingsmix. In het begin van de levensloop is die groot. Naar mate de risicodraagkracht afneemt worden de fluctuaties kleiner. De onderbroken lijn illustreert de ontwikkeling van de optimale beleggingsportefeuille (met jaarlijkse bijsturing) in één scenariopad. Let wel: dit zijn fluctuaties van de optimale mix, niet rond een optimale mix.

Dergelijke grote portefeuilleaanpassingen zijn in het standaardmodel continu mogelijk (en zelfs noodzakelijk als er geleend wordt om te beleggen) omdat ze kosteloos zijn; de veronderstelde transactiekosten zijn immers nihil. Het meenemen van transactiekosten in een lifecycle-model, bijvoorbeeld proportioneel met het transactievolume, tempert de fluctuaties van de optimale mix. Niettemin zal de optimale mix dynamisch blijven en zich blijven aanpassen aan de veranderende risicodraagkracht.

Alleen in de uitkeringsfase is sprake van een deterministische optimale mix, in het bijzonder van een vaste optimale mix. Het menselijk kapitaal is dan verbruikt, zodat het vermogen enkel nog uit financieel kapitaal bestaat. Onder de veronderstellingen van het standaard lifecycle-model – waaronder een constante relatieve risicobereidheid – wordt dan een vast percentage van de portefeuille in zakelijke waarden belegd. Regelingen met een

collectieve uitkeringsfase, waarin sprake is van gelijke verhogingen of verlagingen voor alle gepensioneerden, zijn daar in zekere zin consistent mee.

Overigens blijkt het welvaartsverlies van een deterministische, ‘mediane’ lifecycle gering (de gestippelde lijn in Figuur 3), althans binnen de context van het standaard lifecycle-model. Simulatiestudies tonen aan dat het verlies beperkt blijft tot enkele basispunten (honderdsten van procenten) equivalent rendement per jaar, gerekend vanaf de aanvang van de levensloop.

Een dynamisch beleggingsbeleid, waarin gestuurd wordt op de daadwerkelijke risicodraagkracht in plaats van enkel op de leeftijd van deelnemers, is overigens volledig in lijn met de geest van de Wtp (waarin immers de inzichten uit de lifecycle-theorie worden aanbevolen). Er zijn voorbeelden uit de (internationale) individuele-DC-praktijk (*defined contribution*) die deze gedachte implementeren, zoals producten die de portefeuille dynamisch aanpassen met het oog op het behalen van een vooraf vastgelegd (pensioen)doel. Deze vinden echter tot dusver relatief weinig aftrek.

Overigens zit er bij de SPR ondanks deterministische toedelingsregels wel enige dynamiek in de collectieve beleggingsmix waarop gestuurd wordt: als gevolg van ontwikkelingen op de financiële markten fluctueert de verhouding tussen de opgebouwde vermogens van de diverse deelnemerscohorten in het collectief, waardoor er op totaalniveau iets meer of juist iets minder in risicovolle assets moet worden belegd. De portefeuille beweegt daardoor mee met de verdisconteringsrente en met de gemiddelde ouderdom van het deelnemersbestand. Deze – in omvang beperkte – fluctuaties zijn echter van een andere aard dan de veranderingen in de risicodraagkracht zoals bedoeld in de lifecycle-theorie.

Het is niet verwonderlijk dat er in de praktijk niet gekozen wordt voor die theoretisch optimale hybride overeenkomst waarin zowel de premie als de beleggingsmix meebeweegt met vermogensschokken. Niet alleen zou een dynamische premie complex en dus kostbaar zijn in de uitvoering, ook speelt mee dat deelnemers en ook werkgevers, die vaak een groot deel van de premie betalen, graag weten waar ze aan toe zijn. Voor het beleggingsbeleid zien we in de praktijk eveneens een voorkeur voor eenvoudig te implementeren en communiceren leeftijdsafhankelijke staffels. Dat zijn valide pragmatische overwegingen. Maar het zou onjuist zijn om te stellen dat de noodzaak van een beschikbare premiereregeling of het gebruik van deterministische lifecycles uit de theorie volgen.

Tot zover het algemene punt dat de theorie een dynamischer beleggingsbeleid impliceert dan een zuiver leeftijdsafhankelijke staffel. Daarnaast zijn er nog twee concrete plekken waar begrippen uit de theorie in de praktijk net anders worden ingevuld.

Twee concrete fricties in de praktijk

Definitie van de risicovrije belegging (HGRB)

Een ander element waar theorie en praktijk uiteenlopen is de definitie van de risicovrije belegging. In de Wtp komen we deze tegen als het 'hypothetisch geheel risicomijdende beleggingsbeleid', ook wel HGRB, dat relevant is bij de vastlegging van de risicohouding, namelijk in de zogenoemde verwachtingsmaatstaf. We zagen eerder dat de theorie voorschrijft dat een deel van het vermogen zoveel mogelijk risicovrij moet worden weggezet. In het standaardmodel, waarin alleen aandelenrisico een rol speelt en de rente constant is, is dat simpelweg een cash-allocatie. Alles wat je niet in aandelen stopt, gaat naar cash.

Anders wordt het, wanneer we ook met renterisico rekening houden. De rentegevoeligheid van het vermogen wordt dan relevant: zowel de rentegevoeligheid van het financieel kapitaal, die beïnvloed kan worden door de keuze van de looptijd van de beleggingen in vastrentende waarden, als de rentegevoeligheid van het menselijk kapitaal, die gegeven is. Een van de eenvoudigste manieren om het model in deze richting uit te breiden, is door middel van een Vasicek-specificatie zoals in Cairns et al. (2005), waarin de rente variabel is en de neiging heeft om terug te keren naar een langetermijngemiddelde. De optimale rentegevoeligheid (D_W) van het totale vermogen moet dan overeenkomen met het gewogen gemiddelde van de rentegevoeligheid van het menselijk kapitaal (D_H) en die van het financieel kapitaal (D_F):

$$D_W = D_H \frac{H}{H + F} + D_F \frac{F}{H + F}. \quad (5)$$

Omwillen van de leesbaarheid laat ik hier het onderschrift voor tijdsafhankelijkheid weg. Dit optimum wordt bereikt door de rentegevoeligheid van het financieel kapitaal gedurende de levensloop gelijk te stellen aan:

$$\frac{1}{\gamma} \left(-D_H \frac{H}{F} \right) + \left(1 - \frac{1}{\gamma} \right) \left(D_A \left(1 + \frac{H}{F} \right) - D_H \frac{H}{F} \right), \quad (6)$$

waarbij D_A de rentegevoeligheid van een (uitgestelde) annuïteit voorstelt.

Om het overzichtelijk te houden is hier afgezien van een termijnpremie. Verder blijft de formule voor het optimale portefeuillegewicht in aandelen – vergelijking (2) – intact, onder de aanname dat rente- en aandelenrisico niet gecorreleerd zijn. Beide aannames kunnen overigens eenvoudig veralgemeniseerd worden: het toevoegen van een termijnpremie leidt tot een speculatieve vraag naar vastrentende waarden, terwijl aandelen bijdragen aan de renteafdekking bij een positieve correlatie tussen rente- en aandelenschokken.

Vergelijking (6) laat zien dat er ook in dit model met zowel aandelen- als renterisico sprake is van een naar risicobereidheid gewogen optimale mix van twee deelportefeuilles. De samenstelling van de risicovrije belegging vinden we door de relatieve risicobereid-

heid ($1/\gamma$) gelijk te stellen aan 0: we krijgen dan een portefeuille zonder aandelen en alleen vastrentende waarden waarvan de rentegevoeligheid gelijk is aan:

$$D_A + \frac{H}{F}(D_A - D_H). \quad (7)$$

De rentegevoeligheid van de risicovrije belegging is tijdens het pensioen (H en D_H zijn dan 0) gelijk aan de rentegevoeligheid van de (resterende) pensioenuitkering ($D_F = D_A$) om zo een risicovrije uitkering zeker te stellen, het bekende *duration matching*. Echter, voorafgaand aan de pensioendatum is er, net als in het standaardmodel, sprake van leverage: de rentegevoeligheid van het financieel kapitaal moet dan groter zijn dan die van de uitgestelde annuïteit. Immers, het vermogen op totaalniveau moet een dusdanige rentegevoeligheid hebben, dat alle risico in de uitkering wordt uitgebannen. Aangezien dat totale vermogen uit financieel en menselijk kapitaal bestaat en de rentegevoeligheid van het menselijk kapitaal kleiner is dan die van de pensioenannuïteit (die immers verder in de toekomst ligt), moet de rentegevoeligheid van de beleggingsportefeuille dit verschil compenseren. Dit alles blijft verborgen in een model met constante rente.

In het risicovrije beleggingsbeleid moet dus niet alleen de rentegevoeligheid van het momenteel aanwezige financiële kapitaal worden afgestemd op de pensioenuitkering (bescherming van de bestaande opbouw), maar ook die van de toekomstige inleg (bescherming van bestaande én toekomstige opbouw). Zouden we dat niet doen, dan lopen we een onnodig renterisico, dat groter is naarmate we ons vroeger in de levensloop bevinden. Het negeren van die toekomstige inleg druist bovendien in tegen de grondgedachte van het lifecycle-beleggen, waarbij de aanwezigheid van menselijk kapitaal immers een cruciale rol speelt. Toch zien we in de praktijk dat bij de implementatie van het HGRB geen rekening wordt gehouden met de toekomstige inleg, vermoedelijk vanwege de onrealistisch grote leverageposities en lange looptijden die dit zou vergen – al mag gebrek aan realisme geen argument zijn bij een hypothetisch beleid, zou je zeggen. In ieder geval is het inconsistent om voor het aandelenrisico wél rekening te houden met menselijk kapitaal, maar voor het renterisico niet.

Overigens, het HGRB gaat nog een stapje verder in zijn hypothetische karakter, want het betreft een *reëel* risicovrij beleid. Dat wil zeggen dat ook het inflatierisico van de uitkering afgedekt moet worden, iets wat met het nominaal vormgegeven beschermingsrendement niet is te realiseren.

Solidariteit

Als laatste, maar zeker niet onbelangrijkste afwijking tussen praktijk en theorie wil ik het aspect solidariteit noemen. Met name in de solidaire premiereregeling zijn kenmerken opgenomen die tot doel hebben om solidariteit expliciet te organiseren en risico's te delen

tussen verschillende generaties en deelnemers. Het belangrijkste instrument is de solidariteitsreserve. Deze vangt negatieve financiële schokken op, waardoor pensioenuitkeringen minder volatiel zijn. Uiteraard zolang de reserve gevuld is.

In de standaard lifecycle-theorie ontbreekt een dergelijke buffer, simpelweg omdat solidariteitspreferenties geen deel uitmaken van dat denkkader. Het standaardmodel gaat uit van een op zichzelf gericht individu, dat niet behept is met sociale preferenties zoals mededogen of afgunst, zelfs niet achter de sluier der onwetendheid: de gedachte dat de pech of mazzel die een ander treft ook jou kan overkomen. In werkelijkheid spelen sociale preferenties een grote rol; zie Fehr en Charness (2025) voor een recent overzicht. Zonder die sociale context is een solidariteitsbuffer altijd suboptimaal. Dat is goed om voor ogen te houden bij welvaartsanalyses van beleidsvarianten waarin het standaard lifecycle-model als vergelijkingsmateriaal wordt ingezet. Een beleidsvariant met oog voor solidariteit staat daarin al op voorhand met 1-0 achter.

Toch laat onderzoek zien dat sociale preferenties diepgeworteld zijn in de samenleving en het is dan ook terecht dat de pensioenhervorming hier oog voor blijft houden. Je zou kunnen stellen dat het de economische wetenschap is die hier stappen kan zetten: er is nog weinig theorievorming waarin sociale preferenties serieus genomen worden met beleidsbepalende invloed.

6. Conclusie

Samengevat is te stellen dat de lifecycle-theorie met verve haar intrede heeft gedaan in ons nieuwe pensioenstelsel. Misschien moet je zeggen: eindelijk, want buiten de landsgrenzen zijn hierdoor geïnspireerde spaarvormen als lifecycle-beleggingsfondsen en *target date funds* al lang in zwang. En we moeten niet vergeten dat dit eigenlijk ook al gold voor de in Nederland relatief kleine derde pijler. Maar nu het gedachtegoed ook tot de grote, verplicht-gestelde aanvullende pensioenen is doorgedrongen, kunnen we spreken van een zegetocht van formaat.

Diverse belangrijke elementen van de theorie zijn in de Wtp terecht gekomen: het afschaffen van de moeilijk financierbare garanties van de uitkeringsovereenkomst, het lifecycle-beleggen met aandacht voor zowel risicobereid als risicodraagkracht van de deelnemer, de splitsing van de beleggingsportefeuille in een beschermend en een risicodragend deel, en de introductie van het risicopreferentieonderzoek onder de deelnemers aan de pensioenregeling.

Tegelijk zien we dat de Wtp ook veel zaken links heeft laten liggen. Vanwege de vaste premie is de mogelijkheid om consumptierisico te spreiden over de levensloop zeer beperkt. In feite heeft de aansluiting met de lifecycle-hypothese dus vooral betrekking op het beleggingsbeleid. Maar ook daar moeten we vaststellen dat de voorgeschreven leeftijdsafhankelijke afbouw van beleggingsrisico eigenlijk een vereenvoudiging is van een optimaal dynamisch beleggingsbeleid op basis van de actuele risicodraagkracht.

Is het glas halfleeg of halfvol? Het is maar hoe je ernaar kijkt.

Overzicht van verschillen en overeenkomsten tussen de Wtp en de lifecycle-theorie

Wtp	Lifecycle-theorie
1. Sparen	
Uitgesmeerd over de opbouwfase	Uitgesmeerd over de opbouwfase
Premieovereenkomst	Hybride vorm tussen premie- en uitkeringsovereenkomst
2. Beleggen	
Mix bescherming en overrendement	Mix bescherming en overrendement
Bescherming gericht op nominale zekerheid	Bescherming gericht op reële zekerheid
Bescherming van bestaande opbouw	Bescherming van bestaande opbouw én toekomstige inleg
Mix hangt af van risicobereidheid (collectief)	Mix hangt af van risicobereidheid (individueel)
Leeftijdsafhankelijk (deterministisch)	Leeftijdsafhankelijk (stochastisch)
Beperkt lenen (SPR), niet lenen (FPR)	Onbeperkt lenen
3. Uitkering	
Levenslang	Levenslang
Beperkte risicoblootstelling	Beperkte risicoblootstelling (constant)
Solidariteitsbuffer	Niet van toepassing

Literatuur

- Bovenberg, L., Koijen, R., Nijman, T. & Teulings, C. (2007). *Saving and investing over the life cycle and the role of collective pension funds*, Netspar Panel Paper 1.
- Cairns, A., Blake, D. & Dowd, K. (2005). Stochastic lifestyling: Optimal dynamic asset allocation for defined benefit pension plans, *Journal of Economic Dynamics & Control* 30, pp. 843-877.
- Fehr, E. & Charness, G. (2025). Social Preferences: Fundamental Characteristic and Economic Consequences, *Journal of Economic Literature* 63(2), pp. 440-514.
- Merton, R.C. (1969). Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous Time Case, *The Review of Economics and Statistics* 51(3), pp. 247-257.
- Samuelson, P.A. (1969). Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming, *The Review of Economics and Statistics* 51(3), pp. 239-246.

Hoofdstuk 5

Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

Jorgo Goossens
Rogier Potter van Loon

Inhoudsopgave

Samenvatting	134
1. Introductie	135
2. Kenmerken van de regeling en afbakening	136
3. Besluitvormingskader: rationeel én emotioneel	140
4. Simpele voorbeelden van matchmaking	146
5. Simulatie van pensioenregelingen	152
6. Analyse voor de Nederlandse populatie van gepensioneerden	159
7. Contractvarianten: garanties, spreiden en projectierendement	164
8. Conclusie	169
Referenties	171

Te citeren als:

Goossens, J. & Van Loon, R. (2026). *Hst.5: Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?*
In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Jorgo Goossens – Radboud University Nijmegen, Tilburg University
Rogier Potter van Loon – Erasmus University Rotterdam, TKP Pensioen

Samenvatting

Jorgo Goossens en Rogier Potter van Loon¹

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) maakt het mogelijk om variabele uitkeringen beter te laten aansluiten bij de voorkeuren van deelnemers. Op basis van gegevens van 1.940 Nederlandse gepensioneerden laten wij zien dat substantiële welvaartswinsten haalbaar zijn wanneer pensioenproducten worden gedifferentieerd. Het optimaliseren van het aandelenrisicoprofiel leidt tot een 19 tot 26 procent hogere welvaart dan een uniform profiel, afhankelijk van de gehanteerde rationele en/of emotionele maatstaf. Wanneer het contractuele ontwerp centraal staat (gegeven 40 procent aandelen), genereren varianten zoals spreiding, garantie en projectierendement eveneens betekenisvolle verschillen: de best passende variant verhoogt de welvaart met 8 tot 15 procent. Deze resultaten tonen aan dat maatwerk in zowel risicoprofiel als contractkenmerken de aansluiting tussen pensioenuitkomsten en deelnemersvoorkeuren substantieel kan verbeteren. De resultaten dienen te worden geïnterpreteerd als economische inzichten, aangezien de simulaties gestileerd zijn en abstraheren van diverse gedragsmatige voorkeuren die de beleving van variabele uitkeringen kunnen beïnvloeden.

¹ Wij danken Anne Balter, Eduard Ponds, Onno Steenbeek, de deelnemers aan de Netspar Pensioendag 2025 en collega's bij APG en TKP voor hun waardevolle opmerkingen.

1. Introductie

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) markeert een fundamentele verschuiving in de inrichting van het Nederlandse pensioenstelsel. Variabele uitkeringen krijgen een grotere rol, waardoor het belangrijker wordt om risicoprofielen expliciet af te stemmen op de voorkeuren en kenmerken van deelnemers. Tegelijkertijd moeten pensioenuitvoerders en fondsen keuzes maken over contractelementen zoals garanties, spreiding en het projectierendement. Deze keuzes bepalen mede hoe pensioenuitkeringen zich over de tijd ontwikkelen en creëren daarmee ruimte om pensioenproducten beter te laten aansluiten bij wat deelnemers belangrijk vinden. Dat vereist inzicht in hoe deelnemers hun pensioen waarderen. Uitsluitend ratio-nele benaderingen zijn niet altijd voldoende: veel deelnemers hechten niet alleen waarde aan het verwachte niveau van hun pensioenuitkering, maar ook aan de stabiliteit van het uitkeringspad en aan het vermijden van tussentijdse dalingen.

In dit artikel ontwikkelen wij een geïntegreerd besluitvormingskader dat zowel rationele voorkeuren (risicoaversie, risicodraagvlak en tijdsvoorkeur) als emotionele voorkeuren (verliesaversie) expliciet meeneemt. Door beide dimensies te vertalen naar zekerheidsequivalenten kunnen uiteenlopende pensioenregelingen op een uniforme en economisch interpreteerbare manier worden vergeleken. Met gegevens van 1.940 gepensioneerden analyseren wij hoe zes aandelenrisicoprofielen en verschillende contractvarianten uitwerken op rationeel, emotioneel en gecombineerd welzijn. De resultaten laten zien dat de heterogeniteit binnen de gepensioneerde populatie groot is en dat maatwerk in risicoprofielen en contractelementen substantiële welvaartswinsten kan opleveren. Ons analyse- en simulatiekader is daarbij bewust gestileerd en gericht op het inzichtelijk maken van economische afruilen; de implicaties van deze afbakening bespreken wij expliciet bij de interpretatie van de resultaten.

Leeswijzer

In paragraaf 2 beschrijven we de economische bouwstenen van de Wtp-uitkeringsfase. In paragraaf 3 introduceren we het rationele levenscyclusmodel, dat we in paragraaf 4 aanvullen met gedragseconomische componenten en gestileerde voorbeelden. In paragrafen 5, 6 en 7 presenteren we de empirische resultaten voor voorbeeldportefeuilles, de populatie van 1.940 gepensioneerden en de contractelementen. Paragraaf 8 sluit af met de belangrijkste conclusies.

2. Kenmerken van de regeling en afbakening

Afbakening en interpretatie van de Wtp

De Wtp onderscheidt twee varianten voor de uitkeringsfase: de solidaire premieregeling (SPR) en de flexibele premieregeling (FPR). In de SPR wordt gewerkt met één collectieve lifecycle en uitgebreide risicodeling, terwijl de FPR meer ruimte biedt voor individuele lifecycles en keuzevrijheid, maar met beperktere onderlinge risicodeling.

In de analyse die volgt hanteren wij een gestileerde representatie van de Wtp-uitkeringsfase, waarin afzonderlijke economische bouwstenen van beide varianten worden geanalyseerd en, waar relevant, gecombineerd. Deze benadering is bewust gekozen om de onderliggende economische afruilen tussen risico, uitkeringsvolatiliteit, garanties en intertemporele consumptie te expliciteren. Ons model vormt daarmee geen exacte replica van een specifieke SPR- of FPR-regeling. Sommige combinaties van instrumenten die wij analyseren zijn conceptueel denkbaar en beleidsmatig relevant, maar vereisen binnen de huidige wettelijke kaders nadere keuzes of aanpassingen. De resultaten dienen daarom te worden geïnterpreteerd als economische inzichten in ontwerpkeuzes, niet als directe implementatievoorstellen binnen de huidige wetgeving.

Daarnaast abstraheert ons besluitvormingskader van een aantal voorkeuren en gedragskenmerken die in de gedrags- en pensioenliteratuur als potentieel relevant worden beschouwd. Zo modelleren wij geen expliciete referentie-afhankelijkheid buiten jaar-op-jaar verliesaversie, geen myopische verliesaversie met endogene evaluatiefrequentie, geen ambiguïteitsaversie ten aanzien van rendementen, geen spijtaversie bij ex post vergelijking van contractkeuzes en geen verschillen in locus of control bij beleggingsuitkomsten. Indien dergelijke voorkeuren sterk aanwezig zijn in de deelnemerspopulatie, kan dit leiden tot een andere inschatting van de aantrekkelijkheid van variabele uitkeringspaden en hogere risicoblootstellingen. Het modelleren van al deze dimensies binnen één geïntegreerd raamwerk valt buiten de scope van dit artikel, maar is een uitdaging voor toekomstig onderzoek en beleidsinterpretatie.

In dit artikel werken wij, voor de duidelijkheid en eenvoud, met nominale pensioenuitkeringen. Dat betekent dat uitkeringen worden uitgedrukt in euro's van het betreffende jaar en dat inflatie niet expliciet wordt gemodelleerd. Vanuit rationeel perspectief is consumptie in reële termen uiteindelijk bepalend voor nut. In eerdere analyses hebben wij echter vastgesteld dat een nominale en een reële benadering in deze context slechts marginale verschillen opleveren en tot dezelfde kwalitatieve conclusies leiden. Om de analyse overzichtelijk te houden en de focus te leggen op de afruilen tussen risico, spreiding en garanties, beperken wij ons daarom tot nominale uitkeringen.

Varianten in de uitkeringsfase

Onder de Wtp bestaan de volgende twee varianten voor de uitkeringsfase:

- SPR: één collectieve lifecycle voor alle deelnemers, met beperkte individuele keuzevrijheid en brede risicodeling via collectieve mechanismen.
- FPR: individuele lifecycles met meer keuzevrijheid, maar met beperktere mogelijkheden voor onderlinge risicodeling, waaronder de optie van een volledig vaste, risicoloze uitkering.

Hoewel de juridische invulling verschilt, zijn beide varianten opgebouwd uit vergelijkbare economische bouwstenen, zoals doorbeleggen na pensioendatum, jaarlijkse aanpassing van de uitkering en contractelementen als risicodeling, spreiding van rendementen en het gebruik van een projectierendement. In dit artikel richten wij ons uitsluitend op de uitkeringsfase; de opbouwfase blijft buiten beschouwing. Onder zowel de SPR als de FPR blijft het pensioenkapitaal na pensioendatum (gedeeltelijk) belegd. De kernvraag is daarom hoe het doorbeleggen na pensioendatum, gegeven een bepaald pensioenkapitaal, kan worden vormgegeven en gewaardeerd vanuit rationeel en emotioneel perspectief.

Lifecycle en risicoprofielen

Tijdens de uitkeringsfase analyseren wij variatie in de blootstelling aan aandelenrisico en in het gebruik van contractelementen om een breed spectrum aan economische profielen te bestrijken. Een volledig vaste uitkering (zonder doorbeleggen) fungeert als referentiepunt en komt overeen met 0 procent aandelen en volledige renteafdekking. Dit profiel interpreteren wij als een nominaal vast pensioen zonder indexatie.

In onze simulaties analyseren wij zes gestileerde lifecycleprofielen met 0 procent, 20 procent, 40 procent, 60 procent, 80 procent of 100 procent aandelen, gecombineerd met een basisrenteafdekking van 80 procent (100 procent bij 0 procent aandelen). Deze profielen bestrijken het spectrum van volledig defensief tot zeer offensief en zijn bedoeld om verschillen in risico-expositie, uitkeringsvolatiliteit en verwacht pensioen inzichtelijk te maken. De gekozen combinaties zijn economisch gemotiveerd en vormen geen exacte afspiegeling van de wettelijke beleggingsrestricties binnen de SPR of FPR afzonderlijk.

Jaarlijkse aanpassing van de uitkering

Bij variabele uitkeringen wordt de hoogte van de pensioenuitkering jaarlijks aangepast op basis van gerealiseerde beleggingsrendementen en de voorschriften uit de Wtp. Zonder aanvullende maatregelen leidt dit tot directe doorwerking: positieve en negatieve rendementen vertalen zich een-op-een in hogere of lagere uitkeringen. Deze directe doorwerking kan grote volatiliteit veroorzaken, wat veel deelnemers als onwenselijk ervaren.

Mechanismen zoals spreiding van mee- en tegenvallers kunnen deze schommelingen dempen door rendementen over meerdere jaren uit te smeren. In onze analyse beschouwen wij deze aanpassingsmechanismen als afzonderlijke ontwerpkeuzes, los van hun specifieke juridische inbedding binnen de SPR of FPR.

Neerwaartse bescherming en garantie via solidariteitsreserve

Binnen de Wtp kunnen neerwaartse risico's in de uitkeringsfase op verschillende manieren worden beperkt. In de SPR kan een solidariteitsreserve worden ingezet om tegenvallers op te vangen en uitkeringen aan te vullen, terwijl in de FPR een risicodelingsreserve kan worden gebruikt, zij het in beperktere mate en afhankelijk van fondskeuzes. In de praktijk worden dergelijke reserves doorgaans gevoed vanuit het overrendement (SPR) of vanuit het individuele kapitaal op pensioendatum (FPR). De precieze vormgeving, dynamiek en het verloop van deze reserves verschillen sterk tussen uitvoerders en blijven buiten de scope van dit artikel.

In onze analyse modelleren wij uitsluitend de uitkeringsfase en abstraheren wij bewust van de juridische en operationele details van reserves, dynamisch beleggingsbeleid of optieconstructies. In plaats daarvan analyseren wij een functioneel economisch equivalent van neerwaartse bescherming: een pensioenvariant waarbij de hoogst gerealiseerde uitkering gedurende de uitkeringsfase wordt gegarandeerd, zodat nominale dalingen in de uitkering niet mogelijk zijn. Deze garantievariant beschouwen wij expliciet los van de specifieke juridische inbedding binnen de SPR of FPR.

De garantie wordt ex ante gefinancierd vanuit het individuele pensioenkapitaal en resulteert in een lagere aanvangsuitkering. In onze simulaties bedraagt deze reductie circa 14 procent, wat nodig is om de toekomstige verplichting van de garantie te kunnen dragen gegeven het beleggingsrisico in de uitkeringsfase. De garantie betreft expliciet de hoogst genoten uitkering; de eerste uitkering is niet gegarandeerd en kan juist lager uitvallen als gevolg van de ex ante financiering van de garantie.

Deze gestileerde benadering stelt ons in staat om het effect van neerwaartse bescherming op zowel rationeel als emotioneel nut te isoleren, zonder uitspraken te doen over concrete implementaties via reserves, dynamische beleggingsstrategieën of financiële derivaten. De garantievariant is met name relevant vanuit emotioneel perspectief, omdat zij tussentijdse dalingen in de uitkering uitsluit en daarmee direct inspeelt op verliesaversie bij deelnemers. Onze resultaten dienen daarom te worden geïnterpreteerd als economische inzichten in de waarde van garanties voor deelnemers en niet als uitspraken over specifieke uitvoeringsmechanismen binnen de huidige pensioenpraktijk.

Spreiding van mee- en tegenvallers

In plaats van volledige directe doorwerking van beleggingsschokken kunnen rendementen worden gespreid over meerdere jaren. Spreiding resulteert in een stabielere korte termijn uitkeringspad, doordat verliezen in een bepaald jaar gedeeltelijk worden gecompenseerd door resultaten in andere jaren. Dit ‘gladstrijken’ verlaagt de jaarlijkse volatiliteit van de uitkering, maar verlengt tegelijkertijd de doorwerking van eerdere mee- en tegenvallers.

Op langere termijn kan het risico hierdoor toenemen, omdat opgestapelde verliezen alsnog in latere jaren verwerkt moeten worden (Kokken et al., 2024).² Onze baseline veronderstelt geen spreiding. In de analyse onderzoeken wij zowel milde als sterkere spreidingsmechanismen, bijvoorbeeld via drie- of vijfjaarsmiddeling van rendementen.

Projectierendement

Bij de aankoop van een variabele annuïteit wordt een projectierendement gebruikt om het beschikbare pensioenkapitaal om te rekenen naar de initiële uitkering. Dit projectierendement weerspiegelt de veronderstelde toekomstige beleggingsopbrengsten. Een hoger projectierendement leidt tot een hogere startuitkering, maar vergroot de kans op latere dalingen. Een lager projectierendement verlaagt de startuitkering, maar verkleint de kans op kortingen en kan ruimte bieden voor toekomstige indexatie.

In de praktijk pleiten veel uitvoerders voor een conservatieve insteek om volatiliteit te beperken en stabiliteit te bevorderen. In onze analyse beschouwen wij zowel optimistische als conservatieve projectierendementen als afzonderlijke ontwerpkeuzes.

Overige afbakening

Andere keuzedimensies in de uitkeringsfase, zoals partnerpensioen, langlevensrisico en macro-economische schokken, blijven buiten beschouwing. De focus van dit artikel ligt op de kernafruilen in de vormgeving van variabele pensioenuitkeringen en op de wijze waarop deze afruilen door deelnemers rationeel en emotioneel worden gewaardeerd.

2 In tegenstelling tot Kokken et al. (2024) modelleren wij geen dynamisch beleggingsbeleid of continue herallocatie van de portefeuille. Onze analyse abstraheert van de beleggingsimplementatie en richt zich uitsluitend op het economische effect van spreidingsmechanismen en neerwaartse bescherming (via een garantie) op de uitkeringsstroom.

3. Besluitvormingskader: rationeel én emotioneel

In deze sectie beschrijven wij het besluitvormingskader waarmee we bepalen welk pensioenprofiel het beste aansluit bij de voorkeuren van een deelnemer. In subparagraaf 3.1 introduceren we het rationele levenscyclusmodel, waarin deelnemers consumptie over hun levensloop maximaliseren. In subparagraaf 3.2 voegen we gedragseconomische voorkeuren toe, met name verliesaversie, om naast rationeel nut ook het ervaren welzijn mee te nemen.

3.1 Rationeel levenscyclusmodel

Het rationele kader volgt de klassieke theorie van verwachte nutmaximalisatie: een deelnemer kiest het pensioenprofiel dat de hoogste verwachte welvaart oplevert gegeven diens (tijdsstabile en -consistente) voorkeuren en financiële situatie. De kernparameters zijn risicoaversie (γ), tijdsvoorkeur (δ) en risicodraagvlak (φ).

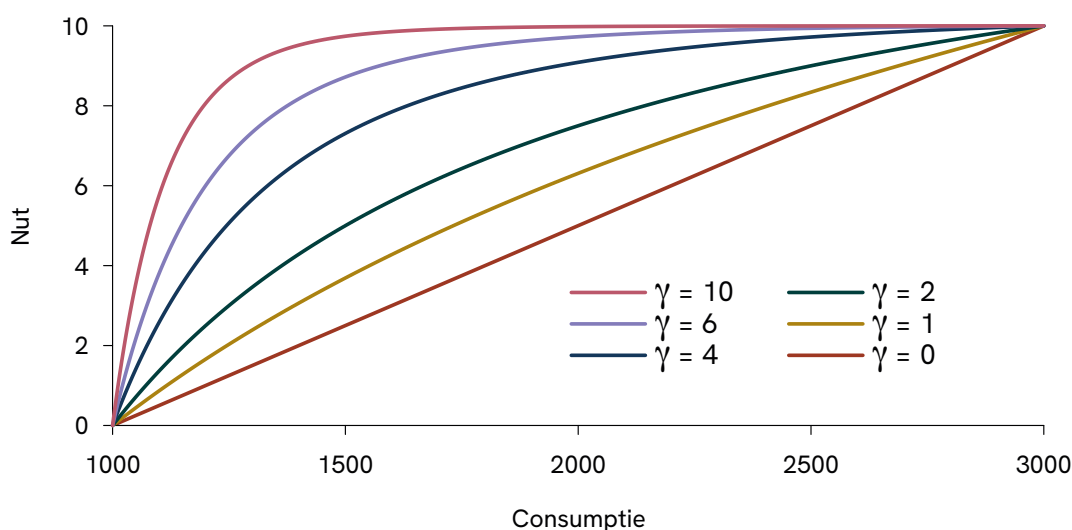
Risicoaversie (γ)

Risicoaversie modelleren wij met een CRRA-nutsfunctie:

$$U(c_t) = \frac{c_t^{1-\gamma}}{1-\gamma},$$

waarbij een hogere γ staat voor een sterkere afkeer van onzekerheid. Bij $\gamma = 0$ is de deelnemer risiconeutraal; bij hogere waarden wordt extra consumptie steeds minder waard (afnemend marginaal nut). Figuur 1 illustreert dit. Rationele voorkeuren impliceren dat deelnemers een afweging maken tussen een hoger verwacht pensioen en een hogere kans op schommelingen. De CRRA-vorm sluit aan bij de empirische literatuur en bij de manier waarop pensioenuitvoerders risicoprofielen operationaliseren.

Figuur 1. Nutsfunctie bij γ -waarden van 0, 1, 2, 4, 6 en 10



De weergegeven nutsfuncties zijn affien getransformeerd en genormaliseerd voor illustratieve doeleinden; nut is ordinaal. De horizontale as geeft consumptie weer relatief aan een referentieniveau, waardoor het nulpunt van nut geen directe economische betekenis heeft.

Risicodraagvlak (φ)

Het **risicodraagvlak** geeft de mate weer waarin een deelnemer afhankelijk is van het belegd pensioenvermogen. De parameter φ is gedefinieerd als het aandeel van het totale levenslange inkomen dat afkomstig is uit het tweedepijlerpensioen:

$$\varphi = \frac{2e \text{ pijler vermogen}}{2e \text{ pijler vermogen} + AOW \text{ (en overige garanties)}}$$

Een lage waarde van φ betekent dat een deelnemer relatief minder afhankelijk is van het beleggingskapitaal en een groter deel van het inkomen ontvangt uit gegarandeerde bronnen. Binnen dit kader kan een deelnemer objectief meer beleggingsrisico dragen. Voor gepensioneerden verandert φ in verwachting slechts beperkt over de tijd, aangezien AOW-uitkeringen en eventuele DB-garantie-inkomens relatief stabiel zijn.³

Afbakening: risicodraagvlak en bestaansminimum

In onze analyse hanteren wij een CRRA-nutskader zonder expliciet bestaansminimum.

Binnen dit kader impliceert een lagere φ dat een groter deel van het inkomen gegarandeerd is, waardoor het marginale nut van extra consumptie lager is en een deelnemer objectief

3 In onze dataset (gepensioneerden) nemen we aan dat AOW en eventuele andere uitkeringen nominale garanties zijn (risicovrij). Voor werkenden zou φ uiteraard gedurende de loopbaan kunnen dalen (sparen) en is human capital van belang, maar dat valt buiten onze scope. Eventuele inflatierisico's in AOW of indexatie-onzekerheid in DB-pensioen nemen we hier niet mee.

meer beleggingsrisico kan dragen. In de praktijk kan deze relatie complexer zijn. Wanneer een bestaansminimum relevant is (Campbell en Cochrane, 1999), kan een laag aanvullend pensioen juist betekenen dat risico op dit deel minder wenselijk is. Dergelijke voorkeuren vallen echter buiten het CRRA-kader en vereisen een alternatieve nutspecificatie. Zie Berkeljon et al. (2025) voor een uitgebreide bespreking van pensioenkeuzes onder niet-CRRA-voorkeuren met een expliciet bestaansminimum.

Tijdsvoorkeur (δ)

Toekomstige consumptie wordt gediscoteerd met een individueel discontopercentage δ .⁴ Een hogere waarde van δ duidt op meer ongeduld: toekomstige pensioenuitkeringen wegen dan minder zwaar dan huidige consumptie. In onze stilistische voorbeelden (paragraaf 4) variëren wij δ om de effecten van tijdsvoorkeuren inzichtelijk te maken. In de simulaties (paragraaf 5) houden wij δ voor alle deelnemers gelijk voor een overzichtelijke analyse, terwijl wij in de empirische analyse voor de Nederlandse bevolking (paragraaf 6) gebruikmaken van individueel geschatte tijdsvoorkeuren.

Afbakening: levensverwachting en tijdsvoorkeur

Onze analyse abstraheert van expliciete heterogeniteit in levensverwachting en langlevensrisico. Conceptueel is het mogelijk dat levensverwachting samenhangt met tijdsvoorkeuren en met de waardering van hoog-laag- versus laag-hoog-uitkeringsprofielen: individuen met een kortere verwachte levensduur hebben rationeel meer baat bij *frontloading* van consumptie. Empirisch blijkt deze samenhang echter beperkt. Goossens, Knoef en Ponds (2022) laten zien dat tijdsvoorkeuren, risicoaversie en *present bias* niet statistisch significant samenhangen met zelfgerapporteerde levensverwachting, in lijn met Chao et al. (2009). Dit suggereert dat het buiten beschouwing laten van expliciete heterogeniteit in levensverwachting de interpretatie van onze voorkeursparameters slechts beperkt beïnvloedt. Onze resultaten moeten daarom worden geïnterpreteerd als conditioneel op gegeven levensverwachtingen.

4 Wij gebruiken δ in dit artikel als individueel discontopercentage. Dit wijkt af van een deel van de economische literatuur, waarin δ vaak de disconteringsfactor aanduidt en een hogere waarde juist méér geduld impliceert. Bij ons betekent een hogere δ dat toekomstige consumptie sterker wordt verdisconteerd, en dus meer ongeduld, wat in lijn is met een deel van de financieel economische literatuur.

Berekening van rationeel nut en zekerheidsequivalent

Voor iedere deelnemer simuleren wij de toekomstige pensioenuitkeringen onder verschillende levenscyclusprofielen. Consumptie per jaar wordt gewaardeerd met het nut ($U(C_t)$) en de discontovoet (δ).⁵

Het totale nut is:

$$E \left[\sum_t (1 + \delta)^{-t} U(C_t) \right].$$

Rationele nutswaarden zijn lastig te interpreteren in absolute vorm, daarom drukken wij ze uit in een zekerheidsequivalent ($ZE_{rationeel}$): het constante maandelijkse pensioen dat dezelfde nutswaarde oplevert als de variabele uitkering.⁶ Het ZE is direct in euro's vergelijkbaar met vaste uitkeringen. Voorbeeld: een variabel profiel met $ZE = 1.050$ euro wordt rationeel verkozen boven een vast pensioen van 1.000 euro.

3.2 Gedragseconomische voorkeuren: verliesaversie

Veel deelnemers gedragen zich niet als homo economicus, maar als homo sapiens: zij reageren gevoelig op dalingen, onzekerheid en volatiliteit, zelfs als het verwachte pensioen hoger is. Een belangrijk ingrediënt om daadwerkelijk gedrag te beschrijven, is verliesaversie: deelnemers reageren op tussentijdse verliezen die optreden in hun pensioenuitkering, bijvoorbeeld als gevolg van verliezen in hun pensioenbeleggingen (Benartzi & Thaler, 1995; Tversky & Kahneman, 1992). Deelnemers zijn dus niet enkel bezig met het verkrijgen van een goed pensioen, maar willen ook goed slapen in de tussentijd (Alserda en Potter van Loon, 2020).

Verliesaversie (λ)

Verliesaversie houdt in dat dalingen zwaarder worden gevoeld dan stijgingen van dezelfde omvang. In de literatuur worden typische waarden van $\lambda \approx 2$ gevonden (Tversky & Kahneman, 1992): een verlies van 100 euro doet ongeveer evenveel pijn als de vreugde van een winst van 200 euro. Dit principe verklaart waarom deelnemers negatieve emotionele reacties hebben op tijdelijke kortingen, zelfs als de uitkering gemiddeld hoger ligt.

5 De overlevingskans zit verwerkt in de discontovoet. We gebruiken sterftetafels (AG-2024) om de overlevingskansen in elk jaar te modelleren. Zo weegt nut later in de uitkeringsfase automatisch minder zwaar, overeenkomstig de kans dat de deelnemer dan nog leeft.

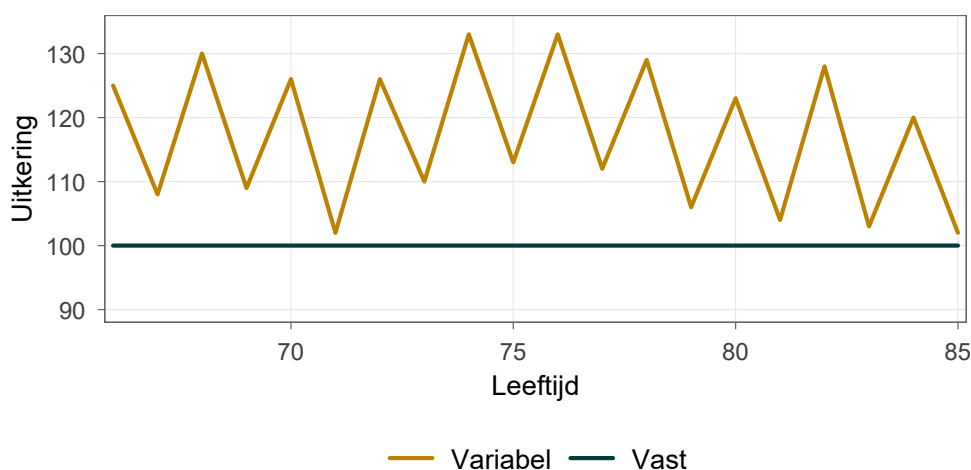
6 Voor de bepaling van het zekerheidsequivalent volgen wij de methode uit Knoef et al. (2022). In het bijzonder beschrijven Appendices B en D van dat artikel de formele definitie van het zekerheidsequivalent en de analytische afleiding en implementatie waarmee verwachte nutswaarden worden vertaald naar zekerheidsequivalenten in euro's. Wij verwijzen de lezer hiernaar voor de exacte formules.

Ook relateert dit aan *myopic loss aversion* (Benartzi & Thaler, 1995): wie vaak kijkt naar het pensioen, ziet vaker dalingen en ervaart daardoor meer pijn.

Verliesaversie is in de pensioencontext relevant, omdat deelnemers hun uitkeringen door- gaans op jaarbasis evalueren. Hierdoor kunnen zelfs kleine dalingen veel negatieve emoties oproepen. Een pensioenprofiel dat vanuit rationeel perspectief optimaal is, kan daarom emotioneel als ongunstig worden ervaren. Bovendien versterken angst voor verliezen en de aversie tegen mogelijke teleurstellingen zowel defaulteffecten als keuze-inertie: deelnemers blijven liever bij een zekere, bekende optie dan een variabel profiel dat tijdelijk kan dalen.

Figuur 2 illustreert dat een variabele uitkering met jaarlijkse pieken en dalen emotioneel slechter kan scoren dan een lagere maar stabiele vaste uitkering. Ook al is het verwachte bedrag hoger, de daling van 120 euro naar 101 euro wordt veel sterker gevoeld dan een stijging van 100 naar 120 euro.

Figuur 2. Voorbeeld realisatie van een vaste en variabele uitkering



Modellering

Om verliesaversie kwantitatief mee te nemen introduceren we parameter λ . Bij jaar-tot-jaar-evaluatie vergelijken we de uitkering (C_t) met referentiepunt (C_{t-1}):

Als : $C_t > C_{t-1}$ winst, waardering = $+(C_t - C_{t-1})$

Als : $C_t < C_{t-1}$ verlies, waardering = $-\lambda|C_t - C_{t-1}|$

Voor elke simulatie berekenen we zo een emotioneel nutspad, dat we – net als rationeel nut – weergeven als een emotioneel zekerheidsequivalent ($ZE_{emotioneel}$). Een variabel profiel met een emotioneel zekerheidsequivalent ($ZE_{emotioneel}$) van 900 euro voelt voor een verliesaverse deelnemer gelijk aan een stabiel pensioen van 900 euro per maand. Als een vaste uitkering 1.000 euro bedraagt, geeft de deelnemer daarom de voorkeur aan het vaste pensioen, zelfs wanneer het variabele profiel rationeel een hoger verwacht nut heeft. De

tijdelijke dalingen in het variabele pad wegen emotioneel zwaarder dan de stijgingen, waardoor het geheel als minder aantrekkelijk wordt ervaren.

Verliesaversie en risicoaversie zijn verschillende fenomenen. In ons model vat γ de algemene risicoaversie over de levenscyclusconsumptie samen, terwijl λ specifiek de gevoeligheid voor verliezen op de korte termijn beschrijft. We voegen geen extra nutskromming toe voor dergelijke kleine korte termijn fluctuaties, omdat dit effect gering is ten opzichte van de dominante rol van γ en λ . We sluiten hierbij aan bij de bevindingen van Kahneman en Tversky (1992), die slechts een beperkte lokale kromming rapporteren.

Om rationeel en emotioneel nut te combineren gebruiken we – standaard, tenzij anders vermeld – een gewogen som:

$$ZE_{totaal} = (1 - \varepsilon) * ZE_{rationeel} + \varepsilon * ZE_{emotioneel}$$

We kiezen $\varepsilon = 0,5$. Het gewicht is normatief en kan door beleidsmakers anders worden gekozen. Onze analyses tonen vooral het verschil in conclusies wanneer emotie wordt meegenomen.

Empirische meting van voorkeuren ($\gamma, \lambda, \varphi, \delta$)

Voor onze empirische analyse hebben wij voor 1.940 gepensioneerden de relevante voorkeursparameters geschat aan de hand van een gestandaardiseerde vragenlijst. Risicoaversie (γ) en verliesaversie (λ) zijn bepaald met behulp van de choice sequence-methode van Barsky et al. (1997), waarbij respondenten herhaaldelijk kiezen tussen zekere en onzekere pensioenuitkeringen. Het risicodraagvlak (φ) is berekend op basis van de verhouding tussen tweedepijlerpensioenvermogen en overige gegarandeerde inkomsten, zoals AOW. De parameters van de voorkeuren worden individueel bepaald. De tijdsvoorkeur (δ) is individueel geschat via intertemporele keuzevragen; deze jaarlijkse rente wordt constant gesteld voor de gehele populatie op 5 procent (Goossens & Knoef, 2024) in de simulaties en de individuele tijdsvoorkeuren gebruiken we in onze analyse van de Nederlandse bevolking.

Hoewel individuele voorkeuren niet altijd zonder meetfouten kunnen worden vastgesteld, zijn metingen op groepsniveau veelal robuust: patronen blijven stabiel, zelfs wanneer individuele voorkeursparameters enige ruis bevatten. Dit stelt ons in staat om op een consistente en realistische manier de heterogeniteit in voorkeuren binnen populaties te analyseren.

4. Simpele voorbeelden van matchmaking

Op basis van risicoaversie, risicodraagvlak en tijdsvoorkeuren kunnen we een passende pensioenregeling bepalen aan de hand van rationele criteria. In deze paragraaf illustreren we met drie gestileerde voorbeelden hoe het matchmakingprincipe werkt in een vereenvoudigde setting. Deze voorbeelden zijn illustratief en bedoeld om de intuïtie achter het kader te verduidelijken. We kijken telkens naar een deelnemer die moet kiezen uit drie pensioenen (A, B en C) met verschillende risicokarakteristieken en laten zien welk product past bij welke voorkeuren. In eerste instantie (4.1-4.3) beschouwen we alleen rationele homo economicus-voorkeuren; in 4.4 bespreken we de invloed van verliesaversie op deze voorbeelden.

4.1 Risicoaversie (γ)

Stel, een deelnemer kan kiezen uit drie pensioenregelingen voor diens tweedepijlerpensioen (exclusief AOW):

- Pensioen A: een risicovrij pensioen dat levenslang 1.000 euro per maand uitkeert (nominaal vast).
- Pensioen B: een risicovol pensioen met gelijke kansen op 800, 1.200 of 1.400 euro per maand, levenslang (driestatenuitkomst met een derde kans ieder).
- Pensioen C: een risicovol pensioen met gelijke kansen op 500, 1.500 of 1.800 euro per maand, levenslang.

Pensioen A is het veilige alternatief; pensioenen B en C hebben hogere verwachtingswaarden, te weten $\frac{800+1200+1400}{3} = \text{€}1133$ voor B en $\frac{500+1500+1800}{3} = \text{€}1267$ voor C, maar dus ook meer spreiding in mogelijke uitkomsten (C kent meer risico dan B). Welke regeling het beste past, hangt af van de risicoaversie γ van de deelnemer.

We kunnen het verwachte nut van elk product berekenen voor verschillende waarden van γ . Zo is bijvoorbeeld het verwachte nut van pensioen B bij $\gamma = 8$

$$\begin{aligned}\frac{1}{3} * U(800) + \frac{1}{3} * U(1200) + \frac{1}{3} * U(1400) &= \frac{1}{3} * \left(\frac{800^{1-8}}{1-8} + \frac{1200^{1-8}}{1-8} + \frac{1400^{1-8}}{1-8} \right) \\ &= -2.4 * 10^{-22}\end{aligned}$$

Tabel 1 laat het verwachte nut zien voor elf gangbare risicoaversieparameters (γ van 0 tot 10). Voor elke γ is de regeling met de hoogste nutswaarde vetgedrukt. Zoals verwacht zien we dat bij lage γ (weinig risicoaversie) de risicovolle pensioenen meer nut leveren, terwijl bij hoge γ (sterke risicoaversie) het zekere pensioen A wordt verkozen. Bij $\gamma = 0$ (risiconeutraal) geeft C het hoogste nut vanwege de hoogste gemiddelde uitkering; naarmate γ stijgt verschuift het optimum eerst naar B en uiteindelijk naar A.

Hoofdstuk 5 Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

Tabel 1. Verwacht nut van de drie pensioenregelingen (rijen) bij verschillende risicoaversieparameters γ (kolommen). Een hoger getal is beter; vetgedrukt is het hoogste nut per kolom

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A.	1000	6.908	-1.0E-03	-5.0E-07	-3.3E-10	-2.5E-13	-2.0E-16	-1.7E-19	-1.4E-22	-1.3E-25	-1.1E-28
B.	1133	7.006	-9.3E-04	-4.6E-07	-3.2E-10	-2.7E-13	-2.4E-16	-2.4E-19	-2.4E-22	-2.6E-25	-2.8E-28
C.	1267	7.008	-1.1E-03	-7.9E-07	-9.4E-10	-1.4E-12	-2.1E-15	-3.6E-18	-6.1E-21	-1.1E-23	-1.9E-26

Omdat de absolute nutswaarden bij hogere γ erg klein worden, drukken we ter interpretatie de uitkomsten uit in zekerheidsequivalenten. Het zekerheidsequivalent van een product is het zekere maandelijkse bedrag dat dezelfde nutservaring geeft als dat product. Tabel 2 toont de zekerheidsequivalenten behorende bij Tabel 1. Hier is duidelijker te zien bij welke γ welke pensioenregeling dominant is: pensioen C heeft het hoogste ZE voor lage γ , B voor middelhoge γ en A voor zeer hoge γ .

Tabel 2. Zekerheidsequivalenten (in euro/maand) van de drie pensioenregelingen bij verschillende risicoaversieparameters γ

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A.	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
B.	1.133	1.104	1.072	1.041	1.012	985	962	942	926	912	901
C.	1.267	1.105	931	794	708	655	622	600	585	574	565

We lezen Tabel 2 als volgt: bij $\gamma = 3$ heeft pensioen B een zekerheidsequivalent van 1.041 euro. Deze deelnemer is indifferent tussen pensioenuitkering B en een gegarandeerde uitkering van 1.041 euro per maand. Regeling C heeft bij $\gamma = 3$ een CE van 794 euro; dat is fors lager dan de zekere 1.000 euro van regeling A. Hoe sterker de risicoaversie, hoe groter het gat tussen de verwachte waarde en het zekerheidsequivalent. Dit reflecteert dat iemand met hoge γ bereid is fors wat rendement op te geven voor extra zekerheid. We zien dat voor $\gamma \geq 6$ uiteindelijk het zekere product A de voorkeur krijgt. Bij milde risicoaversie (γ rond 2-3) is B optimaal en alleen bij risicotolerante deelnemers ($\gamma < 2$) is C nog beter.

Kortom, een risicovoller pensioen past alleen bij deelnemers met voldoende lage risicoaversie. Dit simpele voorbeeld illustreert hoe we op basis van een gemeten γ kunnen bepalen welk type profiel rationeel het beste past bij iemand.

4.2 Risicodraagvlak (φ)

In voorbeeld 4.1 namen we aan dat het tweedepijlerpensioen de enige inkomensbron was. In werkelijkheid heeft een Nederlandse gepensioneerde vrijwel altijd ook AOW. Risicodraagvlak φ komt hier om de hoek kijken: hoe groter het aandeel van garanties elders, hoe meer risico iemand kan dragen in het (aanvullende) pensioen. We illustreren dit door dezelfde

deelnemer als in 4.1 te beschouwen, maar nu aan te nemen dat die naast diens eigen pensioen ook een vast AOW-pensioen van 1.000 euro per maand ontvangt. Dit verhoogt het inkomen in alle scenario's met een zeker bedrag, waardoor de afhankelijkheid van het onzekere deel (tweede pijler) kleiner wordt (φ daalt).

Tabel 3 toont de zekerheidsequivalenten van de drie pensioenregelingen voor verschillende γ wanneer rekening wordt gehouden met deze extra 1.000 euro vaste uitkering (risicovrije AOW). Vergelijk deze met Tabel 2.

Men ziet dat het risicovrije product A nu in alle gevallen een ZE van 2.000 euro oplevert (namelijk 1.000 euro AOW + 1.000 euro uit eigen pensioen). De ZEs van de risicovolle pensioenen B en C stijgen echter relatief méér: de AOW fungeert als buffer die de pijn van tegenvallers verzacht, waardoor het risicovolle deel beter verdragen wordt. Met name voor sterk risicoaverse deelnemers levert een combinatie van zekerheid en risico nu een hoger totaalnut op dan volledig vast. Zo was bij $\gamma=6$ in Tabel 2 het zekere pensioen A het beste met 1.000 euro, maar in Tabel 3 zien we dat bij $\gamma=6$ pensioen B een ZE van 2.040 euro heeft versus 2.000 euro voor A; B is dus nu rationeel beter dankzij het grotere risicodraagvlak van de AOW. Ook bij de zeer risicoaverse deelnemer ($\gamma=10$) is het verschil tussen A en B kleiner geworden. Over het geheel zien we dat een hoger risicodraagvlak het optimale *risicoprofiel verschuift richting meer risico*: deelnemers kunnen zich meer volatiliteit permitteren als ze een stevige basis hebben. Dit bevestigt het intuïtieve idee dat iemand met een AOW (of ander vast inkomen) rationeel gebaat is bij doorbeleggen in de aanvullende regeling, zelfs als diegene relatief risicoavers is.

Tabel 3. Zekerheidsequivalent van de drie pensioenregelingen (rijen) bij verschillende risicoaversieparameters γ , met 1.000 euro per maand aan extra risicovrij inkomen (AOW)

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
A.	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
B.	2.133	2.118	2.103	2.087	2.071	2.055	2.040	2.025	2.011	1.998	1.986
C.	2.267	2.190	2.107	2.024	1.948	1.881	1.826	1.781	1.745	1.716	1.692

4.3 Tijdsvoorkeur (δ)

Ten slotte bestuderen we het effect van tijdsvoorkeuren. Hierbij gaat het om de vorm van het uitkeringsprofiel: bijvoorbeeld door onverwacht hogere of lagere rendementen of doordat sommige deelnemers liever eerst een hogere uitkering hebben en later een lagere (bijvoorbeeld omdat zij nu vitaler zijn en later minder zullen consumeren), terwijl anderen juist waarde hechten aan een hoger inkomen later (bijvoorbeeld ter bescherming tegen hoge zorgkosten op hoge leeftijd). In het huidige variabele pensioen kan via het projectierendement een hoog-laagprofiel worden gerealiseerd: een 'opslag' op het projectierendement

(positieve projectierente) resulteert in een dalend uitkeringspatroon, terwijl een ‘afslag’ juist een stijgend patroon oplevert.

Stel dat een deelnemer kan kiezen uit drie varianten van dezelfde pensioenregeling, bijvoorbeeld met 40 procent aandelenrisico, die uitsluitend verschillen in de verdeling van de maandelijkse uitkering over de tijd: 7

- **Vlakke uitkering:** een neutraal profiel, waarbij het projectierendement gelijk is aan het verwachte rendement. Dit resulteert in een ongeveer vlakke uitkering van 1.000 euro per maand.
- **Hoog-laagprofiel (HL):** een uitkering van 1.100 euro per maand gedurende de eerste tien jaar, gevolgd door 850 euro per maand gedurende de daaropvolgende tien jaar.
- **Laag-hoogprofiel (LH):** een uitkering van 900 euro per maand gedurende de eerste tien jaar, gevolgd door 1.150 euro per maand gedurende de daaropvolgende tien jaar.

Een deelnemer met een hoge tijdsvoorkeursrente hecht relatief veel waarde aan consumptie vroeg in de pensioenfase en zal daarom eerder een hoog-laagprofiel prefereren. Een meer geduldige deelnemer zal eerder waarde hechten aan een laag-hoogprofiel.

Veronderstel dat de deelnemer daarnaast een vaste AOW-uitkering ontvangt van 1.000 euro per maand en een risicoaversieparameter heeft van $\gamma = 8$. We waarderen de maandelijkse consumptie in elk pensioenjaar en verdisconteren toekomstige jaren met een jaarlijkse tijdsvoorkeursrente van 5 procent. Dan wordt het verwachte nut van het hoog-laagprofiel gegeven door:8

$$\sum_{t=1}^{10} 1.05^{-t} * \frac{(1000 + 1100)^{1-8}}{1-8} + \sum_{t=11}^{20} 1.05^{-t} * \frac{(1000 + 850)^{1-8}}{1-8} = -1.5 * 10^{-23}.$$

Hierbij zijn de bedragen maandbedragen, terwijl t pensioenjaren aanduidt. Omdat dezelfde tijdseenheid consequent wordt gebruikt voor alle profielen, is deze normalisatie niet van invloed op de rangorde van de profielen of op de berekende zekerheidsequivalenten.

Opnieuw is de uitkomst een kleine waarde. Daarom berekenen we voor diverse tijdsvoorkeursrentes de zekerheidsequivalenten van de drie pensioenen. Daarbij houden we risicoaversie en risicodraagvlak constant.

7 In dit voorbeeld nemen we aan dat een deelnemer exact twintig jaar na pensioendatum overlijdt. Om met sterftekanzen rekening te houden kan men simpelweg over de verdisconteringsfactor vermenigvuldigen met de cumulatieve overlevingskans, zie Knoef et al. (2022) voor meer details.

8 Deze tijdsvoorkeursrente komt overeen met de geschatte waardes voor een representatieve groep Nederlanders (Goossens en Knoef, 2024).

Hoofdstuk 5 Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

In Tabel 4 zien we dat de vlakke uitkering altijd een zekerheidsequivalent van 2.000 euro oplevert (omdat het al constant en zeker is). Echter, naarmate de subjectieve rente δ toeneemt (meer nadruk op heden ofwel ongeduld) wordt hoog-laag steeds aantrekkelijker. Omgekeerd, geduldige deelnemers (lage δ) zijn beter af met een laag-hooguitkering. Voor de deelnemers hiertussen past een vlakke pensioenregeling het beste.

Tabel 4. Zekerheidsequivalenten voor drie verschillende pensioenregelingen (rijen) bij verschillende persoonlijke tijdsvoorkeursrentes (kolommen), met inachtneming van 1.000 euro per maand (risicovrije) AOW en een risicoaversieparameter van $\gamma = 8$

	10%	5%	4%	3%	2%	1%	0%	-2.5%
Vlak	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
HL	2.002	1.974	1.968	1.962	1.956	1.950	1.944	1.930
LH	1.948	1.969	1.974	1.979	1.984	1.989	1.995	2.010

Dus, het *optimale uitkeringsprofiel* (in termen van timing) hangt af van persoonlijke tijdsvoorkeur. In de praktijk bleek in onze steekproef dat een nipte meerderheid van de gepensioneerden rationeel gezien een hoog-laag (forse opslag) zou prefereren, terwijl een kleine minderheid juist een laag-hoog (afslag) wenst – de rest is indifferent bij een vlakke uitkering. Bij emotionele beschouwing zijn de verhoudingen overigens anders, omdat een dalende uitkering emotioneel onprettig kan zijn: ieder jaar ontstaat een ‘verlies’ ten opzichte van het vorige jaar. We komen op deze zaken terug in paragraaf 7.

4.4 Verliesaversie in de voorbeelden

In de bovenstaande voorbeelden zijn keuzes telkens beoordeeld vanuit rationeel verwachte nutsmaximalisatie. In deze subparagraaf onderzoeken wij hoe de uitkomsten veranderen wanneer verliesaversie (λ) wordt meegenomen en deelnemers niet alleen reageren op niveaus, maar ook op neerwaartse veranderingen in de uitkering.

Risicoaversie (4.1)

In het voorbeeld van risicoaversie versterkt verliesaversie de voorkeur voor zekerheid. Bij variabele regelingen treden onvermijdelijk perioden op met dalende uitkeringen, die voor verliesaverse deelnemers disproportioneel negatief wegen. Verliesaversie fungeert hier als een extra mechanisme dat specifiek inspeelt op neerwaartse fluctuaties, bovenop standaard risicoaversie. Ter illustratie: bij $\gamma = 3$ en $\lambda = 2$ is regeling B rationeel aantrekkelijk (Tabel 2: zekerheidsequivalent 1.041 euro), maar emotioneel wordt deze regeling lager gewaardeerd vanwege mogelijke neerwaartse schokken. Hierdoor kan de vaste uitkering van 1.000 euro alsnog de voorkeur krijgen.

Risicodraagvlak (4.2)

Ook wanneer verliesaversie wordt meegenomen, blijft gelden dat extra gegarandeerd inkomen (zoals AOW) het effectieve risico dempt. Een deelnemer met een hoge λ ervaart verliezen als pijnlijk, maar zolang het totale inkomen inclusief AOW niet daalt, ervaart die verliezen op het belegde deel emotioneel minder zwaar. Risicodraagvlak werkt daarmee niet alleen rationeel, maar ook emotioneel stabiliserend.

Tijdsvoorkeur (4.3)

Bij tijdsvoorkeuren voegt verliesaversie een aanvullende gedragsdimensie toe. Een dalend uitkeringsprofiel (hoog-laag) impliceert dat de uitkering elk jaar lager is dan in het voorgaande jaar, wat voor verliesaverse deelnemers telkens als een verlies wordt ervaren. Een stijgend profiel (laag-hoog) levert daarentegen jaarlijks een toename op ten opzichte van het vorige jaar en kan daardoor emotioneel aantrekkelijker zijn, zelfs wanneer dit rationeel niet optimaal is.

Binnen een standaard levenscyclusmodel met positieve tijdsvoorkeuren kan een dalend uitkeringspad rationeel optimaal zijn wanneer pensioen primair wordt ingezet voor consumptie. Deze uitkomst volgt uit ongeduld en is een modelresultaat, geen gedragsvoorspelling. Empirisch blijkt deze redenering beperkt toepasbaar. Goossens, Knoef en Ponds (2022) laten zien in een Nederlandse context dat tijdsvoorkeuren beperkt samenhangen met levensverwachting en dat vooral present bias, en niet lange termijn ongeduld, bepalend is voor feitelijke uitkeringskeuzes. Dit impliceert dat verschillen in optimale pensioenpaden niet primair worden gedreven door sterftekansen of lange termijn geduld. Daarnaast kan de manier waarop deelnemers hun pensioen positioneren binnen hun totale vermogens- en inkomenssituatie een relevante rol spelen bij de vormgeving en waardering van pensioenpaden.

Deze voorbeelden illustreren dat rationele en emotionele voorkeuren structureel uiteen kunnen lopen. In onze data is een hoog-laagprofiel financieel vaak aantrekkelijk, maar voor veel deelnemers emotioneel onwenselijk vanwege verliesaversie. Dit spanningsveld vraagt om een zorgvuldige vormgeving van pensioenproducten en heldere communicatie door pensioenuitvoerders.

5. Simulatie van pensioenregelingen

In het vorige hoofdstuk hebben we met eenvoudige voorbeelden laten zien hoe ons matchmakingkader werkt. We gaan nu over naar realistischere pensioenregelingen en een breder palet aan deelnemersprofielen. We presenteren resultaten voor zes voorbeeldproducten die alleen verschillen in beleggingsrisico (aandelenpercentage). We kijken eerst naar de ratio-nele uitkomsten (5.2), vervolgens naar de emotionele uitkomsten (5.3) en ten slotte naar een combinatie van beide (5.4). In paragraaf 6 gaan we in op de daadwerkelijke populatieverdeling en welke producten daarin optimaal zijn, waarna in paragraaf 7 de contractvarianten (solidariteitsreserve, garantie, spreiding, projectierendement) aan bod komen.

5.1 Zes beleggingsprofielen: van 0 procent tot 100 procent aandelen

Wij vergelijken zes uiteenlopende standaardbeleggingsprofielen, met een aandelenblootstelling van respectievelijk 0, 20, 40, 60, 80 en 100 procent. Het profiel met 0 procent aandelen (volledig belegd in obligaties) correspondeert met een vaste uitkering zonder doorbeleggen en fungeert als referentiepunt in onze analyse. Deze regeling interpreteren wij als een risico-loze uitkering van 1.000 euro per maand. De overige profielen (20 tot 100 procent aandelen) betreffen variabele uitkeringen met een oplopend risiconiveau.

Voor alle profielen veronderstellen wij een renteafdekking van 80 procent, met uitzondering van het profiel met 0 procent aandelen dat per definitie een volledige renteafdekking kent (100 procent). Hiermee worden renterisico en langlevensrisico gedeeltelijk gedempt, zonder deze volledig uit te sluiten. In deze basisvergelijking passen wij geen solidariteitsreserve, garantie of spreidingsmechanismen toe en hanteren wij een neutraal projectierendement, waarbij de initiële uitkering zodanig wordt vastgesteld dat deze bij het verwachte rendement vlak blijft. Alle profielen zijn geschaald zodat de verwachte initiële uitkering 1.000 euro bedraagt en verschillen in uitkomsten uitsluitend worden gedreven door verschillen in risico-expositie.

Na pensionering divergeren de uitkeringen afhankelijk van de gerealiseerde beleggingsrendementen. Wij modelleren een collectieve uitkeringsfase waarin de uitkeringen van alle gepensioneerden binnen een profiel jaarlijks met hetzelfde percentage stijgen of dalen.

Voor elk profiel simuleren wij de ontwikkeling van de jaarlijkse uitkering over de resterende levensduur met behulp van twintigduizend DNB/URM-scenario's (eerste kwartaal 2025). Met deze opzet beogen wij een regeling te modelleren die, afgezien van de expliciete variatie in aandelenrisico, zo goed mogelijk aansluit bij de manier waarop verzekeraars en pensioenfondsen uitkeringsregelingen in de praktijk vormgeven. Tegelijkertijd heeft de simulatie een academisch en bewust gestileerd karakter. In het bijzonder abstraheren wij van verschillende voorkeuren en persoonlijkheidskenmerken die de beleving van variabele pensioenuitkeringen kunnen beïnvloeden, zoals ambiguïteitsaversie, myopische verliesa-

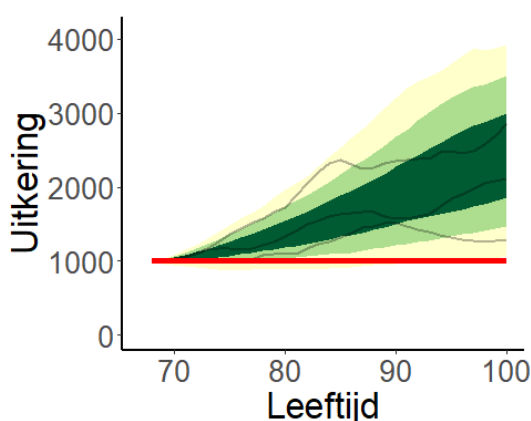
versie, spijtaversie en verschillen in locus of control. De resultaten moeten daarom worden geïnterpreteerd als inzichten in onderliggende economische afruilen en relatieve vergelijkingen tussen ontwerpkeuzes, niet als absolute uitspraken over de wenselijkheid of robuustheid van specifieke regelingen voor een realistische en heterogene deelnemerspopulatie.

Figuur 3 geeft voor twee regelingen de kansverdeling van uitkomsten in de uitkeringsfase weer. De rode lijn toont de risicoloze uitkering, die in alle gevallen gelijk is aan 1.000 euro. De waaier toont de uitkomsten voor de risicovolle regeling met 40 procent aandelenrisico.

De drie grijze lijnen illustreren het verloop van de uitkering in drie specifieke simulatiepaden. De gekleurde gebieden geven respectievelijk het 50 procent- (donkergroen), 80 procent- (donker- en lichtgroen) en 95 procent-interval weer (alle gekleurde gebieden) van de kansverdeling. Zo ligt de hoogte van de uitkering op een bepaalde leeftijd met 50 procent kans in het donkergroen gearceerde gebied, met 80 procent kans in het donker- of lichtgroene gebied en met 95 procent kans in één van de gekleurde gebieden.

Op 80-jarige leeftijd ligt de uitkering met 95 procent kans tussen 888 en 1.956 euro. De gemiddelde uitkering bedraagt op die leeftijd 1.378 euro, wat neerkomt op een stijging van 37,8 procent ten opzichte van de risicoloze uitkering. Er is echter ook een kans van 7,3 procent dat de uitkering lager is dan 1.000 euro. Door de verwachte stijging van de uitkering over de tijd komt de risicovolle uitkering op hogere leeftijden vrijwel altijd hoger uit dan de risicoloze uitkering; op 90-jarige leeftijd is dit bijvoorbeeld in 97 procent van de scenario's het geval.

Figuur 3. Simulatie van een vaste uitkering (1.000 euro; rood) en een variabel profiel met 40 procent aandelen. De groene waaier toont de spreiding van mogelijke uitkeringen; drie grijze trajecten illustreren voorbeeldpaden



5.2 Resultaten bij rationele voorkeuren (*homo economicus*)

We bekijken eerst de rationele uitkomsten van de zes profielen, dus gebaseerd op risicoaversie (γ), tijdsvoorkeur (δ) en risicodraagvlak (φ) van deelnemers – zonder verliesaversie. Figuur 4 toont heatmaps van de zekerheidsequivalenten voor tienduizend ‘maatmensen’ (hypothetische deelnemers) met verschillende combinaties van γ en φ ; zoals aangegeven

houden we δ constant op populatieniveau. Elk puntje op de heatmap toont het zekerheidsequivalent voor één deelnemer. Linksonder staan deelnemers met lage risico-aversie (γ) en lage financiële afhankelijkheid (φ) van het pensioen; rechtsboven deelnemers met hoge γ en φ . De kleur geeft aan hoeveel beter (groen) of slechter (rood) elke regeling bij een referentiepersoon past vergeleken met een risicoloze uitkering.

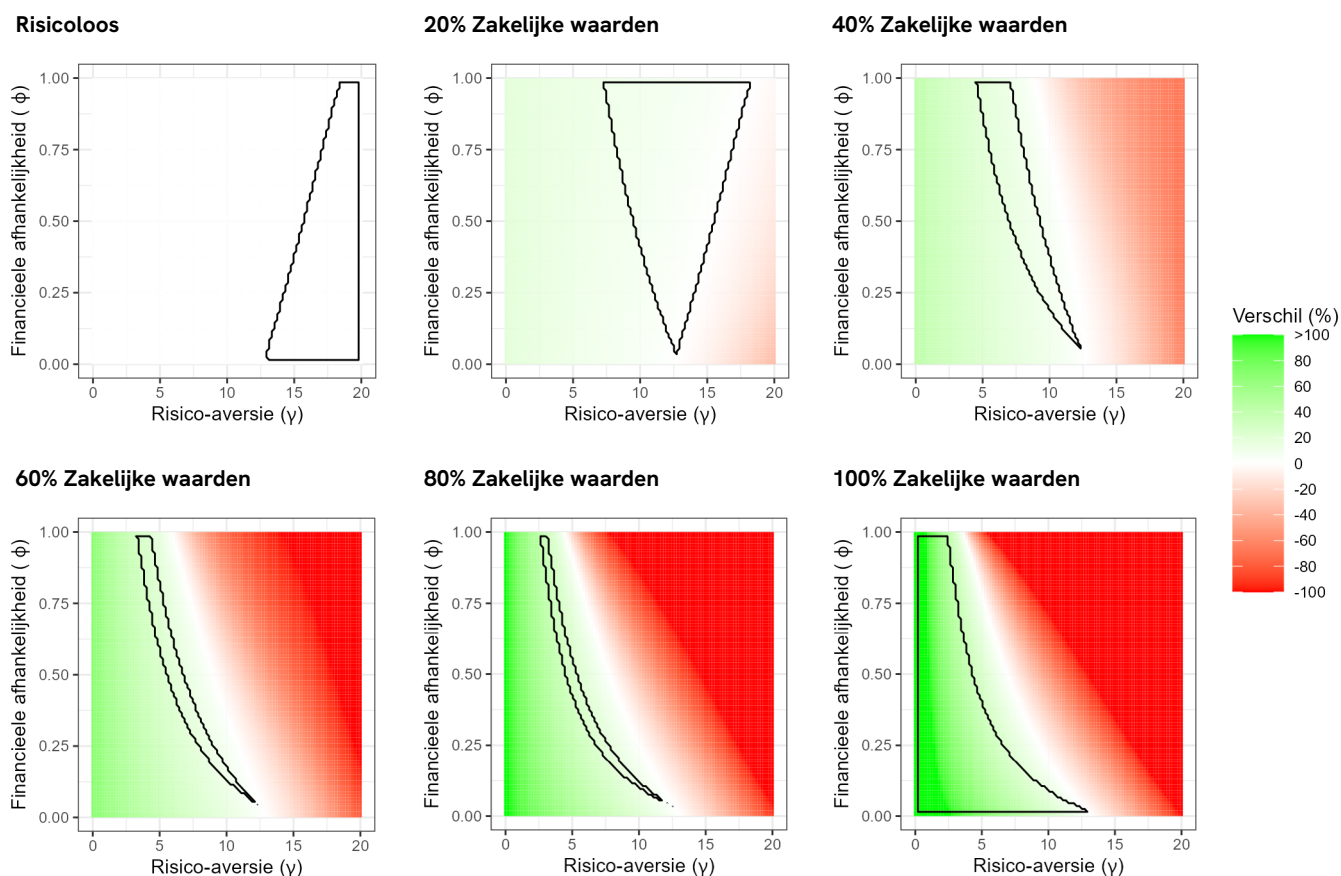
Elke plot geeft het nuts-surplus (of -tekort) van een profiel (ten opzichte van de risicoloze 1.000 euro-optie) in kleur, voor uiteenlopende (γ, φ)-combinaties.⁹ Linksonder is het risicoloze profiel zelf: alle punten zijn 0 euro verschil (witgekleurd); dit fungeert als neutraal ijkpunt (zekerheidswaarde 1.000 euro). De andere vijf regelingen laten rode en groene tinten zien, vooral bij hogere risico's. Zo toont het product rechtsboven (20 procent aandelenrisico) lichtgroen en -rood: de zekerheidsequivalenten lopen van 791 tot 1.115 euro, ofwel een verschil tussen -21 en 12 procent met risicoloos. Het contrast wordt steeds sterker naarmate meer risico wordt gelopen.

De regeling met 60 procent aandelen past linksonder (lage γ en φ) duidelijk beter (tot wel circa +42 procent welvaartswinst) dan een vaste uitkering, terwijl het rechtsboven aanzienlijk slechter past (tot wel circa -68 procent welvaartsverlies). Bij het meest risicovolle product (100 procent aandelen) zien we het grootste verschil: dit levert linksonder een welvaartswinst tot 86 procent op, maar rechtsboven een verlies tot -92 procent. Linksonder (lage γ , lage φ) is het voordeel hoog (groen), omdat deze mensen weinig risicoavers zijn en relatief weinig afhankelijk van het pensioen – zij profiteren dus flink van de hogere verwachte rendementen. Rechts bovenin (hoge γ , hoge φ) is het nadeel juist groot (rood) – deze mensen kunnen of willen weinig risico dragen, voor hen is 100 procent aandelen zeer ongunstig.

De zwarte contourlijnen tonen voor welke deelnemers elke regeling optimaal is. Het best passende product is doorgaans ongeveer afhankelijk van het product van risicoaversie en afhankelijkheid ($\gamma \times \varphi$). Links onder de contourlijn is het risicovolle product beter, rechts boven de lijn een conservatiever product. Het blijkt dat voor mensen met lage risicoaversie 100 procent aandelen optimaal is. Voor hoge γ zien we omgekeerd dat 0 procent (risicoloos) optimaal blijft. Tussen deze twee uitersten liggen de gebieden waar 40 of 60 procent aandelen optimaal is.

⁹ Hoewel nut conceptueel wordt gedefinieerd over consumptie, baseren wij onze berekeningen op nominale pensioenuitkeringen. Een reële benadering in deze context leidt niet tot andere conclusies.

Figuur 4. Heatmaps van pensioenproducten bij rationale voorkeuren



5.3 Resultaten bij emotionele voorkeuren (*homo sapiens*)

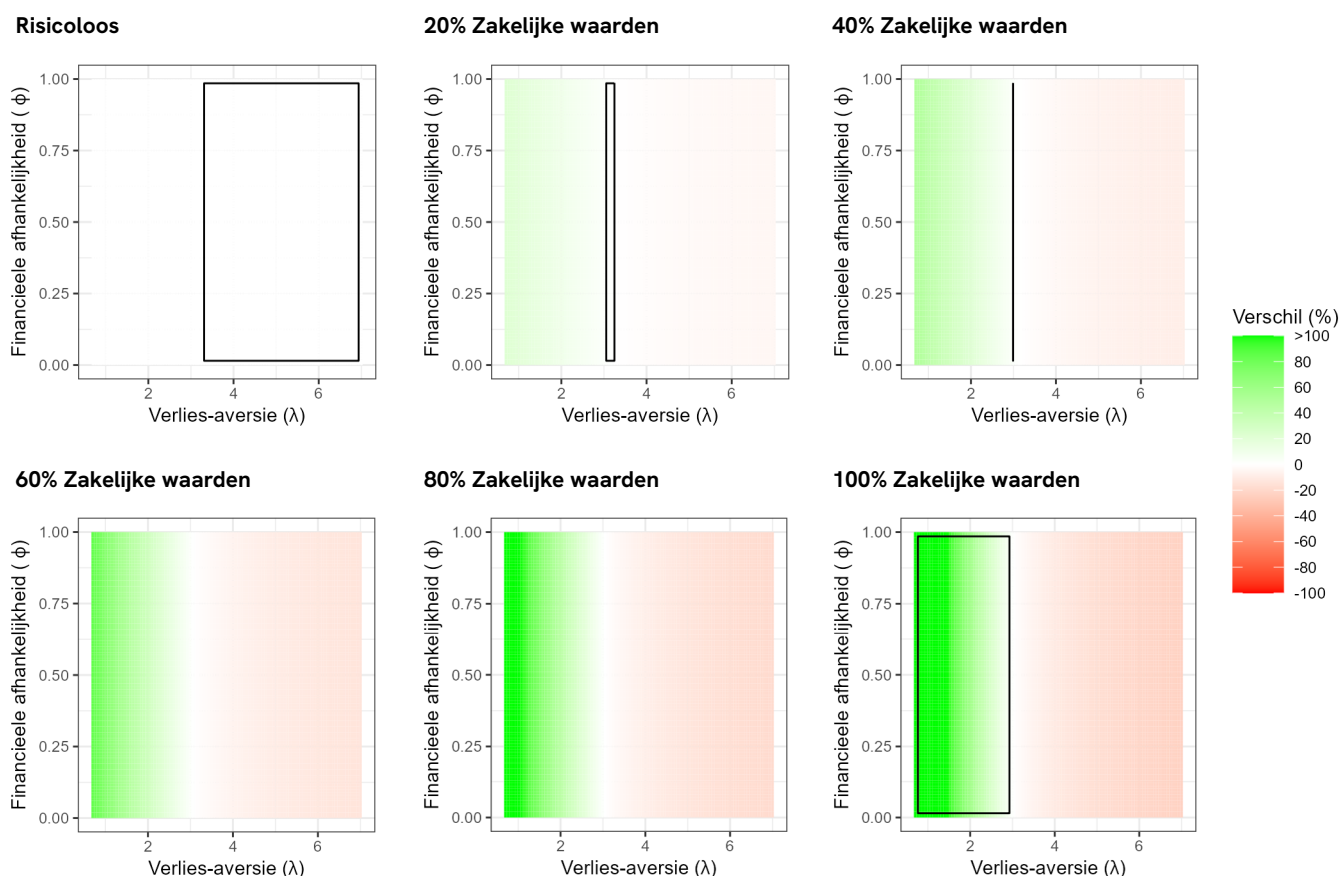
De heatmaps in de vorige paragraaf golden voor een rationele persoon (*homo economicus*). Vanuit gedragseconomisch perspectief weten we dat veel mensen verliesavers zijn en een *korte evaluatiehorizon* hanteren – ze zullen een variabele uitkering daardoor emotioneel anders waarderen dan rationeel verwacht. In deze paragraaf bekijken we dezelfde zes profielen *puur emotioneel*, dus alsof de deelnemer alleen op basis van emotionele voorkeuren (ofwel verliesaversie) beslist (*homo sapiens*). Figuur 5 toont de heatmaps voor emotionele zekerheidswaarden (surplus ten opzichte van vast pensioen) bij verschillende combinaties van risicodraagvlak (ϕ) en – in plaats van γ – verliesaversie (λ) op de assen.

We zien direct dat de roodtinten in de risicovollere profielen domineren. Deelnemers met hogere λ (rond de 3 of hoger) krijgen een negatief emotioneel gevoel bij een variabel pensioen. Dit komt doordat een variabele uitkering regelmatig *dalingen* kent ten opzichte van het voorgaande jaar, wat een negatieve emotie oproept bij verliesaverse personen. De jaar-op-jaarschommelingen van een variabele uitkering wegen niet op tegen de naar verwachting positieve rendementen; de dalingen van de uitkeringen komen immers ongeveer drie keer zo hard binnen als de stijgingen.

De meeste deelnemers zijn daarom het beste af met een vast pensioen: deze uitkering kent nooit een daling (of stijging) en voelt dus voor iedereen even goed. Een klein gedeelte van deelnemers is het best af met 20 tot 40 procent aandelen. Het profiel met 60 en 80 procent is voor (praktisch) *géén* van de deelnemers het beste passend: iedereen is beter af met méér of mínder risico. Voor alle deelnemers met een λ onder ongeveer 3 geldt dat 100 procent aandelen de hoogste emotionele fit geeft. De verwachte stijgingen wegen in dat geval meer dan de dalingen.

De heatmaps tonen (ook) dat de financiële afhankelijkheid in emotionele zin irrelevant is: men kijkt binnen het gehanteerde model alleen naar de relatieve verandering en alleen naar de veranderingen van het betreffende product (niet naar het totaalplaatje). We kunnen onze analyse dus beperken tot de λ -waarden.

Figuur 5. Heatmaps van pensioenproducten bij emotionele voorkeuren



5.4 Gecombineerd: rationeel én emotioneel

In de praktijk zullen de meeste deelnemers een afweging maken tussen rationele en emotionele overwegingen (bijvoorbeeld, Prast 2013; Brüggen en Knoef, 2017) en vermoedelijk geldt dit net zo voor bestuurders van pensioenuitvoerders. Zij willen enerzijds financieel

een goed pensioen (hoger verwacht rendement), anderzijds geen slapeloze nachten door onrust. Alserda et al. (2019) tonen aan dat vóór de invoering van de Wtp minder risico werd genomen dan optimaal zou zijn vanuit de rationele voorkeuren van deelnemers. Onze analyse van implementatieplannen en documenten over risicohouding geeft ons sterk de indruk dat ook na invoering van de Wtp bij het bepalen van het beleggingsbeleid niet uitsluitend wordt gekeken naar rationele parameters als γ en φ . Er zijn duidelijke aanwijzingen dat pensioenuitvoerders de emotionele component impliciet een belangrijke rol laten spelen bij het vaststellen van dit beleid. Ons kader maakt het mogelijk om rationeel en emotioneel nut samen te wegen.

Figuur 6 presenteert de heatmaps voor de zes profielen bij deze gecombineerde voorkeuren (zoals toegelicht in 3.2 kiezen we als benchmark voor een gelijke weging ($\varepsilon = 0,5$) van beide componenten). Ten opzichte van de puur rationele voorkeuren zien we dat de groene gebieden bij hoge beleggingsrisico's minder fel zijn en de rode gebieden zich uitbreiden – verliesaversie duwt overal de individuen een stukje in de conservatieve richting. Ten opzichte van de puur emotionele voorkeuren zien we echter dat er nog best wat groen overblijft: een deel van de rationele voordelen van risicodragende profielen weegt zwaarder dan de emotionele nadelen, zeker voor deelnemers met een lagere λ en γ , en/of hogere φ .

De assen in Figuur 6 zijn anders: hier staat verliesaversie (λ) tegen risicoaversie (γ) op de assen. Daarmee illustreren we hoe de voorkeur afhangt van iemands combinatie van γ en λ . Linksonder (lage γ , lage λ) is hoog risico ideaal – deze persoon is nuchter, zowel rationeel als emotioneel. Rechtsboven (hoge γ , hoge λ) is risicoloos optimaal – zeer voorzichtig en verliesavers. Daartussen zitten allerlei vormen waar bijvoorbeeld iemand wel wat risico durft te nemen rationeel (lagere γ), maar toch last heeft van verliezen (hoge λ) – voor zo iemand kan een middenprofiel als 40 procent het best passen. Dit laat zien dat het meten van zowel γ als λ kan helpen om iemands ideale profiel te bepalen.

De meest risicovolle regeling (100 procent zakelijke waarden) is bijvoorbeeld slecht passend bij deelnemers rechtsboven die zeer verliesavers zijn ($\lambda = 7$) en zeer risicoavers ($\gamma = 20$). Voor hen levert deze regeling een 52 procent lager gecombineerd zekerheidsequivalent op dan een risicoloze uitkering. Andersom zijn deelnemers die niet risicoavers of verliesavers zijn ($\gamma = 0, \lambda = 1$) 53 procent beter af met het meest risicovolle product.

De zwart omlijnde gebieden geven aan welk product voor welke (maat)mensen het beste past (van deze zes). Deelnemers rechtsboven (zeer risico- en verliesavers) zijn het beste af met een vaste uitkering. Naarmate we in de heatmaps naar linksonder bewegen (minder risico-/verliesavers) wordt het best passende product steeds risicovoller. Bij een risicoaversie (γ) onder 3.4, een verliesaversie (λ) onder 0.9 of een combinatie van lage γ en λ is het meest risicovolle product het meest passend.

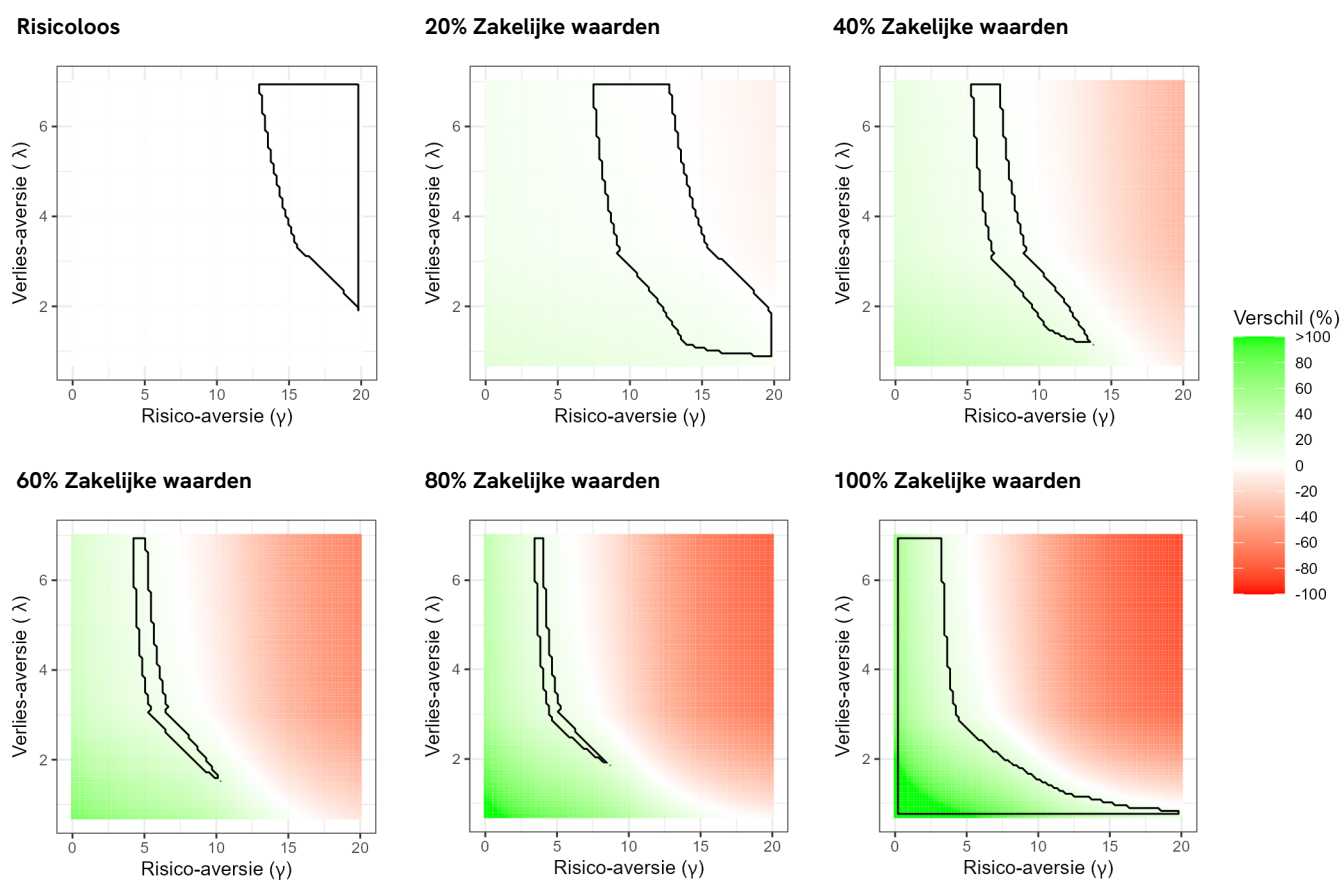
Samenvattend kan een collectieve lifecycle nooit voor iedereen ideaal zijn als de groep heterogeen is in ratio/emotieprofiel. Wie voornamelijk een risicotolerante homo economicus

Hoofdstuk 5 Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

is, wil meer risico lopen; wie een homo sapiens met verliesaversie is, wil vooral zekerheid. Deze figuren laten zien dat men welvaartswinst boekt door deelnemers individueel hun optimale mix te laten kiezen in plaats van één uniforme lifecycle. In de praktijk zal men niet alle voorkeuren perfect kunnen meten of doorvoeren, maar het geeft de *order of magnitude* aan van wat er op het spel staat.

In de volgende sectie zien we welk percentage van de Nederlanders in deze categorie valt.

Figuur 6. Heatmaps van pensioenproducten bij gecombineerde voorkeuren



6. Analyse voor de Nederlandse populatie van gepensioneerden

Voor de analyses in deze sectie gebruiken we een gepoolde dataset van 1.940 Nederlandse gepensioneerden, afkomstig uit risicopreferentie-onderzoeken die zijn uitgevoerd bij zeven pensioenfondsen en verzekeraars. In al deze onderzoeken zijn voorkeuren uitgevraagd met behulp van de *choice sequence*-methode. Voor iedere respondent zijn op individueel niveau parameterwaarden geschat voor risicoaversie (γ), verliesaversie (λ), risicodraagvlak (φ) en tijdsvoorkeur (δ), zoals beschreven in paragraaf 3. Individuen in de steekproef zijn in de mediaan 74 jaar (standaarddeviatie 5 jaar) en hebben een mediaan netto maandinkomen inclusief AOW van 2.900 euro (SD 2.600 euro). 46 procent van de gepensioneerden heeft (nog) een partner en 66 procent bezit een woonhuis. Daarmee bevat de dataset substantiële heterogeniteit in deelnemerskenmerken. Tegelijkertijd betreft het geen aselechte landelijke steekproef. De respondenten zijn afkomstig uit instellingen die daadwerkelijk risicopreferentieonderzoek hebben uitgevoerd. Deelname aan dergelijke onderzoeken kan selectief zijn. De resultaten in deze paragraaf moeten daarom worden gelezen als gebaseerd op een brede en relevante praktijksteekproef van Nederlandse gepensioneerden, maar niet als een exact gewogen afspiegeling van de totale populatie. In deze paragraaf onderzoeken we hoe goed de zes beleggingsprofielen aansluiten bij de daadwerkelijke voorkeuren van deze groep. Eerst analyseren we de verdeling van deze voorkeuren (6.1). Vervolgens bepalen we per persoon welk profiel rationeel, emotioneel en gecombineerd het best passend is (6.2). Tot slot kwantificeren we de gemiddelde welvaartswinst van maatwerk (6.3).

6.1 Verdeling van voorkeuren in de Nederlandse populatie

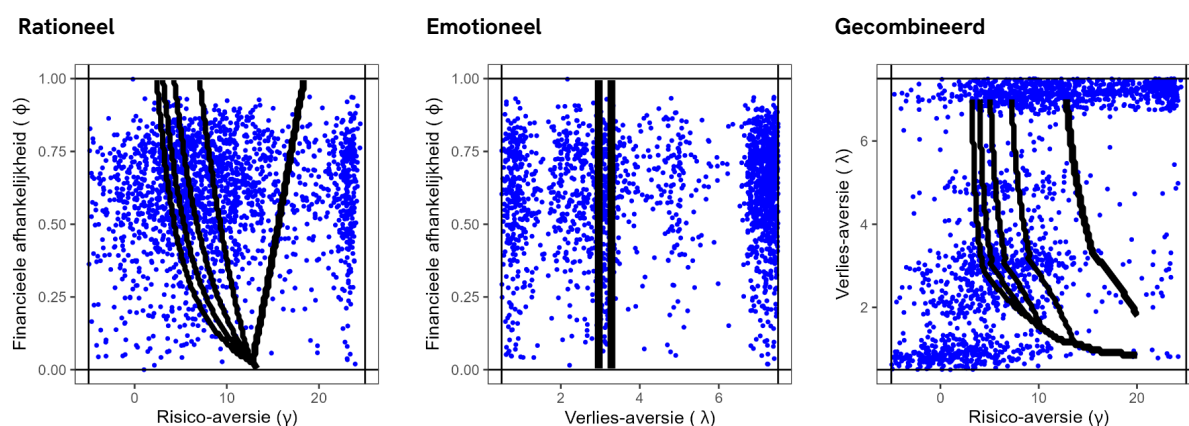
Figuur 7 toont de spreiding in γ , λ en φ (blauwe puntjes representeren de deelnemers). Alle drie de parameters variëren substantieel: γ loopt van risicozoekend (< 0) tot zeer risicoavers (> 20), λ varieert tussen ongeveer 1 en ongeveer 6, en φ ligt tussen 0 en 1. Deze spreiding is cruciaal: binnen elk fonds en cohort bestaat grote heterogeniteit, vaak groter dan verschillen tussen fondsen of cohorten. Zelfs binnen een groep 68-jarigen zien we dus zowel sterk risicoaverse als relatief risiconeutrale deelnemers én zowel hoge als lage verliesaversie. Daarmee is de ‘gemiddelde deelnemer’ geen bruikbaar vertrekpunt voor productontwerp.

De correlaties tussen voorkeuren verschillen

Risicoaversie γ en verliesaversie λ hebben een duidelijke positieve correlatie ($\rho=0.58$). Dat wil zeggen: wie sterk risicoavers is, is meestal ook verliesavers. φ (risicodraagvlak) correleert vrijwel niet met risicoaversie γ ($\rho=0.07$). Tussen φ en λ is de correlatie laag ($\rho=0.08$); we observeren wel een cluster bij een sterke mate van verliesaversie ($\lambda=7$).

Deze heterogeniteit vertaalt zich in sterk uiteenlopende voorkeuren voor pensioenproducten.

Figuur 7. Verdeling van risicoaversie (γ), verliesaversie (λ) en risicodraagvlak (ϕ) onder 1.940 gepensioneerden



6.2 Best passend product: rationeel en emotioneel

Voor iedere deelnemer bepalen we welk aandelenprofiel (0, 20, 40, 60, 80 of 100 procent) het hoogste zekerheidsequivalent oplevert onder drie perspectieven: rationeel, emotioneel en gecombineerd. In Figuur 7 geven de zwarte lijnen aan welke regeling voor welke deelnemers optimaal is. Tabel 5 laat vervolgens zien welk percentage deelnemers per beoordelingskader (rationeel, emotioneel en gecombineerd) het beste af is met elk profiel.

Tabel 5. Optimale aandelenprofielen per deelnemer onder rationeel, emotioneel en gecombineerd nut. De tabel toont welk profiel (0 tot 100 procent aandelen) voor de 1.940 gepensioneerden het hoogste zekerheidsequivalent oplevert binnen elk perspectief.

Percentage best passend pensioen			
Product	Rationeel	Emotioneel	Gecombineerd
Vast pensioen	23%	58%	26%
Variabel pensioen (20% ZW)	25%	9%	23%
Variabel pensioen (40% ZW)	13%	2%	13%
Variabel pensioen (60% ZW)	9%	1%	6%
Variabel pensioen (80% ZW)	6%	0%	3%
Variabel pensioen (100% ZW)	25%	31%	30%

Rationeel optimum (γ, ϕ, δ)

Het rationele optimum is breed verspreid: vooral 0 procent, 20 procent en 100 procent aandelen komen vaak als beste profiel naar voren. Zo prefereert 23 procent een vast pensioen, terwijl 25 procent juist kiest voor een volledig risicovol profiel met 100 procent aandelen. Daarnaast zijn er substantiële, maar kleinere groepen bij 40, 60 en 80 procent. In totaal zou 77 procent van de deelnemers rationeel gezien met minstens enig risico (>0 procent aandelen) willen doorbeleggen na pensioendatum.

Emotioneel optimum (λ)

Vanuit verliesaversie verschuift de optimale keuze duidelijk richting zekerheid: voor 58 procent is 0 procent aandelen emotioneel optimaal. Tegelijk kiest een substantiële groep (31 procent) juist voor het maximale aandelenrisico. De resterende 11 procent bevindt zich tussen deze uitersten. Deelnemers concentreren zich emotioneel dus vooral op de minst en de meest risicovolle optie. Dit patroon sluit aan bij het historisch lage gebruik van variabele uitkeringen onder het oude stelsel, maar laat ook zien dat een niet te verwaarloze groep juist behoefte heeft aan maximale groei. In de volgende paragraaf zal blijken dat vooral spreiding van rendementen grote invloed heeft op de emotionele geschiktheid van risicovollere profielen.

Gecombineerd optimum (γ & λ , gelijk gewogen)

Wanneer rationeel en emotioneel nut gelijk worden gewogen, ontstaat een ander beeld dan bij de afzonderlijke perspectieven. Voor 26 procent van de deelnemers is een vast pensioen (0 procent aandelen) optimaal, terwijl 23 procent het best af is met 20 procent aandelen en 13 procent met 40 procent aandelen. De profielen met 60 en 80 procent aandelen spelen nauwelijks een rol (respectievelijk 6 en 3 procent). Opvallend is dat 100 procent aandelen voor 30 procent van de deelnemers optimaal is binnen het gecombineerde perspectief, ondanks de sterke verliesaversie die dit rationeel aantrekkelijke profiel emotioneel minder aantrekkelijk maakt. In deze populatie kan een keuzemenu met slechts enkele profielen – bijvoorbeeld 0 procent, 20 tot 40 procent en 100 procent aandelen – dus een groot deel van de voorkeuren afdekken.

6.3 Welvaartswinst en maatwerk

Bij de flexibele premieregeling eindigt een groot deel van de deelnemers doorgaans in de *default* lifecycle; bij de solidaire premieregeling heeft iedereen dezelfde lifecycle. In de praktijk is het dus vooral ook relevant om te zien hoe een regeling *gemiddeld* scoort onder deelnemers. Tabel 6 toont daarom de welvaartseffecten ten opzichte van de risicoloze uitkering van de zes pensioenregelingen als alle deelnemers dezelfde blootstelling krijgen.

Rationeel perspectief

Onder het rationele nuts criterium ontstaan duidelijke verschillen tussen de pensioenproducten. Een variabel pensioen met 20 procent aandelen presteert gemiddeld het best (+3 procent welvaartswinst), terwijl hogere risiconiveaus snel tot negatieve effecten leiden voor de gemiddelde deelnemer: bij 40 procent aandelen bedraagt het verlies al -3 procent, oplopend tot -15 procent bij 80 en 100 procent. Deze daling weerspiegelt dat extra risico voor veel deelnemers weinig oplevert, omdat de marginale nutsschade door neerwaartse

scenario's bij risicoaverse deelnemers zwaar weegt. Een vast pensioen (0 procent aandelen) vormt in dit perspectief het nulpunt.

Wanneer deelnemers echter hun individueel optimale rationele profiel zouden kiezen, ontstaat gemiddeld een welvaartswinst van 26 procent, zoals weergegeven in de onderste rij van Tabel 6. Dat is een theoretische bovengrens: hiervoor moeten de voorkeuren van alle deelnemers nauwkeurig worden vastgesteld en moet ieder individu het voor zichzelf optimale product kiezen. De winst is vooral groot voor subgroepen met lage risicoaversie, die rationeel substantieel profiteren van doorbeleggen.

Emotioneel perspectief

Onder het emotionele nuts criterium neemt de gemiddelde ervaren waarde van een pensioenprofiel toe naarmate het risiconiveau stijgt: van circa 1 procent bij 20 procent aandelen tot 11 procent bij 100 procent aandelen. Dit patroon ontstaat doordat deelnemers met lage verliesaversie (lage λ) emotioneel sterker reageren op verwachte groei dan op tijdelijke dalingen, waardoor risicovollere profielen voor hen aantrekkelijker zijn dan een vast pensioen. Voor sterk verliesaverse deelnemers daarentegen leidt extra risico niet tot een evenredige toename in emotionele pijn: zolang dalingen beperkt blijven en gemiddeld worden gecompenseerd door stijgingen, weegt de angst voor verliezen minder zwaar.

Op individueel niveau blijft de spreiding echter groot. Een substantiële groep deelnemers ervaart zelfs beperkte aandelenblootstelling nog altijd als te volatiel, terwijl anderen juist emotioneel profiteren van hogere verwachte groei.

Wanneer deelnemers hun individueel optimale emotionele profiel kiezen, bedraagt de gemiddelde welvaartswinst 19 procent (onderste rij). Dit onderstreept de grote heterogeniteit in verliesaversie binnen de populatie: sommige deelnemers voelen zich emotioneel het best bij stabiele, risicomijdende profielen, terwijl anderen juist welvaart onttelen aan een pensioenpad met meer verwachte dynamiek.

Gecombineerd perspectief

Onder het gecombineerde nuts criterium zijn de gemiddelde verschillen tussen de pensioenprofielen relatief beperkt: geen van de variabele profielen levert een grote winst op ten opzichte van een risicoloos pensioen. De beste geschiktheid wordt behaald bij het 20 procent-profiel (+2 procent), terwijl hogere risiconiveaus al snel tot kleine verliezen leiden (-2% tot -4 procent). Wanneer deelnemers echter hun individueel optimale gecombineerde profiel zouden kiezen, ontstaat gemiddeld een welvaartswinst van 20 procent.

Hoofdstuk 5 Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

Tabel 6. Gemiddelde welvaartswinst (of -verlies) per pensioenprofiel onder rationeel, emotioneel en gecombineerd nut. Voor elk profiel worden de welvaartseffecten ten opzichte van de risicoloze uitkering weergegeven. De onderste rij toont de gemiddelde welvaartswinst wanneer deelnemers wel het best passende profiel kiezen.

Gemiddelde welvaartswinst (+) en -verlies (-) per pensioenregeling			
Product	Rationeel	Emotioneel	Gecombineerd
Vast pensioen	0%	0%	0%
Variabel pensioen (20% ZW)	3%	1%	2%
Variabel pensioen (40% ZW)	-3%	3%	0%
Variabel pensioen (60% ZW)	-11%	5%	-3%
Variabel pensioen (80% ZW)	-15%	8%	-4%
Variabel pensioen (100% ZW)	-15%	11%	-2%
Beste fit	26%	19%	20%

7. Contractvarianten: garanties, spreiden en projectierendement

In deze sectie analyseren we hoe drie contractelementen – een garantie, spreiding van resultaten en een aanpassing van het projectierendement – het pensioenprofiel en het nut van deelnemers beïnvloeden. Alle varianten worden vergeleken met één gemeenschappelijke basis: 40 procent aandelen, 80 procent renteafdekking, géén spreiding en een neutraal projectierendement gelijk aan de risicovrije rente (termijnstructuur). Zo isoleren we het effect van elk afzonderlijk element.

We beschouwen de volgende zes varianten:

1. baseline (40 procent ZW)
2. garantie (uitkering mag nooit onder de startuitkering dalen; 14 procent lagere start)
3. spreiding $S = 3$
4. spreiding $S = 5$
5. opslag projectierendement (+2 procent)
7. afslag projectierendement (-2 procent)

7.1 Effect op het uitkeringsverloop

De contractelementen beïnvloeden vooral de jaar-op-jaarmutaties van de uitkering. Figuur 8 toont de kansverdelingen van jaarlijkse aanpassingen van de uitkering. De horizontale as toont verschillende jaar-op-jaaraanpassingen, de verticale as toont hoe vaak een dergelijke aanpassing voorkomt.

Baseline (40 procent aandelen)

De baseline laat een brede, redelijk symmetrische verdeling zien, met een gemiddelde toename van circa +3 procent van de uitkeringen en een kans op verlaging van ongeveer 29 procent per jaar. Dit is het uitgangspunt waartegen de overige varianten worden beoordeeld.

Garantie

Een garantie elimineert dalingen volledig: de kans op een negatieve verandering ná pensioen-ingang is 0 procent. De prijs is een 14 procent lagere startuitkering, waardoor de gemiddelde stijging (inclusief de startuitkering) iets lager ligt dan in de baseline.¹⁰ In circa 47 procent van de scenario's blijft de uitkering vervolgens een reeks jaren gelijk – er ontstaat een duidelijke 'vloer' in het uitkeringsverloop. Emotioneel is het uitblijven van dalingen zéér

¹⁰ Percentage berekend op basis van DNB Q-set 2025Q1. Merk op dat deze variant niet gelijk is aan de gangbare ORTEC-variant: daar is er wél een (kleine) kans op verlaging (als de risicodelings- of solidariteitsreserve opdraakt) en is de startuitkering ook minder verlaagd.

aantrekkelijk, maar komt de 14 procent 'daling' bij de start ook hard aan. Rationeel vormt de lagere startuitkering een substantiële kostenpost.

Spreiding van resultaten ($S = 3$ en $S = 5$)

Spreiding verzacht schokken door de jaarlijkse aanpassing te baseren op een gewogen gemiddelde van huidig en verleden rendement.¹¹ Formeel is de uitkering bij een spreidingsparameter S van 3 gelijk aan $1/3$ van wat deze zonder spreiding zou zijn, plus $2/3$ van de vorige uitkering; bij $S = 5$ is dat respectievelijk $1/5$ en $4/5$.

- $S = 3$ verkleint de kans op een daling van 29 naar 16 procent, met kleinere schommelingen rondom het gemiddelde, doordat er een (doorgaans positieve) buffer wordt opgebouwd.
- $S = 5$ dempt de schommelingen verder: de kans op daling daalt tot circa 10 procent en de verdeling wordt duidelijk smaller rond +3 procent, wat veroorzaakt wordt door de gemiddeld grotere buffer.

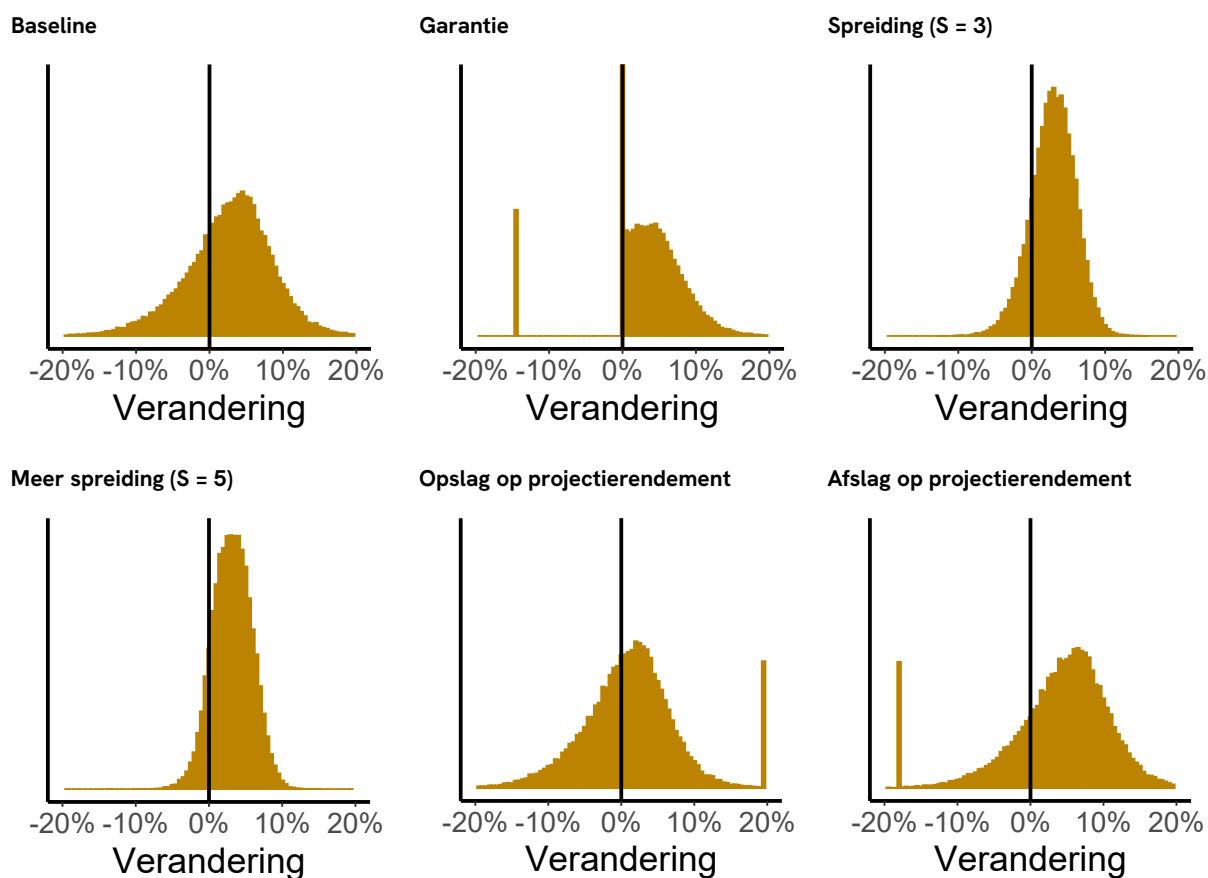
De gemiddelde toename van 3 procent verandert niet: spreiding verandert de verwachtingswaarde vrijwel niet, maar beïnvloedt vooral de veranderingen op korte termijn. Op langere termijn kunnen gecumuleerde verschillen leiden tot grotere correcties: het totale risico wordt immers niet gereduceerd.

Projectierendement (opslag en afslag)

Een +2 procentpunt opslag verhoogt de startuitkering met circa 19 procent, maar verhoogt de kans op latere dalingen naar ongeveer 42 procent. De distributie toont ook negatieve extremen. Een -2 procentpunt afslag werkt precies andersom: de startuitkering daalt, maar de kans op dalingen wordt lager en jaarlijkse stijgingen worden waarschijnlijker. Vanuit emotioneel opzicht scoren beide varianten niet goed: er is een daling op pensioendatum (afslag) of een grotere kans op dalingen ná pensioendatum (opslag). Verliesaverse deelnemers vinden beide varianten daarom weinig aantrekkelijk. Rationeel kan opslag aantrekkelijk zijn voor deelnemers met een hoge tijdsvoorkeur (δ), terwijl de afslag juist rationeel nadelig is vanwege het lagere vroege consumptieniveau.

¹¹ Asymptotisch spreiden, ook wel bekend als afnemend spreiden, geheugenloos spreiden of AmvB-methode.

Figuur 8. Verdelingen van de jaarlijkse aanpassing van de uitkering bij verschillende contractelementen



7.2 Best passende variant per deelnemer

Voor alle 1.940 deelnemers bepalen we welke van de zes varianten het hoogste zekerheidsequivalent oplevert, afzonderlijk voor rationeel, emotioneel en gecombineerd nut. De aandelenmix blijft hierbij vast op 40 procent. Tabel 7 toont de resultaten.

Tabel 7. Percentage deelnemers waarvoor elke contractvariant optimaal is onder rationeel, emotioneel en gecombineerd nut

Percentage best passende contractvariant			
Contractvariant	Rationeel	Emotioneel	Gecombineerd
Baseline (40% ZW)	4%	0%	2%
Garantie	34%	0%	29%
Spreiding (S = 3)	0%	2%	21%
Meer spreiding (S = 5)	0%	83%	34%
Opslag	54%	0%	6%
Afslag	8%	15%	8%

Rationeel perspectief

Het rationele optimum ligt sterk bij varianten die een hoger inkomen in de eerste jaren opleveren. 54 procent kiest rationeel voor de +2 procent opslag, omdat de hogere startuitkering voor veel deelnemers waardevoller is dan mogelijke latere dalingen. Daartegenover staat een kleine groep (8 procent) die rationeel juist een afslag prefereert, doorgaans deelnemers met een lange horizon.

Een subgroep van 34 procent kiest rationeel voor de garantie. Hoewel een garantie duur is (14 procent lagere startuitkering), weegt voor deze deelnemers de zekerheid van een ondergrens zwaarder dan de directe inkomensdaling.

Spreiding blijkt rationeel nauwelijks aantrekkelijk. Hoewel het risico op korte termijn afneemt, verhoogt spreiding het risico op lange termijn en kent het nagenoeg geen rationele baten.

Emotioneel perspectief

Het emotionele optimum laat bijna het omgekeerde beeld zien. Spreiding S = 5 is veruit het populairst: 83 procent ervaart de sterk gedempte schokken als beste optie. S = 3 volgt op ruime afstand (2 procent).

Een garantie, rationeel nog aantrekkelijk voor velen, wordt emotioneel echter nauwelijks gekozen (0 procent). De reden is eenvoudig: deelnemers ervaren de directe daling van 14 procent als een aanzienlijk verlies bij aanvang, dat niet (voldoende) gecompenseerd wordt door het uitblijven van latere dalingen.¹²

Een afslag wordt door 15 procent als emotioneel beste optie gekozen – deze groep heeft een sterke voorkeur voor stabiele en waar mogelijk stijgende uitkeringen. De opslag wordt emotioneel door niemand gekozen (0 procent), vanwege de frequente dalingen op latere leeftijd.

Gecombineerd perspectief

Wanneer rationeel en emotioneel nut gelijk worden gewogen, ontstaat een tussenbeeld. Spreiding S = 5 wordt het vaakst gekozen (34 procent), gevolgd door de garantie (29 procent) en spreiding S = 3 (21 procent).

De opslag, rationeel dominant, zakt in het gecombineerde oordeel naar een marginaal aandeel (6 procent). Een afslag wordt door 8 procent gecombineerd optimaal gevonden.

Het gecombineerde beeld laat zien dat spreiding de meest robuuste variant is: lage rationele kosten, hoge emotionele opbrengsten. Garantie blijft aantrekkelijk, maar vanwege de hoge prijs niet voor iedereen.

¹² Zoals eerder benoemd is de garantie niet gelijk aan de ORTEC-variant. Een verder verschil is dat de financiering van de ORTEC-variant grotendeels geleidelijk tijdens de opbouwfase wordt gefinancierd door positieve overrendementen af te romen. Dat ervaren deelnemers waarschijnlijk niet of minder als een verlies.

Opvallend is dat de basisvariant voor bijna niemand het beste past, ongeacht rationele en/of emotionele voorkeuren.

7.3 Gemiddelde welvaartseffecten van de varianten

Tabel 8 toont de gemiddelde welvaartswinst (of -verlies) van de varianten. De resultaten versterken het beeld dat rationele en emotionele voorkeuren vaak conflicteren.

Rationeel

Garantie levert +2 procent welvaartswinst op. Opslag blijft op 0 procent. Spreiding leidt tot duidelijke rationele verliezen (-4 procent bij $S = 3$ en -11 procent bij $S = 5$). Afslag eveneens -4 procent. Het rationele voordeel van garantie en opslag volgt uit de relatief hoge waardering van vroege of stabiele consumptie.

Emotioneel

Verliesaversie is belangrijk voor de uitkomsten. Spreiding levert grote emotionele welvaartswinsten op: +9 procent ($S = 3$) en +13 procent ($S = 5$). Garantie, opslag en afslag scoren negatief (-4 procent tot -5 procent). Hier wordt duidelijk hoe sterk verliesaversie het nut beïnvloedt: elke toegevoegde stijging (ten opzichte van de basisvariant) moet gepaard gaan met een vergelijkbare daling, wat voor de verliesaverse deelnemer niet als een goede uitruil voelt.

Gecombineerd

Bij gelijke weging van rationeel en emotioneel nut vinden we dat spreiding ($S = 3$) de enige variant is met een positieve gemiddelde welvaartswinst (+3 procent). Meer spreiding ($S = 5$) blijft positief (+1 procent). Alle andere contractvarianten scoren negatief.

Wanneer deelnemers hun persoonlijk beste combinatie kiezen, bedraagt de theoretische maximale welvaartswinst: 12 procent rationeel, 15 procent emotioneel en 8 procent gecombineerd. Dit zijn bovengrenzen: in de praktijk is een beperkt keuzemenu realistischer. Maar zelfs met enkele varianten kan een groot deel van de winst worden gerealiseerd.

Tabel 8. Gemiddelde welvaartswinst (of -verlies) per contractvariant onder rationeel, emotioneel en gecombineerd nut.

Gemiddelde welvaartswinst (+) en -verlies (-) per contractvariant			
Contractvariant	Rationeel	Emotioneel	Gecombineerd
Baseline (40% ZW)	0%	0%	0%
Garantie	2%	-5%	-1%
Spreiding ($S = 3$)	-4%	9%	3%
Meer spreiding ($S = 5$)	-11%	13%	1%
Opslag	0%	-4%	-2%
Afslag	-4%	-5%	-4%
Beste fit	12%	15%	8%

8. Conclusie

De transitie naar de Wtp markeert een verschuiving naar een pensioenstelsel waarin variabele uitkeringen centraal staan en deelnemersvoorkeuren een explicietere rol spelen. Dit artikel laat zien dat deze verschuiving substantiële kansen biedt voor welvaartsverbetering, mits pensioenproducten aansluiten bij de heterogene voorkeuren van deelnemers. Ons geïntegreerde besluitvormingskader maakt duidelijk dat rationele en emotionele voorkeuren daarbij niet samenvallen. Waar rationele afwegingen vaak pleiten voor doorbeleggen, ervaren veel verliesaverse deelnemers sterke emotionele weerstand tegen mogelijke neerwaartse aanpassingen van hun uitkering.

Deze spanning impliceert echter niet dat uniforme oplossingen per definitie ongeschikt zijn. Uniforme contracten kunnen de spanning tussen rendement en stabiliteit gedeeltelijk mitigeren via schokspreiding en het gebruik van reserves of garanties. Suboptimaliteit ontstaat vooral wanneer één uniforme regeling wordt toegepast op een sterk heterogene deelnemerspopulatie, waardoor substantiële subgroepen structureel slecht worden bediend.

De empirische analyse op basis van 1.940 Nederlandse gepensioneerden bevestigt deze heterogeniteit. Risicoaversie, verliesaversie en risicodraagvlak verschillen sterk, ook binnen ogenschijnlijk homogene groepen. In theorie leidt maatwerk in het aandelenrisicoprofiel tot welvaartswinsten van 19 tot 26 procent ten opzichte van één standaardprofiel. Deze uitkomsten vormen echter een bovengrens en veronderstellen dat voorkeuren nauwkeurig kunnen worden gemeten en daadwerkelijk worden benut in keuzes of toewijzing.

Naast risicoprofielen blijken contractelementen een belangrijke aanvullende rol te spelen. Variaties in spreiding, garanties en projectierendement genereren welvaartsverschillen tot 8 à 15 procent, afhankelijk van de gehanteerde nutsmaatstaf. Met name spreiding is emotioneel zeer effectief: het beperken van tussentijdse dalingen wordt door verliesaverse deelnemers sterk gewaardeerd en kan de spanning tussen rationele en emotionele voorkeuren aanzienlijk verkleinen.

Een belangrijke kanttekening is dat de gerapporteerde welvaartswinsten conditioneel zijn op het gehanteerde voorkeurenraamwerk. Hoewel wij rationele voorkeuren en verliesaversie expliciet modelleren, blijven andere gedragsdimensies buiten beschouwing. Indien voorkeuren zoals ambiguïteitsaversie, myopische verliesaversie of spijtaversie dominant zijn, kan de aantrekkelijkheid van variabele uitkeringspaden anders uitvallen dan in onze simulaties wordt gesuggereerd. De resultaten dienen daarom te worden geïnterpreteerd als orde-van-grootte-inschattingen.

Tot slot is de praktische haalbaarheid van maatwerk een centraal aandachtspunt. Lage respons op preferentiemetingen, meetgevoeligheid, sterke defaulteffecten en de wens tot ontzorging maken het onzeker in hoeverre theoretische welvaartswinsten volledig realiseerbaar zijn. Het belangrijkste beleidsinzicht is daarom niet dat maximale individualise-

Hoofdstuk 5 Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer?

ring wenselijk is, maar dat een beperkt en zorgvuldig ontworpen keuzemenu al een groot deel van de potentiële welvaartswinst kan realiseren. Enkele welgekozen risicoprofielen, gecombineerd met robuuste contractelementen zoals spreiding en, waar passend, garanties, kunnen zowel rationeel als emotioneel hoge welvaart opleveren zonder deelnemers te overvragen.

Referenties

- AFM (2024). Sectorbeeld Pensioenen 2024. Autoriteit Financiële Markten.
- Alserda, G.A., Dellaert, B.G., Swinkels, L. & Van der Lecq, F.S. (2019). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206-225.
- Alserda, G.A. & Potter van Loon, R.J.D. (2020). Goed slapen of goed pensioen? Het effect van verliesaversie op lifecycleconstructie. *VBA Journaal*, 36(143), 49-54.
- Barsky, R.B., Juster, F.T., Kimball, M.S. & Shapiro, M.D. (1997). Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the Health and Retirement Study. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537-579.
- Benartzi, S. & Thaler, R.H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92.
- Berkeljon, S., Van den Goorbergh, R., Goossens, J. & Kuijpers, B. (2025). Beyond Gamma: A Choice Sequence Experiment Allowing for Subsistence Levels and Other Non-CRRA Preferences. Netspar Industry Paper.
- Brüggen, L., & Knoef, M. (2017). Pensioen: De beperkte aandacht voor sparen voor later. In *Preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor Staathuishoudkunde* (pp. 31-37).
- Campbell, J.Y. & Cochrane, J.H. (1999). By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior. *Journal of Political Economy* 107, no. 2, 205-51.
- Chao, L., H. Szrek, N. Pereira & Pauly, M. (2009). Time preference and its relationship with age, health, and survival probability. In: *Judgement and Decision Making* 4.1, pp. 1-19.
- Frederick, S., Loewenstein, G. & O'Donoghue, T. (2001). Time discounting and time preference: A critical review. *Journal of Economic Literature*, 40(2), 351-401.
- Galanter, E. & Pliner, P. (1974). Cross-modality matching of money against other continua. In S.S. Stevens (Ed.), *Sensation and measurement* (pp. 65-76). Springer.
- Goossens, J. & Knoef, M. (2024). *Time-varying risk and time preferences*. Netspar Academic Paper.
- Goossens, J., Knoef, M. & Ponds, E. (2022). *Can estimated risk and time preferences explain real-life financial choices?* Netspar Academic Paper.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *American Psychologist*, 39(4), 341-350.
- Kokken, M., Nijman, T. & Werker, B. (2024). Garanties in het nieuwe pensioenstelsel. Netspar Design Paper 239.
- Knoef, M., Potter van Loon, R., Turlings, M., Van Toorn, M., Weehuizen, F., Dees, B. & Goossens, J. (2022). *Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer?* Netspar Design Paper 202.
- Prast, H.M. (2013). *Rationele pensioenen voor irrationele mensen. Een gedragseconomische visie op de toekomst van het pensioen in Nederland*. Netspar Economische Adviezen 48.
- Thaler, R.H. (1981). Some empirical evidence on dynamic inconsistency. *Economics Letters*, 8(3), 201-207.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.
- Wakker, P.P. (2008). Explaining the characteristics of the power (CRRA) utility family. *Health Economics*, 17(12), 1329-1344.

Hoofdstuk 6

Solidaire versus flexibele premieregeling

Welvaartsimplicaties van de gevolgen op het
beleggingsbeleid

Gosse Alserda
Cees Harm van den Berg

Inhoudsopgave

Inleiding	174
Samenvatting	175
1. Achtergrond	176
2. Aanpak	178
3. Methode	179
4. Resultaten	182
5. Robuustheid en beperkingen	189
6. Conclusie	190
Appendix A	192
Literatuur	193

Te citeren als:

Alserda, G. & Van den Berg, C.H. (2026). *Hst.6: Solidaire versus flexibele premieregeling*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland* (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Gosse Alserda – Rijksuniversiteit Groningen, Aegon Asset Management
Cees Harm van den Berg – APG Asset Management

Inleiding

Dit hoofdstuk richt zich op de welvaartsimplicaties van de solidaire (SPR) versus de flexibele (FPR) premieregeling. De overgang van toegezegde pensioenregelingen (volledig collectief) naar beschikbare premieregelingen (meer individueel) is een van de belangrijkste elementen van de invoering van de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Waar volledig collectieve toegezegde pensioenregelingen profiteren van schaalvoordelen, risicodeling en toegang tot illiquide beleggingen, bieden individuele regelingen meer keuzevrijheid en grotere transparantie. In dit hoofdstuk onderzoeken we de welvaartsimplicaties van deze verschuiving. We doen dit door stap voor stap te analyseren wat de impact is van i) de mogelijkheid om de leenrestrictie te laten vervallen, ii) het toestaan van keuzevrijheid en iii) een efficiëntere portefeuille. De resultaten uit onze analyse kunnen pensioenfondsen helpen om een gedegen afweging te maken in de keuze voor een gewenste regeling en beleidsinstrumenten.

In dit hoofdstuk gebruiken wij de termen solidaire en flexibele premieregeling conform de Wtp. Beide regelingen zijn collectieve pensioenregelingen, met collectief vermogensbeheer en collectieve risicodeling. De verschillen zitten dus niet in het al dan niet collectief zijn van de regeling, maar in de mate van keuzevrijheid, de inrichting van het beleggingsbeleid en de mogelijkheden rond leenrestricties en illiquide beleggingen.

Dit hoofdstuk start met een korte samenvatting van de belangrijkste resultaten. Vervolgens beschrijven we in meer detail de achtergrond en internationale context bij collectieve versus individuele pensioenregelingen. Daarna lichten we stap voor stap de verschillende variaties in beleidsinstrumenten en bijbehorende resultaten toe. We sluiten het hoofdstuk af met de belangrijkste conclusies voor de welvaartsimplicaties van solidaire versus flexibele regelingen.

Samenvatting

De solidaire premieregeling biedt, als meer collectieve regeling, voordelen ten opzichte van de flexibele premieregeling, als meer individuele regeling. Denk hierbij aan meer ruimte voor illiquide beleggingen en de mogelijkheid om de leenrestrictie te laten vervallen. De flexibele premieregeling biedt daarentegen voordelen als meer keuzevrijheid en een hogere mate van transparantie.

Uit onze analyse van deze verschillende onderdelen komt naar voren dat het opheffen van de leenrestrictie en de efficiëntere portefeuille ongeveer evenveel welvaart opleveren als volledige keuzevrijheid. Tabel 1 toont de welvaartsimplicaties van de verschillende onderdelen op basis van de analyse 'SPR versus FPR' onder de verschillende aannames die we hebben gemaakt en die we verderop in dit hoofdstuk beschrijven.

Tabel 1. Overzicht elementen solidaire versus flexibele premieregeling

Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	0%	-5,1%
2. Keuzevrijheid	0%	+6,0%
3. Efficiëntie portefeuille	0%	-1,3%
Totaal	0%	-0,4%

De afweging tussen de twee regelingen hangt vooral af van mogelijkheden die worden geboden in de lifecycle (ruimte om de leenrestrictie te laten vervallen) en de mate (en inzet) van keuzevrijheid voor deelnemers. De resultaten tonen dat beperkte keuzevrijheid (met drie tot vijf lifecycles) al een groot gedeelte van de potentiële welvaart beschikbaar kan maken. Belangrijke aanname daarbij is wel dat deelnemers de keuzevrijheid daadwerkelijk benutten en ook de juiste keuze maken. In het vervolg van dit hoofdstuk lichten we deze resultaten verder toe en onderbouwen we onze conclusies.

1. Achtergrond

Wereldwijd zijn er grote verschillen in hoeverre pensioenregelingen individueel of juist collectief zijn opgezet. Van oudsher zijn kapitaalgedekte pensioenregelingen veelal collectief opgezet, met veel solidariteit tussen de deelnemers en tussen de deelnemer en de (voormalige) werkgever. De laatste decennia is een trend ingezet naar meer individuele regelingen. Voorbeelden hiervan zijn de opmars van 401k-regelingen in de Verenigde Staten, de *pension freedoms act* in het Verenigd Koninkrijk en de introductie van *superannuation* in Australië. Ook in Nederland is een trend gaande richting meer individuele regelingen. Veel werkgevers stapten zelf al over naar individuele premieregelingen en in het nieuwe pensioenstelsel worden vrijwel alle uitkeringsregelingen omgezet naar premieregelingen gericht op levenslange uitkeringen op basis van persoonlijke pensioenvermogens.

Individuele pensioenregelingen hebben als groot voordeel dat ze meer keuzevrijheid en transparantie bieden dan collectieve pensioenregelingen. Deelnemers in een individuele regeling kunnen vaak zelf het risicoprofiel en/of het specifieke beleggingsbeleid kiezen. Hierdoor kan dat beter aansluiten bij hun persoonlijke voorkeuren, waaronder risicovoorkeuren en duurzaamheidsvoorkeuren, waardoor de persoonlijke waarde van hun verwachte pensioenuitkering toeneemt (Alserda et al., 2019). Daarnaast geldt dat individuele regelingen over het algemeen een hogere transparantie kennen. De regelingen zijn relatief eenvoudig, waarbij het rendement op de beleggingen rechtstreeks terechtkomt bij het persoonlijk vermogen. Dit vereenvoudigt communicatie en kan positief bijdragen aan vertrouwen. Daarentegen zorgt keuzevrijheid op zichzelf voor hogere kosten. Deelnemers moeten begeleid worden in beleggingskeuzes en ook de implementatie hiervan doet kosten toenemen. Bovendien weten we dat waar deelnemers zelf keuzes maken, zij ook foute keuzes maken door gedragseconomische effecten als keuzestress, framing en overmoed. Dergelijke fouten leiden tot een lager zekerheidsequivalent en dus tot een lagere verwachte pensioenwelvaart (Benartzi & Thaler, 2007).

Een collectieve inregeling van het beleggingsbeleid zorgt er op verschillende manieren voor dat de efficiëntie, ofwel het verwachte rendement, na kosten en gecorrigeerd voor risico, omhoog kan. Door schaalvoordelen van collectief beleggen is er een betere onderhandelingspositie, waardoor er normaal gesproken belegd kan worden tegen lagere kosten (Bikker, 2017). Daarnaast kan een groter vermogen over meer beleggingscategorieën worden verspreid, wat de efficiëntie ten goede komt via diversificatievoordelen. Dit geldt met name voor illiquide beleggingscategorieën die een hogere complexiteit kennen, vaak minimale investeringsbedragen hanteren en niet op korte termijn zijn bij te sturen. De beperkte liquiditeit kan problemen opleveren als een deelnemer in een individuele regeling kiest voor een collectieve waardeoverdracht naar een ander fonds, opteert voor een ander beleggingsbeleid of een annuïteit aankoopt bij pensionering. In een collectieve inregeling

van het beleggingsbeleid wordt dit allemaal binnen het collectief vermogen opgelost, waardoor de liquide beleggingen gebruikt kunnen worden om geld vrij te maken of juist om beschikbare liquiditeit te beleggen. Ten slotte kan binnen een collectieve inregeling van het beleggingsbeleid het vermogen efficiënt worden ingezet waar dat de meeste waarde toevoegt. Jongere deelnemers (met relatief veel menselijk kapitaal) kunnen op die manier meer blootstelling krijgen aan een diverse portefeuille van zakelijke waarden (en niet enkel aan aandelen), terwijl ouderen (met voornamelijk financieel kapitaal) meer zekerheid willen hebben, waardoor maar een beperkt gedeelte van het vermogen in zakelijke waarden belegd hoeft te worden. Het toepassen van *leverage* is tot op zekere hoogte ook mogelijk in individuele regelingen door derivaten te gebruiken. Dit is echter minder efficiënt vanwege hogere beheer- en transactiekosten en striktere kapitaalrestricties; in de praktijk wordt dit vrijwel nooit toegepast.

De afweging tussen individueel en collectief is echter geen binaire keuze en de meeste pensioenregelingen die we in de praktijk zien, bevinden zich ergens tussen deze twee uitersten. Dit geldt ook voor de twee regelingen die geïntroduceerd zijn in de Wet toekomst pensioenen: de FPR en de SPR. De flexibele premiereregeling is in grote lijnen een individuele premiereregeling, met keuzevrijheid en individuele beleggingsmixen, maar waarbij het vermogen wel collectief wordt belegd. De solidaire premiereregeling is een meer collectieve premiereregeling met één beleggingsbeleid voor het gehele collectief. Tegelijkertijd is bij beide regelingen sprake van individueel pensioenvermogen en wordt het collectieve rendement individueel toegedeeld.

2. Aanpak

In dit hoofdstuk kwantificeren we de voor- en nadelen van het beleggingsbeleid onder een meer collectieve regeling, zoals de solidaire premiereregeling, ten opzichte van een meer individuele pensioenregeling, zoals de flexibele premiereregeling. We doen dit door twee pensioenregelingen met elkaar te vergelijken:

- een (simpele invulling van de) flexibele premiereregeling, waarin sprake is van individuele lifecycles en keuzevrijheid voor deelnemers, maar met collectief vermogensbeheer
- een solidaire premiereregeling, waarin één collectief beleggingsbeleid geldt voor het gehele deelnemerscollectief, ook met collectief vermogensbeheer
- Door deze regelingen met elkaar te vergelijken kunnen we de voor- en nadelen van de verschillende premiereregelingen kwantificeren. Op basis hiervan kan afhankelijk van de specifieke situatie vastgesteld worden of de voordelen van een collectief beleggingsbeleid opwegen tegen de beperking in keuzevrijheid.

3. Methode

Voor de analyse rekenen we een versimpelde pensioenregeling door. In deze pensioenregeling volgen we honderd deelnemers. Deze deelnemers zijn in alle opzichten hetzelfde, behalve in hoe ze risico en rendement afwegen; ze verschillen dus in termen van risicoaversie.

Het pensioenvermogen van deze deelnemers wordt belegd via een lifecycle. Deze lifecycle geeft per leeftijd de blootstelling naar aandelen en de renteafdekking aan. De renteafdekking gaat uit van een perfecte afdekking op basis van de verwachte kasstromen van de deelnemer. In deze analyse rekenen we een groot aantal (147.875) lifecycles door voor alle deelnemers van de pensioenregeling. De lifecycles worden vastgesteld door de acht belangrijkste punten van de lifecycle te variëren (zie de opsomming hieronder). Hierbij gaan we ervan uit dat de blootstelling met aandelen afneemt met de leeftijd, terwijl de renteafdekking juist opbouwt (of gelijk blijft) met leeftijd. Dit is in lijn met wat we zowel in de praktijk zien als wat uit de wetenschappelijke literatuur naar voren komt (bijv. Viceira 2001).

1. Startgewicht aandelen (0%-150%)
Een hoger startgewicht van aandelen betekent een hoger rendement, maar ook een hoger risico op negatieve uitschieters.
2. Eindgewicht aandelen (0%-100%)
Een hoger eindgewicht van aandelen betekent een hoger verwacht pensioen voor gepensioneerden, maar ook een grotere kans op verlagingen van het pensioen.
3. Leeftijd start afbouw van het gewicht van aandelen (28-58)
Een latere afbouw van het gewicht van aandelen betekent een hoger rendement, maar ook een hoger risico op negatieve uitschieters voor deelnemers in het midden van hun opbouwfase.
4. Leeftijd einde afbouw van het gewicht van aandelen (38-68)
Een later einde van de afbouw van het gewicht van aandelen betekent een hoger rendement, maar ook een hoger risico op negatieve uitschieters voor deelnemers in het midden en einde van hun opbouwfase.
5. Start renteafdekking (0%-100%)
Een hoger startniveau voor de renteafdekking betekent minder gevoeligheid voor rentebewegingen, maar ook een hogere bewegelijkheid van het vermogen voor deelnemers aan het begin van hun opbouwfase.
6. Eind renteafdekking (0%-100%)
Een hoger eindniveau voor de renteafdekking betekent minder gevoeligheid voor (nominale) rentebewegingen, maar ook een hoger inflatierisico voor gepensioneerden.

7. Leeftijd start opbouw renteaafdekking (28-58)

Een latere start van de opbouw van de renteaafdekking betekent meer gevoeligheid voor rentebewegingen, maar ook een lagere bewegelijkheid van het vermogen voor deelnemers in het midden van hun opbouwfase.

8. Leeftijd eind opbouw renteaafdekking (38-68)

Een later einde van de opbouw van de renteaafdekking betekent meer gevoeligheid voor rentebewegingen voor deelnemers in het midden en einde van hun opbouwfase.

Voor alle lifecycles rekenen we aan de hand van tweeduizend scenario's door hoe het vermogen en de uitkering zich ontwikkelen over het leven van de deelnemers. We beginnen voor zowel de rente als inflatie op het langetermijngemiddelde, zodat er geen trend zichtbaar is in het gemiddelde verloop. We houden bij deze berekening geen rekening met eventuele reserves, zoals de solidariteits- of risicodelingsreserves die aanwezig kunnen zijn in de solidaire en flexibele premieregeling. Een solidariteitsreserve kan schokken dempen, intergenerationele risicodeling versterken en daarmee het zekerheidsequivalent verhogen. Afhankelijk van het toedelings- en herstelbeleid kan dit de nadelen van leenrestricties (deels) mitigeren en de ruimte voor illiquide allocaties vergroten. Onze verwachting daarmee is dat een goed ontworpen solidariteitsreserve de welvaart van een pensioenregeling vergroot en dus ook het verschil met de regeling zonder een solidariteitsreserve (zoals de FPR) verder vergroot. In de FPR is echter sprake van de risicodelingsreserve waarmee een deel van dit welvaartsverlies weer wordt gecompenseerd. Voor meer informatie over de solidariteitsreserve verwijzen we naar hoofdstuk 7 van deze bundel.

Op basis van bovenstaande methode krijgen we voor alle deelnemers een pensioenuitkering voor elke lifecycle voor alle jaren na pensionering over tweeduizend verschillende scenario's. Deze pensioenuitkeringen (inclusief AOW) worden omgezet naar nut op basis van een nutsfunctie (zie kader) en de relevante mate van risicoaversie voor elke individuele deelnemer. Vervolgens berekenen we het verwachte nut als het gemiddelde over alle scenario's en jaren tijdens pensioen, waarbij we de uitkeringen wegen met de overlevingskans per jaar. Ten slotte zetten we het verwachte nut om naar een zekerheidsequivalent¹ door de invers van de nutsfunctie te gebruiken. Deze zekerheidsequivalent stelt ons in staat om de optimale lifecycle voor elke deelnemer vast te stellen en ook de welvaartsimplicaties van alternatieve lifecycles te analyseren.

¹ $CE = E(U) * (1 - \gamma)^{\frac{1}{1-\gamma}}$, $E(U)$ het verwachte nut en de constante relatieve risicoaversie.

Methode in het kort: zo werkt onze simulatie

- 100 deelnemers met CRRA-nut (*constant relative risk aversion*); spreiding in gamma's conform Nederlandse risicopreferenties (Knoef et al., 2022)
- 147.875 lifecycles geanalyseerd; aandelenblootstelling daalt, renteafdekking stijgt met leeftijd
- Beleidsinstrumenten die we variëren:
 - keuzevrijheid (aantal lifecycles)
 - leenrestrictie
 - ruimte voor illiquide beleggingen
 - kosten
- Welvaart gemeten via zekerheidsequivalent van pensioeninkomen tijdens pensionering, gemiddeld over scenario's en gewogen met overlevingskansen.

Voor de volledige technische details (knoppen, parameterwaarden en formules) verwijzen wij naar bijlage A.

Voor de twee verschillende regelingen kijken we welke subset van lifecycles beschikbaar zijn in die specifieke regeling. Hierbij zitten de verschillen in i) het aantal lifecycles waaruit gekozen kan worden (bijvoorbeeld met en zonder leenrestrictie), ii) het aantal lifecycles dat gebruikt kan worden binnen een regeling (keuzevrijheid of niet) en iii) het verwachte rendement op zakelijke waarden (afhankelijk van kosten en beschikbaarheid van illiquide beleggingen). Binnen deze subset selecteren we de set van optimale lifecycles. Dit zijn de lifecycles die gezamenlijk de hoogste welvaart (zekerheidsequivalent) bieden, gegeven het aantal lifecycles dat beschikbaar wordt gesteld.² Het beschikbare universum aan lifecycles is afhankelijk van de specifieke regeling die wordt gevoerd:

- In de solidaire premieregeling zijn in principe alle lifecycles mogelijk; er kan echter maar één lifecycle gebruikt worden (bij gebrek aan keuzevrijheid).
- In de flexibele premieregeling zijn meerdere lifecycles mogelijk, maar wordt veelal maar een beperkte set van (bijvoorbeeld drie tot zeven) lifecycles aangeboden. Er is sprake van een leenrestrictie, dus alleen lifecycles met een blootstelling van maximaal 100 procent worden meegenomen.

Als we dit hebben gedaan, weten we in elke situatie welke set van lifecycles optimaal is en welke deelnemers voor welke lifecycle kiezen. Hiermee kunnen we de collectieve welvaart bepalen voor de totale populatie aan deelnemers. De welvaart voor elke deelnemer drukken we uit als percentage ten opzichte van de voor deze deelnemer optimale lifecycle. Op deze manier zijn de verschillende analyses vergelijkbaar (vergeleken met dezelfde lifecycle) en wordt elke deelnemer in beginsel even sterk gewogen.³ De collectieve welvaart is dan de gemiddelde welvaart van de deelnemers ten opzichte van de voor hen hoogst haalbare welvaart.

2 Voor de analyse nemen we alleen lifecycles mee die voor ten minste één deelnemer optimaal zijn. In theorie kunnen ook andere lifecycles optimaal zijn als die door meerdere deelnemers gedeeld moeten worden. Doordat het aantal combinaties exponentieel oploopt met het aantal mogelijke lifecycles, is het in de praktijk onwerkbaar om naar combinaties van alle lifecycles te kijken.

3 Wanneer we alleen de collectieve welvaart zouden vergelijken, zouden deelnemers met een lage mate van risicoaversie relatief meer gewicht krijgen.

4. Resultaten

We kijken in de analyse stap voor stap wat de voor- en nadelen zijn als we onderdelen toevoegen (opheffen leenrestrictie, keuzevrijheid, illiquide beleggingen en kosten). Dit stelt ons in staat om het verschil in regelingen en beleidsinstrumenten ten opzichte van onze benchmark pensioenregeling (de solidaire premieregeling) in kaart te brengen en de kwantitatieve welvaartsimplicaties bij onderstaande tabel in te vullen.

Tabel 2. Overzicht onderdelen solidaire versus flexibele premieregeling

Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	Ja	Nee
2. Keuzevrijheid	Nee	Ja
3. Efficiëntie portefeuille	Hoog	Beperkt

In bovenstaande tabel is een inschatting gemaakt van de voor- en nadelen die we hieronder kwantitatief gaan onderbouwen en invullen. Bovenstaande inschatting is gebaseerd op het feit dat de solidaire premieregeling weinig keuzevrijheid biedt, maar profiteert van schaalvoordelen, lage kosten en toegang tot illiquide beleggingen, wat doorgaans leidt tot een stabielere pensioenresultaat. De flexibele premieregeling biedt daarentegen beperkte keuzes, iets minder ruimte voor illiquide beleggingen en licht hogere kosten. Daarnaast kunnen in de praktijk vaak alleen regelingen met collectief beleggingsbeleid leenrestricties opheffen, wat extra rendementsmogelijkheden biedt en daarmee naar verwachting hogere gemiddelde welvaart.

In het vervolg van dit hoofdstuk gaan we de tabel kwantitatief invullen en kijken we achtereenvolgens wat de impact op de welvaart is van:

- de meerwaarde van het opheffen van de leenrestrictie (onderdeel 1 uit tabel 2)
- de meerwaarde van keuzevrijheid (onderdeel 2 uit tabel 2)
- de meerwaarde illiquide beleggingen, diversificatie en kosten (onderdeel 3 uit tabel 2)

a. Meerwaarde opheffen leenrestrictie

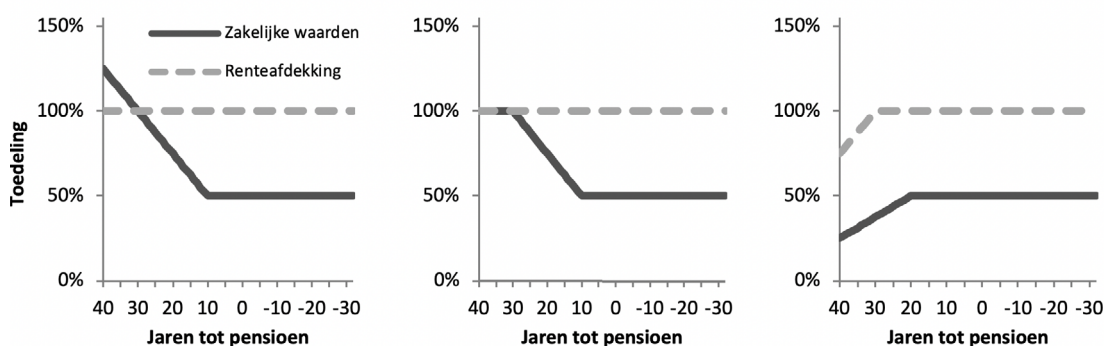
Als eerste kijken we naar de impact van het toepassen van een leenrestrictie. Een belangrijk verschil tussen de FPR en de SPR is de mogelijkheid om de leenrestrictie los te laten. Over het algemeen geldt dat het bij een regeling met collectief beleggingsbeleid eenvoudiger is om de leenrestrictie los te laten, omdat jongeren dan gebruik kunnen maken van het ‘overtollige’ kapitaal van ouderen. In het nieuwe stelsel is de leenrestrictie wettelijke gezien alleen van toepassing op de blootstelling naar zakelijke waarden (maximaal 150%). Voor de renteafdekking is echter ook kapitaal nodig. Dat kan er dus voor zorgen dat er leverage nodig is, ondanks dat de blootstelling naar overrendement niet boven de 100 procent

uitkomt. In het vervolg analyseren we daarom de leenrestrictie voor zakelijke waarden en de leenrestrictie voor zakelijke waarden én renteafdekking apart. Voor de renteafdekking veronderstellen we dat deze wordt ingevuld met een maximale duratie van 70 jaar.⁴ De impact op het kapitaalbeslag is afhankelijk van de leeftijd op de lifecycle (de duratie van de verwachte kasstromen). Dit betekent voor een jongere (met een duratie van rond de 70) dat 1 procent renteafdekking 1 procent kapitaalbeslag vereist, terwijl voor een oudere (met een duratie van rond de 12) 5 procent renteafdekking kan worden ingericht met 1 procent kapitaalbeslag.

Het toepassen van een leenrestrictie zorgt ervoor dat de lifecycles minder efficiënt worden. In het geval dat er één lifecycle gekozen moet worden voor de hele populatie komt de optimale lifecycle uit op een blootstelling naar zakelijke waarden van 125 procent gecombineerd met renteafdekking voor jongeren. Het toepassen van een leenrestrictie op zakelijke waarden zorgt ervoor dat de blootstelling naar beneden moet, terwijl door het toepassen van een totale leenrestrictie (zakelijke waarden én renteafdekking) de blootstelling naar zowel zakelijke waarden als renteafdekking moet worden verlaagd. Beide zorgen voor een lagere welvaart van respectievelijk -0,2 procent en -5,1 procent, zoals te zien in figuur 2 bij één lifecycle. Figuur 1 toont de optimale lifecycles in het geval van één aangeboden lifecycle met en zonder leenrestrictie.

Figuur 1. Optimale lifecycles

- zonder leenrestrictie (links)
- met leenrestrictie op zakelijke waarden (midden)
- met leenrestrictie op zakelijke waarden en renteafdekking (rechts)



4 In de praktijk betekent dit dat er met de instrumenten wel leverage kan worden toegepast, maar dat er alsnog een leenrestrictie geldt met betrekking tot de fysieke blootstelling. De duratie van 70 is gebaseerd op een invulling met renteswaps, inclusief benodigd onderpand met een – in onze ogen – prudente inrichting van het onderpandbeleid.

Op basis van deze analyse kunnen we de eerste stap voltooien van het in kaart brengen van de welvaartsimplicaties voor de SPR versus de FPR. Onder de aanname dat in de flexibele premieregeling de leenrestrictie niet opgeheven kan worden, komen we uit op een welvaartsverlies van 5,1 procent voor deze regeling ten opzichte van de solidaire premieregeling.

Tabel 3. Overzicht elementen solidaire versus flexibele premieregeling

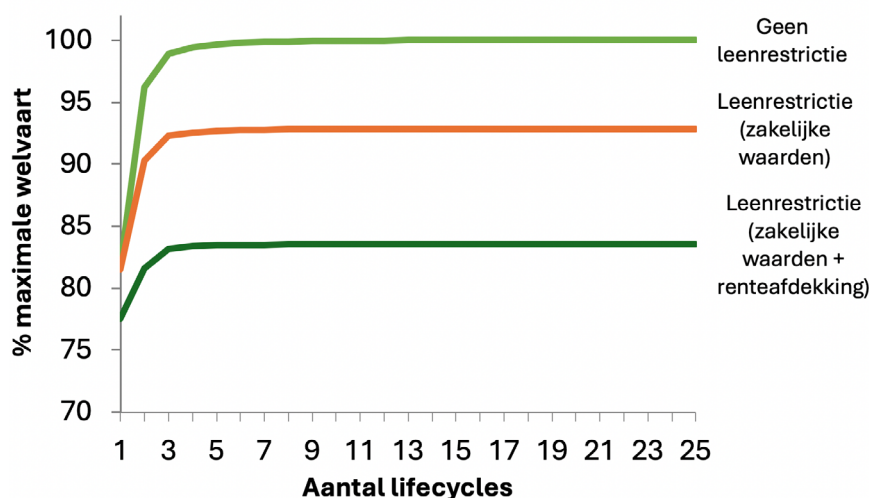
Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	0%	-5,1%
2. Keuzevrijheid	Nee	Ja
3. Efficiëntie portefeuille	Hoog	Beperkt

b. Meerwaarde keuzevrijheid

Vervolgens kijken we naar de impact van keuzevrijheid op de collectieve welvaart van de pensioenregeling. We doen hier de (sterke) aanname dat, gegeven het aantal lifecycles, de optimale set van lifecycles wordt aangeboden voor de gegeven populatie en dat deelnemers daarbinnen steeds in staat zijn om de optimale lifecycle te kiezen vanuit hun eigen risicobereidheid.

Figuur 2 laat de resultaten zien van deze analyse. Deze figuur toont de collectieve welvaart bij een verschillend aantal lifecycles ten opzichte van de maximale potentiële welvaart (zonder leenrestrictie en met voordeel van illiquide beleggingen). Wanneer één lifecycle wordt aangeboden, zoals in de solidaire premieregeling het geval is, en wanneer geen leenrestrictie wordt toegepast, komt de collectieve welvaart uit op maximaal 82 procent van de potentiële welvaart. Met andere woorden: 18 procent welvaartsverlies door geen keuzevrijheid. Dit is het gevolg van het feit dat voor sommigen te veel en voor anderen te weinig risico wordt genomen. Het toevoegen van een tweede lifecycle, wat mogelijk is wanneer bijvoorbeeld wordt overgestapt naar een flexibele premieregeling, zorgt voor een sterke stijging van de te behalen welvaart; die stijgt naar 96 procent (+14%). Wanneer vijf lifecycles worden aangeboden kan al 99,7 procent van de maximale welvaart worden bereikt en bij zeven lifecycles 99,9 procent. Maximale welvaart wordt in dit geval bereikt bij 22 lifecycles. Kortom, het bieden van keuzevrijheid kan een grote bijdrage leveren aan de pensioenwelvaart van de deelnemers (+18,3%). Hierbij hoeven niet al te veel keuzes worden aangeboden. Met enkele lifecycles (ongeveer vijf) kan al het merendeel van de potentiële welvaart worden bereikt.

Figuur 2. Maximaal bereikbare welvaart bij meerdere lifecycles met leenrestrictie



Figuur 2 toont ook de resultaten bij het toepassen van een leenrestrictie (enkel voor zakelijke waarden en in combinatie met renteafdekking). Naast de impact wanneer maar één lifecycle kan worden aangeboden zoals hiervoor getoond, zorgt het toepassen van een leenrestrictie er ook voor dat de meerwaarde van keuzevrijheid kleiner wordt. Aangezien de optimale lifecycle in het geval van één lifecycle met een leenrestrictie al te weinig risico bevat voor de gemiddelde jongere deelnemers, is dit helemaal het geval voor deelnemers met een hogere risicobereidheid. Keuzevrijheid heeft zodoende voor hen geen meerwaarde wanneer een leenrestrictie wordt toegepast. Waar de meerwaarde van keuzevrijheid nog 18,3 procent is (ten opzichte van de maximaal haalbare welvaart) zonder leenrestrictie, daalt die tot 11,4 procent met een leenrestrictie op zakelijke waarden en tot 6,0 procent met een leenrestrictie op zakelijke waarden én renteafdekking. Deze laatste situatie komt het meest overeen met de flexibele premieregeling en is daarmee de beste inschatting voor de meerwaarde van keuzevrijheid in de praktijk.

We kunnen hiermee nu de samenvattende tabel verder invullen. In tabel 3 hebben we de impact van keuzevrijheid (het bieden van meerdere lifecycles) voor de verschillende regelingen toegevoegd. Deze resultaten zijn onder de aanname dat alle deelnemers een keuze maken voor een lifecycle en dat dit ook de juiste lifecycle is (optimale lifecycle gegeven de risicoaversie). In de praktijk weten we dat veel deelnemers geen actieve keuze maken en dat degenen die wel een keuze maken hier ook fouten in maken. Zodoende zijn de resultaten waarschijnlijk een overschatting van de feitelijke meerwaarde van keuzevrijheid.

Tabel 3. Overzicht elementen solidaire versus flexibele premieregeling

Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	0%	-5,1%
2. Keuzevrijheid	0%	+6,0%
3. Efficiëntie portefeuille	Hoog	Beperkt

c. Efficiëntie portefeuille (de meerwaarde van illiquide beleggingen, diversificatie en kosten)

Tot slot kijken we naar de efficiëntie van de beleggingsportefeuille. Een voordeel van de solidaire premieregeling is dat het eenvoudiger is om illiquide beleggingen op te nemen in de portefeuille. Illiquide beleggingen hebben interessante kenmerken (denk aan diversificatie en hoger rendement) die zorgen voor een efficiënter beleggingsbeleid met meer rendement per eenheid risico. Ze gaan echter ook gepaard met hogere kosten. Per saldo blijft echter een hoger netto rendement (dus na kosten) over. Illiquide beleggingen worden daarnaast ook gekenmerkt door een lange looptijd, beperkte mogelijkheden om op korte termijn in of uit te stappen en hoge minimale investeringsbedragen. Hierdoor is het in beginsel niet mogelijk om hierin te beleggen in een volledig individuele regeling, waarbij de benodigde omvang van het vermogen te beperkt is en er meer flexibiliteit nodig is voor bijvoorbeeld waardeoverdrachten, aankoop van een annuïteit of simpelweg andere beleggingskeuzes.

In individuele pensioenregelingen met collectief vermogensbeheer, zoals de flexibele premieregeling, is echter al wat meer ruimte mogelijk dan bij volledig individuele regelingen. Door illiquide beleggingen te koppelen met vergelijkbare liquide beleggingen kan enige blootstelling worden gegeven. Over het algemeen geldt wel dat hoe minder keuzevrijheid er is, hoe meer ruimte er is voor illiquide beleggingen. Collectieve pensioenregelingen zonder keuzevrijheid, zoals de solidaire premieregeling, bieden de meeste ruimte voor illiquide beleggingen. Het (collectieve) strategisch beleggingsbeleid wordt minder vaak aangepast en er is meer flexibiliteit om eventuele over- of onderwegingen van illiquide beleggingen te compenseren in de rest van de portefeuille.

De mate van collectiviteit in het beleggingsbeleid van een pensioenregeling kan ook impact hebben op de beleggingskosten. Met een grotere schaal kunnen, door een betere onderhandelingspositie, veelal lagere kosten worden afgedwongen. Dit voordeel kan echter ook bij de flexibele premieregeling worden behaald, zolang het vermogen uiteindelijk collectief wordt belegd. Bij volledige keuzevrijheid zien we wel dat de extra eisen aan de fondsen (zoals de beschikbaarheid van fondsdocumentatie in het Nederlands) kan zorgen voor hogere kosten.

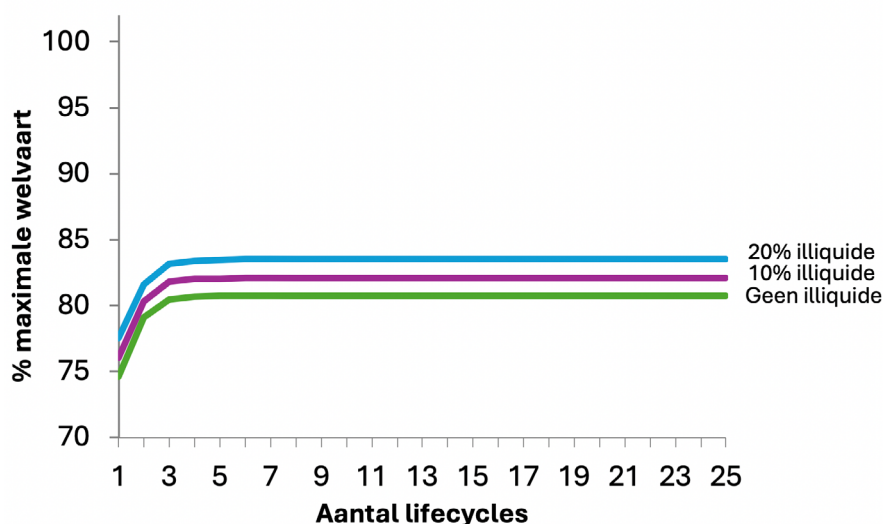
De illiquiditeitspremie, de bijdrage van diversificatie, de ruimte voor illiquide beleggingen in de verschillende pensioenregelingen en de impact van collectiviteit op beleggingskosten

zijn niet eenduidig vast te stellen. Voor deze analyse maken we daarom de relatief eenvoudige veronderstelling dat de solidaire premieregeling een hoger rendement (na kosten) kan behalen van 0,1 procent op zakelijke waarden. Dit kan onderbouwd worden via een 10 procent hogere blootstelling aan illiquide beleggingen, waarbij illiquide beleggingen profiteren van een illiquiditeitspremie van 1 procent. Alternatief kan het ook door betere diversificatie komen, of via lagere kosten. Als gevoeligheidsanalyse nemen we ook een 0,2 procent hoger rendement op zakelijke waarden mee, bijvoorbeeld via 20 procent meer beleggen in illiquide beleggingen. Dit zijn wat ons betreft relatief prudente inschattingen die een goede aanname zijn voor de impact op de welvaart.

We voeren de optimalisatie opnieuw uit met een respectievelijk 0,1 procent en 0,2 procent hoger overrendement (10% en 20% van 1%). We veronderstellen dat het risicoprofiel voor illiquide beleggingen min of meer gelijk is aan de liquide beleggingen en dat ook de diversificatie in ieder geval niet zorgt voor een hoger totaal risicoprofiel van de beleggingsportefeuille met illiquide beleggingen. Dit is een prudente inschatting; je zou immers ook kunnen veronderstellen dat een portefeuille met illiquide beleggingen door diversificatie juist tot minder risico leidt. We voeren een nieuwe optimalisatie uit, omdat met een hoger gemiddeld overrendement ook de optimale allocatie naar overrendement kan veranderen.

In figuur 4 laten we de resultaten zien voor de optimale lifecycles met de verschillende aangenomen opslagen op het verwachte nettorendement. Met keuzevrijheid neemt de verwachte welvaart met 1,4 procent toe bij 10 procent illiquide beleggingen (0,1% hoger verwacht rendement) en met 2,7 procent bij 20 procent illiquide beleggingen (0,2% hoger rendement).

Figuur 4. Welvaart ten opzichte van basisvariant met illiquide beleggingen



Hoofdstuk 6 Solidaire versus flexibele premieregeling

Op basis van deze analyse kunnen we ook de derde stap voltooien van het in kaart brengen van de welvaartsimplicaties voor de solidaire premieregeling versus de flexibele premieregeling. In onderstaande tabel is de impact van efficiëntie van de portefeuille opgenomen, waarbij we veronderstellen dat in de SPR 10 procent meer illiquide beleggingen (20% versus 10%) kan worden opgenomen dan in de FPR.

Tabel 5. Overzicht elementen solidaire versus flexibele premieregeling

Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	0%	-5,1%
2. Keuzevrijheid	0%	+6,0%
3. Efficiëntie portefeuille	0%	-1,3%

5. Robuustheid en beperkingen

We komen in dit hoofdstuk tot relatief grote welvaartsimplicaties die uiteraard onderhevig zijn aan de aannames die we deden. Met betrekking tot de robuustheid van het onderzoek en de beperkingen die we hierbij kunnen constateren, komen we tot de volgende relevante punten:

- **Economische aannames:** variaties in risicoparameters, zoals hogere of lagere risicopremies en volatiliteit, beïnvloeden vooral het voordeel van leverage en illiquide allocaties. Ook kosten spelen een rol: hogere implementatie- en transactiekosten verminderen de meerwaarde van maatwerk en illiquide beleggingen.
- **Voorkeuren en restricties:** als deelnemers minder of juist meer risicomijdend zijn, verschuift de optimale set lifecycles en het effect van keuzevrijheid. Strengere leen- en kapitaalrestricties beperken de haalbare voordelen van het opheffen van de leenrestrictie.
- **Gedrag en modelgrenzen:** gedragseffecten zoals foutkeuzes en inertie kunnen theoretische voordelen van keuzevrijheid verkleinen, waardoor goede keuzearchitectuur cruciaal blijft. Daarnaast zijn er modelbeperkingen: geen solidariteitsreserve, geen endogene arbeidsaanbod- of annuïteitkeuzes en een vereenvoudigde benadering van illiquiditeitsrisico.

Ondanks eventuele mogelijke variaties in onze aannames, voorkeuren en restricties en de beperkingen zoals hierboven beschreven, zijn wij van mening dat de resultaten robuust zijn en dat de welvaartsimplicaties ook met andere aannames en verfijningen van het model blijven staan.

6. Conclusie

Met een analyse van de collectieve welvaart over een groot aantal lifecycles hebben we in dit hoofdstuk stap voor stap de meerwaarde van de solidaire premieregeling proberen uit te drukken in termen van gemiddelde welvaart. We hebben de modelresultaten, op basis van de gedane aannames, samengevat in tabel 6. De solidaire premieregeling profiteert van de mogelijkheid om de leenrestrictie op te heffen en biedt meer ruimte voor illiquide beleggingen. Het gebrek aan keuzevrijheid zorgt in potentie echter voor een welvaartsverlies. Als alle deelnemers de juiste lifecycle kiezen, zorgt dit voor een welvaartswinst die vergelijkbaar is met het gecombineerde effect van het vervallen van de leenrestrictie en de extra ruimte voor illiquide beleggingen. Dit is echter wel een sterke aanname. In de praktijk maakt de meerderheid van de deelnemers geen actieve keuze. En ook de deelnemers die wel een keuze maken zullen niet altijd de juiste lifecycle kiezen.

Tabel 6. Overzicht elementen solidaire versus flexibele premieregeling

Gemiddelde welvaart pensioenresultaat	Solidaire premieregeling	Flexibele premieregeling
1. Opheffen leenrestrictie	0%	-5,1%
2. Keuzevrijheid	0%	+6,0%
3. Efficiëntie portefeuille	0%	-1,3%
Totaal	0%	-0,4%

Deze resultaten moeten worden gelezen als een vergelijking tussen twee collectieve pensioenregelingen. De gevonden welvaartsverschillen zijn niet het gevolg van 'collectief versus individueel' beleggen, maar van verschillen in keuzevrijheid, leenrestricties en de ruimte voor illiquide beleggingen binnen een collectieve context. De afweging of er gekozen moet worden voor een solidaire of juist flexibele premieregeling hangt daarom vooral af van de mate waarin deelnemers geactiveerd kunnen worden om een actieve keuze te maken en in hoeverre wordt verwacht dat deelnemers de juiste keuze kunnen maken (al dan niet met begeleiding).

Daar staat tegenover dat een groot gedeelte van de meerwaarde van de SPR wordt verkregen vanuit de combinatie van meer dan 100 procent blootstelling aan zakelijke waarden én renteafdekking voor jongere deelnemers. Mocht het opheffen van de leenrestrictie om een of andere reden geen optie zijn voor een pensioenfonds, dan pleit dit al meer richting de FPR. De wenselijkheid van deze mate van leverage is ook gevoelig voor modelaannames, wat met name terugkomt in de gewenste mate van renteafdekking.

Naast de economische afweging spelen ook andere afwegingen mee in de keuze tussen solidair en flexibel. Hoewel de flexibele premieregeling vanuit economisch oogpunt niet per se optimaal is, scoort deze wel goed in termen van eenvoud en transparantie.

Onze conclusies vullen de conclusies uit hoofdstuk 11 in deze bundel aan. Daarin wordt onderbouwd dat de welvaartswinst van leeftijdsafhankelijk beleggen groter is dan het verlies door een ingeperkte intergenerationele risicodeling. De resultaten uit ons onderzoek laten zien dat de welvaartswinst van leeftijdsafhankelijk beleggen (in zowel de solidaire als de flexibele premieregeling) nog verder kan worden vergroot door te kiezen voor de meest collectieve variant (de solidaire premieregeling).

Op basis van ons onderzoek en bovenstaande resultaten en conclusies komen we tot slot tot de volgende implicaties voor en ten aanzien van deelnemers, beleidsmakers en het Wtp-debat:

Voor deelnemers

Beperkte, doelgerichte keuze, bijvoorbeeld drie tot vijf lifecycles, levert vrijwel dezelfde welvaartswinst als volledige maatwerkkeuze. Dit minimaliseert complexiteit en keuzestress, terwijl het grootste deel van de potentiële welvaart behouden blijft.

Voor beleidsmakers

Welvaartswinst kan behaald worden in het gecontroleerd versoepelen of opheffen van leenrestricties binnen een collectieve context. Dit maakt efficiënter gebruik van menselijk kapitaal mogelijk en verhoogt het verwachte pensioenresultaat en de gemiddelde welvaart aanzienlijk.

Voor het Wtp-debat

De solidaire premieregeling biedt structurele voordelen zoals ruimte voor illiquide beleggingen en lagere kosten door schaalvoordelen. Deze voordelen verdwijnen grotendeels in meer individuele regelingen, waardoor het debat zich moet richten op een evenwicht tussen keuzevrijheid en collectieve efficiëntie.

Appendix A

Aanvullingen met betrekking tot de methode

De deelnemers starten aan de pensioenregeling op een leeftijd van 25 jaar en bouwen vermogen op tot de pensioenleeftijd (68 jaar). Tijdens pensionering wordt jaarlijks een pensioenuitkering uitgekeerd op basis van de actuele annuïteitsfactor, waarbij deelnemers naast het beleggingsrendement jaarlijks een sterftewinst (biometrisch rendement) ontvangen. Op deze manier wordt het microlanglevensrisico gedeeld en zijn deelnemers gegarandeerd van een levenslang pensioen. Deze methodiek is in lijn met de methodiek in zowel de flexibele als de solidaire premieregeling. De deelnemers starten met een salaris van € 25.000 per jaar, dat stijgt met inflatie en een leeftijdsafhankelijke carrièrestijging. Over het salaris minus de franchise wordt jaarlijks 20 procent premie ingelegd. Tijdens het pensioen ontvangen de deelnemers een AOW-uitkering. De franchise start op € 10.000 en de AOW op € 14.000; beide stijgen jaarlijks met inflatie.

We gaan ervan uit dat alle deelnemers een CRRA -nutsfunctie hebben (*constant relative risk aversion*), zoals hieronder weergegeven. Deelnemers verschillen alleen in hun mate van risicoaversie (γ). De risicoaversie voor de honderd deelnemers is zo vastgesteld dat ze de percentielen vertegenwoordigen zoals die gevonden zijn in een grootschalige risicopreferentie-uitvraag bij Nederlandse pensioenfondsdeelnemers (Knoef et al., 2022). Deze uitvraag, op basis van 2.341 deelnemers, vindt een mediane risicoaversie van 5,8 met 2,7 en 10,6 als het 25%- en 75%-percentiel.

$$U(X_{i,t}) = \frac{X_{i,t}^{1-\gamma_m}}{1-\gamma_m}$$

In deze formule vertegenwoordigt U het nut en X het pensioeninkomen op tijd t en scenario i . De γ (gamma) geeft de mate van relatieve risicoaversie voor deelnemer m .

Ons economisch model voor beleggingsrendementen is gebaseerd op Koijen, Nijman & Werker (2010). Dit model gaat uit van een tweefactormodel voor de rentetermijnstructuur. Parameters zijn afkomstig van de Commissie Parameters (Dijsselbloem et al., 2019). Op basis hiervan is de gemiddelde (standaarddeviatie) 10-jaars rente 3,7 procent (1,8%), inflatie 1,9 procent (0,8%) en de gemiddelde (meetkundige) risicopremie 3,2 procent (15,1%).

Literatuur

- Alserda, G. A., Bikker, J. A. & Van der Lecq, F. S. (2018). X-efficiency and economies of scale in pension fund administration and investment. *Applied Economics*, 50(48), 5164-5188.
- Bikker, J. A. (2017). Is There an Optimal Pension Fund Size? A Scale-Economy Analysis of Administrative Costs. *Journal of Risk and Insurance*, 84(2), 739-769.
- Dijsselbloem, J. R. V. A., De Waegenaere, A., van Ewijk, C., van der Horst, A., Knoef, M. & Steenbeek, O. (2019). Advies Commissie Parameters. CPB.
- Knoef, M., van Loon, R. J. P., Turlings, M., van Toorn, M., Weehuizen, F., Dees, B. & Goossens, J. (2022). *Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer?* Netspar.
- Koijen, R. S., Nijman, T. E. & Werker, B. J. (2010). When can life cycle investors benefit from time-varying bond risk premia? *The Review of Financial Studies*, 23(2), 741-780.
- Pagliari Jr, J. L., Scherer, K. A. & Monopoli, R. T. (2005). Public versus private real estate equities: A more refined, long-term comparison. *Real Estate Economics*, 33(1), 147-187.
- Viceira, L. M. (2001). Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *The Journal of Finance*, 56(2), 433-470.
- Benartzi, S. & Thaler, R. H. (2007). Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), 81-104.

Hoofdstuk 7

Solidariteitsreserve

Servaas van Bilsen
Roel Mehlkopf

Inhoudsopgave

Samenvatting	196
1. Introductie	197
2. Toepassingen van de solidariteitsreserve	200
3. Evaluatie	213
4. Conclusie	220
Literatuur	222

Te citeren als:

Van Bilsen, S. & Mehlkopf, R. (2026). *Hst.7: Solidariteitsreserve*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Servaas van Bilsen – Universiteit van Amsterdam
Roel Mehlkopf – TIAS Business School & Cardano

Samenvatting

Servaas van Bilsen en Roel Mehlkopf¹

Een onderscheidend aspect van de solidaire premieregeling is dat een deel van het gezamenlijke vermogen niet aan individuele deelnemers wordt toegewezen. Dit deel wordt aangeduid als de solidariteitsreserve. Volgens de wetgeving is het doel van deze reserve dat zij moet leiden ‘tot gemiddeld stabielere of hogere toekomstige en al ingegane pensioenuitkeringen voor alle generaties’. In dit hoofdstuk beschrijven we dat dit algemeen geformuleerde doel op vijf wezenlijk verschillende manieren kan worden ingevuld. Ook evalueren we de effecten van de invulling die het meest gangbaar is in de praktijk, namelijk het repareren van nominale verlagingen van ingegane uitkeringen. Daarbij bespreken we in hoeverre sprake is van een omslagelement van jong naar oud, en of er al dan niet een impliciete schuld ontstaat. Tot slot presenteren wij nieuwe, niet eerder gepubliceerde resultaten, gebaseerd op een maatstaf die de marktwaarde van door de reserve vermeden pensioenverlagingen relateert aan de marktwaarde van de pensioenverlagingen zonder reserve.

¹ We zijn Sliem el Ela dankbaar voor het genereren van de numerieke resultaten in Sectie 3.4.

1. Introductie

Binnen de solidaire premieregeling (SPR) van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) bouwen deelnemers een persoonlijk ‘aandeel’ op in een gezamenlijk fondsvermogen. Dit lijkt op de bestaande beschikbare premieregelingen onder de Wet verbeterde premieregeling (WVP), waarbij deelnemers individueel pensioenvermogen opbouwen.

Een onderscheidend aspect van de SPR is dat een deel van het gezamenlijke vermogen niet aan individuele deelnemers wordt toegewezen. Dit deel wordt aangeduid als de **solidariteitsreserve**.²

De solidariteitsreserve kan worden gevuld op twee manieren: 1) door een vast deel van de premie van deelnemers direct af te romen of 2) door een deel van de behaalde positieve collectieve overrendementen toe te wijzen aan de reserve. Pensioenfondsen mogen zelf vooraf vastgestelde regels opstellen voor zowel het opbouwen als het toekennen van deze reserve.

Hoewel pensioenfondsen hierbij vrijheid krijgen, stelt de wetgever wel grenzen aan deze keuzes. Dit is bedoeld om te voorkomen dat bepaalde leeftijdsgroepen onevenredig worden benadeeld bij grote mee- of tegenvallers, wat het vertrouwen in het systeem onder druk kan zetten – een risico dat bekendstaat als discontinuïteit. Daartegenover staat dat met een geschikte invulling van de reserve een beter verwacht pensioenresultaat kan worden behaald, wat het vertrouwen ten goede komt.

De wetgever hanteert de volgende grenzen: ten eerste mag de reserve niet negatief worden en mag zij niet meer bedragen dan 15 procent van het fondsvermogen. Daarnaast mag maximaal 10 procent van de premie-inleg van deelnemers worden ingezet voor de solidariteitsreserve. En ten slotte mag niet meer dan 10 procent van het positieve collectieve overrendement worden afgeroomd ten gunste van de reserve.

Het wettelijk beoogde doel van de solidariteitsreserve is als volgt omschreven:

‘Door middel van de solidariteitsreserve worden financiële mee- of tegenvallers collectief gedeeld op een wijze die op voorhand leidt tot **gemiddeld stabielere of hogere toekomstige en al ingegane pensioenuitkeringen voor alle generaties**, ten opzichte van de aanname dat de solidariteitsreserve geen onderdeel van de pensioenregeling zou zijn.’

2 Volgens de nieuwe pensioenwet kan een reserve ook optioneel worden toegepast binnen flexibele premieregelingen, waarvan de Wvp de voorloper is. In de context van de flexibele premieregeling wordt gesproken van de risicodelingsreserve, waarvoor andere wettelijke voorwaarden gelden. Dit hoofdstuk legt echter de focus op de solidariteitsreserve van de solidaire regeling. De thematiek die we behandelen geldt in veel mindere mate voor de risicodelingsreserve, zeker omdat deze in de toepassingen in de praktijk doorgaans niet gevuld wordt vanuit de afroaming van premies of overrendementen, maar vanuit *het kapitaal bij toetreding tot het uitkeringscollectief*. Bij deze invulling zijn er geen transfers tussen werkenden en gepensioneerden via de solidariteitsreserve.

Tabel 1 geeft vijf verschillende toepassingen van de solidariteitsreserve weer die mogelijk bijdragen aan het behalen van het wettelijk beoogde doel.

Tabel 1. Vijf beoogde toepassingen van de solidariteitsreserve

Toepassing reserve	Formulering	Staat centraal in
Beleggingsrisico delen met toekomstige generaties	Memorie van Toelichting: ‘Door het toevoegen van een solidariteitsreserve ontstaat risicodeling tussen huidige generaties en met toekomstige generaties. [...] Ook de toekomstige generaties profiteren naar verwachting, omdat zij [...] meedelen in risicopremies nog voordat ze aan de pensioenregeling deelnemen.’	Hoofdstuk 2.1
Dempen van verschillen tussen ‘pech- en gelukgeneraties’	Hoofdpijnennota: ‘Solidariteitselementen kunnen toegevoegde waarde hebben als het gaat om het beperken van ‘pech- en gelukgeneraties’ en werken daardoor welvaartsverhogend.’	Hoofdstuk 2.2
Macro-langlevensrisico delen tussen generaties	Memorie van Toelichting: ‘Indien gewenst kan het macro-langlevensrisico [...] worden gedeeld via de solidariteitsreserve. Daarmee wordt het mogelijk om het macro-langlevensrisico, dat niet verhandelbaar is op de markt, te delen tussen generaties.’	Hoofdstuk 2.3
Inflatierisico delen tussen generaties	Memorie van Toelichting: ‘Niet-verhandelde risico’s kunnen via de solidariteitsreserve worden gedeeld.’	Hoofdstuk 2.4
Repareren van nominale verlagingen van ingegane pensioenuitkeringen	De Groot en Bakker (2022): ‘Zet de solidariteitsreserve alleen in om een daling van de lopende uitkeringen in het betreffende jaar te repareren.’	Hoofdstuk 2.5

Leeswijzer

De structuur van dit hoofdstuk is als volgt. Sectie 2 bevat een beschrijvende analyse van de vijf toepassingen uit Tabel 1. Voor elk van de vijf toepassingen bespreken we eerst de theoretische basis: hoe kan deze toepassing resulteren in een verbetering van pensioenen? Daarbij hanteren we de in de academische literatuur over risicodeling gebruikelijke maatstaf: de mogelijkheid tot een Pareto-verbetering (win-win) voor alle generaties, uitgedrukt in termen van ex ante welvaart. Met ‘welvaart’ doelen we hier op ‘nut’, oftewel ‘geluk’.

Sectie 3 bevat vervolgens een kwantitatieve analyse van de effecten van de solidariteitsreserve. Hierbij ligt de focus op de toepassing die het meest voorkomt in de praktijk bij pensioenfondsen: het repareren van nominale verlagingen van ingegane uitkeringen. We bespreken in hoeverre de regeling kenmerken vertoont van een omslagelement van jong naar oud. Daarnaast gaan we in op de vraag of er sprake is van een impliciete schuld van bepaalde generaties aan andere generaties. Deze resultaten zijn afkomstig uit Van Bilsen et al. (2025). De verwijzingen naar ‘waardeverschuiving’ en ‘herverdeling’ hebben hier betrekking op marktwaarde (en dus niet op ‘nut’ zoals in Sectie 2). Daarnaast introduceren we nieuwe, nog niet eerder gepubliceerde resultaten, gebaseerd op een maatstaf die de marktwaarde van door de reserve vermeden pensioenverlagingen relateert aan de marktwaarde van de pensioenverlagingen zonder reserve. In dat licht sluiten de nieuwe resultaten aan bij

de bredere discussie binnen de pensioensector over de werking van de solidariteitsreserve, waaronder de kanttekeningen in Werker (2024).

Sectie 4 bevat de vier belangrijkste take-aways.

2. Toepassingen van de solidariteitsreserve

2.1 Beleggingsrisico's delen met toekomstige generaties

In deze sectie leggen we uit waarom het delen van beleggingsrisico's tussen huidige en toekomstige generaties binnen pensioenfondsen welvaartsverhogend kan zijn. Om precies te zijn, worden de huidige beleggingsrisico's voor een deel doorgeschoven naar toekomstige generaties. Dat leidt ertoe dat er in feite nu al in aandelen wordt belegd voor deelnemers die pas in de toekomst toetreden tot de regeling. Het gevolg is dat de beleggingshorizon wordt verlengd. Deze sectie begint met een overzicht van de academische inzichten over optimaal beleggen. Vervolgens bespreken we de gevolgen voor de inrichting van de solidariteitsreserve.

Academische literatuur over optimaal beleggen

Aandelen werken welvaartsverhogend. Volgens de academische literatuur, zoals Merton (1969), is het optimaal om gedurende het hele leven (dus vanaf geboorte tot aan overlijden) een vast percentage van het totale vermogen in aandelen te beleggen. Hoeveel risico iemand bereid is te nemen op de aandelenmarkt hangt af van de persoonlijke risicobereidheid. Iemand met een hoge tolerantie zal meer risico accepteren, terwijl iemand die minder risico wil lopen, een kleiner aandeel van het totale vermogen in aandelen kiest.

Pensioenbeleggingen volgens het lifecycle-principe. Daarnaast, zo laten Bodie, Merton & Samuelson (1992) zien, is de verhouding tussen menselijk kapitaal (ofwel de waarde van de toekomstige inkomstenstroom) en financieel kapitaal relevant voor de vraag hoe pensioenvermogen idealiter moet worden belegd. Een pensioendeelnemer zou naarmate die ouder wordt, een steeds kleiner deel van diens pensioenvermogen in aandelen moeten beleggen. Een jonge werknemer bezit veel menselijk kapitaal, maar heeft nog maar een beperkt pensioenvermogen. Jongeren moeten daardoor juist een groter deel van hun pensioenvermogen in aandelen beleggen om hetzelfde aandelenpercentage binnen hun totale vermogen te bereiken als ouderen – dit onder de aanname dat het totale vermogen van jongeren vooral bestaat uit menselijk kapitaal. Naarmate de persoon ouder wordt, groeit het pensioenvermogen en krimpt het menselijk kapitaal. De allocatie naar aandelen binnen het pensioenvermogen wordt dan geleidelijk verminderd naarmate de pensioenleeftijd nadert. Dit staat bekend als lifecycle beleggen.

Geen mogelijkheid om vóór de arbeidsmarkt in aandelen te beleggen. In hun publicaties betogen Gollier (2006) en Teulings & de Vries (2006) dat het vanuit de theorie gewenst is om ook al in aandelen te beleggen voordat iemand toetreedt tot de arbeidsmarkt en begint met werken. Hun analyses laten zien dat het voor individuen voordelig is om al vóór hun toetreding tot de arbeidsmarkt blootgesteld te worden aan aandelenrisico. Voor deze groep mensen, die nog niet werkt, bestaat hun belangrijkste 'vermogen' uit menselijk kapitaal. Zij

hebben nog geen pensioenvermogen opgebouwd en kunnen dat toekomstige inkomen niet gebruiken om nu geld te lenen. Daardoor is het voor hen lastig om vóór de start van hun loopbaan al substantieel in aandelen te investeren. Dat wordt in de praktijk pas mogelijk door verplichte deelname aan een collectieve pensioenregeling met een solidariteitsreserve.

Pensioenfondsen kunnen bijdragen aan een langere beleggingshorizon. Bij het vaststellen van hun collectieve beleggingsstrategie kunnen pensioenfondsen niet alleen rekening houden met het menselijk kapitaal van huidige deelnemers, maar ook met dat van toekomstige generaties. Dit houdt feitelijk in dat pensioenfondsen bereid zijn om extra beleggingsrisico te nemen, waarbij dit extra risico wordt doorgeschoven naar toekomstige deelnemers. Zo worden toekomstige deelnemers indirect al in een vroeg stadium blootgesteld aan aandelenrisico. Deze benadering – het zogenoemde ‘voorbeleggen’ – zorgt ervoor dat het menselijk kapitaal van toekomstige generaties wordt benut om nu al te profiteren van de risicopremie op aandelen. Kwantitatieve studies naar de welvaartseffecten in de context van pensioenregelingen zijn onder meer Van Ewijk et al. (2014) en Boeijen et al. (2017).

Verlenging van de beleggingshorizon leidt tot discontinuïteitsrisico. Het verlengen van de beleggingshorizon levert een ex ante welvaartswinst op. Met andere woorden: vanuit het perspectief van een pasgeborene vergroot een langere beleggingshorizon het verwachte ‘nut’. Toch kan bij de toetreding van een nieuwe generatie een situatie ontstaan waarin het voor die generatie gunstiger is om niet deel te nemen aan het collectieve pensioenstelsel, maar in plaats daarvan deel te nemen aan een individuele beschikbare premieregeling. Dit gebeurt vooral wanneer het rendement op het eerder voorbelegde vermogen negatief is. Het risico dat toekomstige generaties afhaken en niet meer willen deelnemen aan de pensioenregeling, noemen we het **discontinuïteitsrisico**.

Formeel is deelname aan pensioenregelingen die onder de verplichtstelling vallen geen individuele keuze. Toch kan ook daar indirect een discontinuïteitsrisico ontstaan. Groepen deelnemers kunnen bijvoorbeeld politieke druk uitoefenen om de verplichte deelname te beëindigen (*voting by voice*) of de regeling ontwijken via keuzes op de arbeidsmarkt, zoals het wisselen van sector of het gaan werken als zzp’er (*voting by feet*).

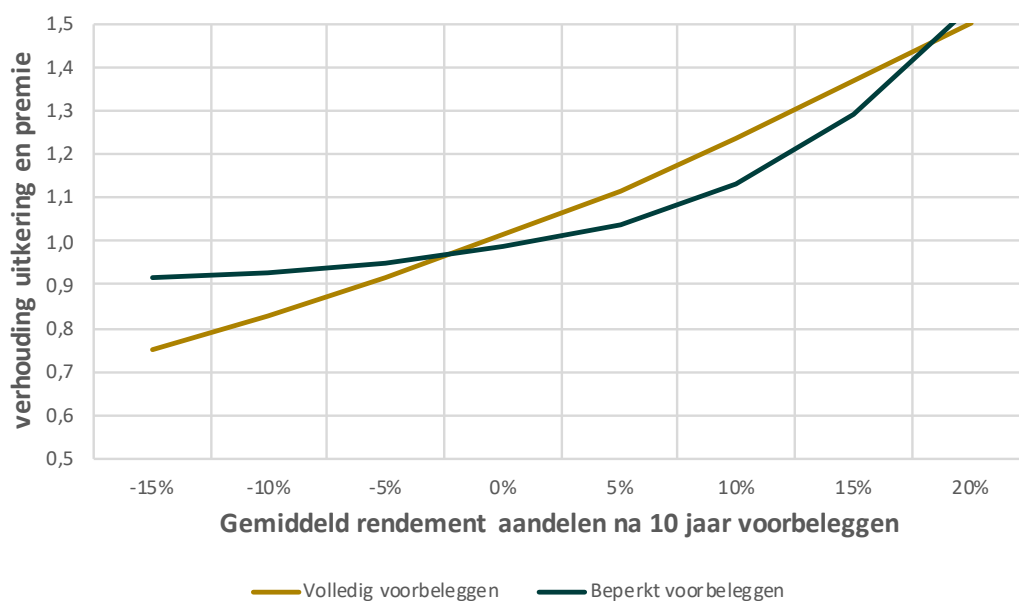
Figuur 1 (oranje lijn) laat de situatie van volledig voorbeleggen zien voor een net getreden deelnemer. De figuur toont de huidige waarde van de toekomstige pensioenuitkeringen, uitgedrukt als percentage van de huidige waarde van de verwachte premie-inleg. Hierbij is aangenomen dat de premies tien jaar vooraf zijn belegd. Als het gemiddelde aandelenrendement in die voorbeleggingsperiode bijvoorbeeld -15 procent bedraagt, dan daalt de waarde van de toekomstige uitkering tot slechts 70 procent van de waarde van de ingelegde premies.

Beperkt voorbeleggen als wapen tegen discontinuïteitsrisico. Om het discontinuïteitsrisico te verkleinen, kan een pensioenfonds ervoor kiezen om toekomstige premie-inleg slechts gedeeltelijk voor te beleggen. In hun publicatie doen Balter, De Jong & Pelsser (2020)

hiervoor een concreet voorstel. De auteurs adviseren om 10 procent van het menselijk kapitaal volledig te beleggen in zakelijke waarden. Deze aanpak biedt een evenwicht tussen het streven naar een hoog verwacht rendement en het beperken van de risico's bij tegenvallende resultaten. Zelfs als de beleggingen sterk in waarde dalen, blijft het verlies voor de nieuwe generatie beperkt tot maximaal 10 procent van het menselijk kapitaal.

De grijze lijn in figuur 1 laat deze situatie van beperkt voorbeleggen zien: bij toetreding bedraagt de waarde van de verwachte pensioenuitkering minimaal 90 procent van de waarde van de toekomstige premie-inleg. Een nadeel van deze voorzichtige benadering is dat de potentiële welvaartswinst afneemt. Waar volledig voorbeleggen leidt tot een extra ex ante welvaart van 0,4 procent per voorbelegd jaar, daalt dit bij beperkt voorbeleggen naar 0,28 procent.

Figuur 1. Waarde van de toekomstige pensioenuitkeringen voor een net toegetreden pensioendeelnemer als fractie van de waarde van de toekomstige premie-inleg onder de veronderstelling dat de pensioenpremies tien jaar zijn voorbelegd. Zie ook Van Bilsen et al. (2021).



Rol van de solidariteitsreserve

De solidariteitsreserve biedt de mogelijkheid om de beleggingshorizon te verlengen. De effectiviteit hiervan hangt sterk af van de manier waarop de reserve wordt ingericht, met name van de regels rond het vullen en uitkeren ervan. Hieronder beschrijven we het optimale ontwerp van de reserve. Dat wil zeggen: de inrichting die het best in staat is om voorbeleggen te realiseren – eerst zonder en vervolgens met wettelijke beperkingen ten aanzien van de minimale en maximale omvang ervan.

Optimale vormgeving zonder restricties

Om de solidariteitsreserve optimaal in te richten moet het pensioenfondsbestuur voor elke leeftijdsgroep bepalen wat de gewenste blootstelling aan aandelenrisico is. Daarnaast moet worden vastgesteld hoeveel vermogen namens toekomstige generaties wordt voorbelegd. In ons rekenvoorbeeld hieronder nemen we aan dat dit voorbelegde vermogen gelijk is aan 10 procent van het totale fondsvermogen.

Omdat toekomstige generaties zelf geen toegang hebben tot de aandelenmarkt, moeten de huidige deelnemers dit extra risico voor hen nemen. Dit betekent dat de beleggingsstrategie van de huidige generaties met 10 procent moet worden verhoogd – een groter deel van hun vermogen moet in zakelijke waarden worden belegd. Het extra rendement dat zo wordt gegenereerd, komt ten goede aan de toekomstige generaties.

Concreet houdt dit in dat bij positieve overrendementen 10 procent van het gerealiseerde rendement wordt toegevoegd aan de solidariteitsreserve. Bij onderrendementen ontvangen alle huidige deelnemers (actieven, slapers en gepensioneerden) een uitkering uit deze reserve, eveneens ter grootte van 10 procent van het negatieve resultaat. Op deze manier kan de gewenste risicoverdeling impliciet worden gerealiseerd.

Wanneer een nieuwe generatie toetreedt, wordt het gerealiseerde rendement op het voor hen voorbelegde vermogen aan deze generatie toegekend. Dat resultaat kan positief of negatief zijn, maar vanwege het verwachte extra rendement op aandelen (de zogeheten *equity premium*) is de kans op een positief resultaat groter. Dit verklaart waarom voorbeleggen ex ante leidt tot een welvaartsverbetering.

Rekenvoorbeeld: zonder en met voorbeleggen

Zonder voorbeleggen

Het fondsvermogen bedraagt 1.000 euro. De optimale beleggingsmix is 50 procent in aandelen, dus 500 euro wordt in aandelen belegd. Bij een gerealiseerd aandelenrendement van 6 procent groeit het vermogen van de huidige deelnemers met 6 procent van 500 euro = 30 euro. Het totale fondsvermogen komt daarmee uit op 1.030 euro.

Met voorbeleggen

Het fondsvermogen is opnieuw 1.000 euro. Hiervan wordt 100 euro alvast belegd voor toekomstige generaties. Om dit mogelijk te maken, wordt in totaal 550 euro in aandelen belegd: 500 euro voor de huidige deelnemers (50% van het fondsvermogen) en 50 euro extra voor toekomstige generaties (50% van het voorbelegde vermogen).

Bij een aandelenrendement van 6 procent levert dit 6 procent van 550 euro = 33 euro op. Van deze 33 euro komt 30 euro ten goede aan de huidige deelnemers – hetzelfde bedrag dat zij ook zonder voorbeleggen zouden ontvangen. De resterende 3 euro wordt toege-

voegd aan de solidariteitsreserve en is bestemd voor toekomstige generaties. Deze 3 euro is precies gelijk aan het rendement op het voorbelegde deel: 6 procent over 50 procent van 100 euro.

Op deze manier ontvangen de huidige deelnemers hetzelfde verwachte rendement als zonder voorbeleggen, terwijl toekomstige generaties alvast vermogen opbouwen en kunnen profiteren van het extra beleggingsrendement.

Optimale vormgeving met wettelijke beperkingen

Conform de pensioenwet gaan we er nu van uit dat de solidariteitsreserve moet blijven binnen een bandbreedte van 0 tot 15 procent van het fondsvermogen. Daarnaast mag het rendement op het voorbelegde vermogen niet in één keer worden uitgekeerd aan een nieuwe generatie.

Dit houdt in dat bij een volle reserve positieve overrendementen niet verder kunnen worden toegevoegd (*geen afoming*) en dat bij een lege reserve negatieve rendementen niet kunnen worden gecompenseerd (*geen aanvulling*). Doordat positieve beleggingsjaren waarschijnlijker zijn dan negatieve jaren (wederom vanwege de *equity premium*), zal in de praktijk vaker sprake zijn van het niet kunnen afomen dan van het niet kunnen aanvullen. Per saldo leidt dit nog steeds tot een verwachte welvaartsverbetering, maar uiteraard minder groot.

Belangrijk om te onderstrepen is dat de **startomvang van de reserve** op het moment dat een nieuwe generatie toetreedt, cruciaal is. Deze beginstand bepaalt in hoge mate of de nieuwe generatie er daadwerkelijk beter aan toe is dan onder een individuele premieregeling.

Tot slot merken we op dat in ons optimale ontwerp van de reserve de pensioenpremie zelf niet wordt afgeroomd om de reserve te vullen.

2.2 Dempen van verschillen tussen pech- en gelukgeneraties

In deze sectie bespreken we het beoogde voordeel van het beperken van verschillen in pensioenuitkomsten tussen zogenoemde 'pech- en geluksgeneraties'. Het achterliggende idee is dat, door slim gebruik te maken van de solidariteitsreserve, het mogelijk wordt om generaties een meer gelijkmatig pensioenresultaat te bieden.

Hoewel de academische literatuur hierover beperkt is, laat een aangepaste versie van het model van Bilsen, Bovenberg & Laeven (2020) zien hoe zo'n evenwicht bereikt kan worden. In dat model wordt aangenomen dat een generatie haar pensioenresultaat vergelijkt met dat van de voorgaande generaties. Wanneer deze vergelijkingsmaatstaf niet te veel wordt overschreden of onderschreden, wordt het nutsniveau van een generatie als bevredigend beschouwd.

Door dit uitgangspunt te hanteren, ontstaat een prikkel om grote verschillen in pensioenresultaten tussen generaties te voorkomen. Generaties die veel slechter af zijn dan hun

voorgangers ervaren ontevredenheid. Het doel is dus om pensioenresultaten vergelijkbaar te houden over opeenvolgende generaties.

Toedeling van overrendement: verschuiving naar jongeren

Als we deze logica toepassen op de toedeling van overrendementen, dan blijkt dat – in vergelijking met de solidaire premieregelingen in de huidige praktijk – jongeren een groter deel van het collectieve overrendement zouden moeten krijgen en ouderen een kleiner deel ('extra lifecycle beleggen'). De leenrestrictie van jongeren zou dan dus nog sterker moeten worden opgeheven dan in de praktijk nu het geval is (en ook sterker dan maximaal is toegestaan door de huidige wetgeving). Op die manier blijft het verwachte pensioenvermogen van bijna-gepensioneerden vergelijkbaar met dat van net-gepensioneerden. Door bewust het accent te verschuiven naar jongere deelnemers, kunnen generatieverschillen worden afgevlakt.

Geen meerwaarde van ex post sturing via de solidariteitsreserve

Het idee, zoals gepresenteerd in CPB (2020), om de solidariteitsreserve te gebruiken voor 'ex post sturing' – het achteraf corrigeren van generatieverschillen – biedt in dit kader **geen extra welvaart**. Dit voorstel van ex post sturing richt zich op risicodeling tussen huidige werkenden en huidige gepensioneerden, waarbij werkenden een deel van het beleggingsrisico van gepensioneerden overnemen nadat dit risico zich al heeft gerealiseerd, zowel bij mee- als tegenvallers.

De reden dat dit voorstel geen extra welvaart genereert, is dat de toedeling van risico's over generaties ook vooraf kan worden vastgelegd, bijvoorbeeld via een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid of aangepaste verdelingsregels. Er is dus geen noodzaak om de toedeling van beleggingsrisico achteraf met een reserve bij te sturen als dat ook al op voorhand kan via de risicoblootstellingen per leeftijdsgroep.

Dat wil niet zeggen dat de reserve geen enkel nut zou hebben. In situaties van modelonzekerheid of onvoorziene schokken (*unknown unknowns*) zou een reserve wel een rol kunnen spelen. Maar in de context van welvaartsanalyses, zoals die in CPB (2020) zijn uitgevoerd, is dat aspect buiten beschouwing gelaten.

Merk ook op dat we hier uitgaan van de compleetheid³ van beleggingsmarkten, waardoor risicodeling tussen overlappende cohorten op dit vlak geen extra welvaart heeft. De ex post sturing via de reserve kan wel nut hebben in geval van niet overlappende cohorten of van incompleetheid, zoals macrolanglevensrisico en inflatierisico. We komen hierop terug in de volgende twee secties.

3 Compleetheid van beleggingsmarkten is een theoretisch concept dat een markt beschrijft waarin elk mogelijk toekomstig pensioenresultaat kan worden verhandeld via een bestaand financieel instrument.

Rol van de solidariteitsreserve

De belangrijkste conclusie is dat het verkleinen van pensioenverschillen tussen huidige generaties **ook op andere manieren kan worden bereikt dan via de solidariteitsreserve**. Deze verschillen kunnen ook worden gedempt door vooraf vastgestelde regels toe te passen voor de verdeling van beleggingsopbrengsten of door het inzetten van een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid.

Belangrijk om hierbij op te merken is dat deze conclusie voortkomt uit een analyse die puur kijkt naar pensioenuitkomsten en welvaartseffecten. Andere factoren, zoals begrijpelijkheid en uitlegbaarheid richting deelnemers, kunnen in de praktijk ook een rol spelen. Het is goed denkbaar dat deelnemers het anders ervaren wanneer verschillen achteraf worden bijgestuurd via een solidariteitsreserve, dan wanneer de regels vooraf zijn vastgelegd – zelfs als de uiteindelijke uitkomsten hetzelfde zijn. Deze perceptieverschillen vallen buiten de scope van dit hoofdstuk, maar zijn voor de beleidspraktijk wél relevant.

2.3 Macrolanglevenrisico delen tussen generaties

In deze sectie staat het potentiële voordeel van risicodeling van **macrolanglevenrisico** centraal. Dit risico, net als andere risico's die niet of slechts beperkt verhandelbaar zijn op financiële markten, wordt in deze en de volgende sectie verder onderzocht. De kernvraag is in hoeverre het herverdelen van deze risico's binnen een pensioenfonds kan bijdragen aan welvaartswinst voor de deelnemers.

Wat is macrolanglevenrisico?

Macrolanglevenrisico betreft de onzekerheid over de toekomstige ontwikkeling van de levensverwachting. Vooruitgang in medische zorg kan de levensverwachting doen stijgen, terwijl nieuwe ziekten juist tot een daling kunnen leiden. Dit risico is systematisch van aard en treft de gehele bevolking. Het kan daarom niet worden verkleind of geëlimineerd door spreiding binnen één leeftijdscohort.

Toch kan het zinvol zijn om dit risico te delen tussen verschillende generaties binnen een pensioenfonds, zeker als deze generaties op uiteenlopende wijze worden geraakt door macrolanglevenrisico. We merken op dat dit risico verschilt van **microlanglevenrisico**, dat betrekking heeft op individuele onzekerheid over het moment van overlijden. Dat laatste is idiosyncratisch van aard en kan volledig worden geëlimineerd binnen een voldoende grote populatie van deelnemers.

Beoogd voordeel van risicodeling

Macrolanglevenrisico heeft directe gevolgen voor de hoogte van pensioenuitkeringen. In een individuele premieregeling met variabele uitkeringen kunnen uitkeringen bijvoorbeeld

worden aangepast op basis van nieuwe sterftcijfers. Deelnemers dragen dan zelf het risico van een stijgende of dalende levensverwachting.

Voor gepensioneerden kan dit een groot probleem zijn: zij hebben doorgaans geen ruimte meer om hun inkomen aan te vullen door langer te werken of extra te sparen. Ook werkenden ondervinden de effecten van een stijgende levensverwachting: zij kunnen geconfronteerd worden met lagere uitkeringen of hogere premies.

Belangrijk is dat het macrolanglevenrisico generaties op verschillende manieren treft. Jongere generaties kunnen bijvoorbeeld hun arbeidsaanbod nog aanpassen, terwijl gepensioneerden deze flexibiliteit niet hebben. Die ongelijkheid in risico-absorptiecapaciteit, gecombineerd met het feit dat er nauwelijks een markt bestaat voor langlevenrisico, vormt een krachtig argument voor risicodeling tussen generaties.

Welvaartswinst volgens academisch onderzoek

De literatuur benadert dit thema op twee manieren:

1. **interne risicodeling binnen pensioenfondsen**, zoals onderzocht door De Waegenaere et al. (2017, 2018)
2. **verhandelbaar maken van langlevenrisico** op financiële markten, zoals onderzocht door onder meer Cairns et al. (2006a), Blake et al. (2006a), Ngai & Sherris (2011) en Hunt & Blake (2015). Deze publicaties laten zien dat dit positieve welvaartseffecten kan hebben. Toch blijft deze optie buiten beschouwing in dit hoofdstuk vanwege de nog zeer beperkte markt voor langlevenobligaties.

Onze analyse is gebaseerd op **Broeders, Mehlkopf & Van Ool (2020)**. Zij onderzoeken de welvaartseffecten van optimale risicodeling binnen een pensioenfonds in twee situaties: 1) een vaste pensioendatum en 2) een pensioendatum die meebeweegt met de levensverwachting. De optimale risicodeling uit dat paper kan deels worden geïmplementeerd via de solidariteitsreserve, namelijk door de uitdeelregel expliciet te koppelen aan onverwachte bijstellingen van de levensverwachting. Tegelijkertijd zijn er wel wettelijke beperkingen aan hoe de solidariteitsreserve kan worden gevuld, waardoor de *first best*-oplossing uit dit paper mogelijk niet exact kan worden geïmplementeerd.

Situatie 1: Vaste pensioendatum – beperkte welvaartseffecten

Bij deze situatie is er een vaste pensioenleeftijd waarop deelnemers stoppen met werken, die niet verandert als de levensverwachting stijgt. In de afwezigheid van de solidariteitsreserve dragen gepensioneerden in de solidaire premiereregeling zelf hun eigen macrolanglevenrisico: een onverwachte stijging van de levensverwachting na de pensioendatum leidt tot lagere uitkeringen, omdat het beschikbare kapitaal over meer resterende levensjaren moet worden uitgesmeerd.

Een onverwachte stijging van de levensverwachting treft alle cohorten: iedere deelnemer ontvangt een lagere uitkering. Omdat iedereen erop achteruitgaat, leidt risicodeling slechts tot een herverdeling van nadelen ('minnen'), zonder noemenswaardige positieve welvaartseffecten. Als oudere generaties gecompenseerd worden, moeten jongere generaties die compensatie betalen – terwijl zij zelf ook een lagere verwachte pensioenuitkering hebben onder de hogere levensverwachting.

Situatie 2: Pensioendatum gekoppeld aan levensverwachting – hogere welvaartseffecten

In deze situatie beweegt de pensioendatum mee met de verwachte levensduur, hetzij doordat de overheid dit oplegt, hetzij doordat mensen hier zelf voor kiezen via het vervroegen of uitstellen van de pensioeningangsdatum. Hierdoor ontstaan grotere verschillen tussen generaties in termen van de financiële effecten van een schok in de levensverwachting. Voor reeds gepensioneerden geldt wederom dat hun uitkering daalt. Jongere generaties worden nu echter financieel minder hard geraakt door de stijging van de levensverwachting. De stijging van de levensverwachting zorgt ervoor dat ze langer kunnen doorwerken en daarmee hebben ze meer toekomstig verdienvermogen (menselijk kapitaal). Bovendien stijgt het aantal te financieren pensioenjaren minder hard, omdat ze later met pensioen gaan.

In dit scenario ontstaat een situatie waarin zowel grote als kleine negatieve effecten optreden ('grote minnen en beperkte minnen'), waardoor herverdeling wél tot welvaarts-winst leidt. Ouderen kunnen gecompenseerd worden met middelen van jongeren, die dankzij hun langere werkzame leven minder nadeel ondervinden.

Rol van de solidariteitsreserve

De solidariteitsreserve biedt een instrument om herverdeling tussen generaties mogelijk te maken en daarmee extra welvaart te creëren indien een stijgende levensverwachting voor gepensioneerden samenvalt met langer kunnen en willen doorwerken voor actieven. Met andere woorden: de stijging van de algehele levensverwachting moet wel samengaan met een stijging van de 'gezonde' levensverwachting. Echter, de wettelijke beperkingen waaraan de solidariteitsreserve is gebonden, kunnen een obstakel vormen voor een optimale herverdeling van het macrolanglevensrisico. Ook de begrijpelijkheid en uitlegbaarheid kunnen een rol spelen in de keuze tussen de beschikbare instrumenten vanuit de wetgeving.

2.4 Inflatierisico delen tussen generaties

In deze sectie staat het voordeel van intergenerationele risicodeling van **inflatierisico** centraal. Inflatierisico betreft de onzekerheid over de toekomstige ontwikkeling van lonen en prijzen. Wanneer we streven naar een waardevast of **welvaartsvast pensioen**, is het belangrijk dat de pensioenuitkeringen na pensionering meegroeien met het prijspeil. In de

praktijk maken we hierbij onderscheid tussen **prijsinflatie** en **looninflatie**, maar voor de eenvoud veronderstellen we dat beide typen inflatie ongeveer even groot zijn.

Beoogd voordeel van risicodeling

Inflatierisico kan de koopkracht van pensioenuitkeringen aanzienlijk aantasten. In een individuele beschikbare premieregeling met **nominale uitkeringen** dragen deelnemers dit risico volledig zelf. Gepensioneerden zijn hierbij extra kwetsbaar, aangezien zij niet eenvoudig hun inkomen kunnen aanvullen door meer te werken of extra te sparen.

Ook werknemers lopen risico: als de inflatie stijgt, kunnen hun toekomstige uitkeringen in reële termen dalen. Ze hebben echter meer handelingsperspectief en kunnen dit risico beperken of elimineren door langer te werken of meer te sparen. Hoewel inflatie dus gevolgen heeft voor alle cohorten, **verschillen de effecten per generatie**. Jongere deelnemers beschikken bovendien over meer risico-absorberend vermogen, aangezien hun lonen doorgaans meestijgen met de inflatie.

Deze asymmetrie vormt een sterk argument voor risicodeling binnen pensioenfondsen, temeer omdat de markt voor obligaties of swaps gekoppeld aan de Nederlandse inflatie niet bestaat. Wel is er een bescheiden Europese markt, bestaande uit inflatie-obligaties van vier landen (Italië, Frankrijk, Duitsland en Spanje), met een gezamenlijke omvang van circa **500 miljard euro**. Ter vergelijking: de nominale obligatiemarkt bedraagt ongeveer **7.000 miljard euro** en het Nederlandse pensioenvermogen circa **1.600 miljard**.

Welvaartswinst volgens academisch onderzoek

Een belangrijke studie op dit gebied is van **Chen, Beetsma en Van Wijnbergen (2020)**. Zij analyseren de welvaartseffecten van het herverdelen van inflatierisico binnen pensioenfondsen, waarbij ze gebruikmaken van het model van **Brennan en Xia (2002)**.

De auteurs tonen aan dat deelnemers in afwezigheid van inflatie-obligaties beperkt in staat zijn zich in te dekken tegen inflatierisico, wat leidt tot **significante welvaartsschade**. Het herverdelen van inflatieschokken tussen generaties binnen een fonds maakt het wel mogelijk enig inflatierisico af te dekken en kan zo een deel van dit negatieve effect compenseren.

Herverdeling van inflatierisico: positieve welvaartseffecten

Een onverwachte stijging van de inflatie raakt generaties verschillend. Gepensioneerden verliezen koopkracht doordat hun nominale uitkering niet meestijgt met de prijzen. Jongere generaties ondervinden minder of geen nadeel: hun lonen stijgen doorgaans mee met de inflatie, waardoor ze meer menselijk kapitaal opbouwen. In reële termen blijft hun situatie daardoor meer in balans.

Er is dus sprake van een situatie met ‘grote minnen’ (gepensioneerden) en ‘beperkte minnen’ (jonge werkenden). Door middelen te herverdelen van jongeren naar ouderen bij hoge inflatie (en omgekeerd bij lage inflatie), ontstaat een **positief welvaartseffect**.

Deze risicodeling kan conceptueel worden vormgegeven met een **swap tussen generaties**, zoals voorgesteld in bijvoorbeeld **Van Binsbergen et al. (2014)** en Van Gastel et al. (2022), waarbij jongere deelnemers de onverwachte (stochastische) inflatie vergoeden aan oudere deelnemers in ruil voor een vaste beloning. Deze variant is tevens onderdeel van de verkenning naar nieuwe koopkrachtinstrumenten door het ministerie (SZW, 2025). Zo’n swap kan zowel binnen een pensioenfonds als op bredere schaal – bijvoorbeeld via de markt – worden uitgevoerd, waardoor ook fondsen met een verouderd deelnemersbestand risico’s kunnen delen met fondsen met jongere deelnemers. Economisch gezien kan een intergenerationale swap zodanig worden vormgegeven dat er op voorhand (ex ante) geen sprake is van herverdeling. Hierbij moet dan wel een ‘prijs’ voor inflatierisico worden bepaald, die niet geheel objectief te bepalen is vanwege de incompleetheid van markten.

Rol van de solidariteitsreserve

Omdat een inflatieswap tussen generaties niet is toegestaan, kan de solidariteitsreserve worden ingezet als alternatief instrument voor risicodeling. Het voordeel van de solidariteitsreserve is dat zij communicatief beter uitlegbaar is aan deelnemers, al is zij economisch gezien minder efficiënt dan een directe inflatieswap – dit vanwege de wettelijke restricties op de solidariteitsreserve.⁴

2.5 Repareren van nominale verlagingen van ingegane uitkeringen

In deze sectie beschrijven we de toepassing van de solidariteitsreserve die in de praktijk het meest gangbaar is. Bij de meeste pensioenfondsen is ervoor gekozen om de reserve primair in te zetten om de kans op nominale verlagingen van ingegane pensioenuitkeringen te beperken. Deze doelstelling werd begin 2022 beschreven door De Groot en Bakker (2022). In de praktijk passen pensioenfondsen de solidariteitsreserve soms ook op andere manieren toe, bijvoorbeeld voor het aanvullen van persoonlijke vermogens wanneer deze negatief worden door het opheffen van de leenrestrictie bij jongeren. Dergelijke toepassingen komen echter slechts in beperkte mate voor en spelen doorgaans een ondergeschikte rol. Om die reden ligt in deze sectie de nadruk op de meest prominente toepassing: het repareren van nominale kortingen op uitkeringen. In deze toepassing zijn uitkeringen uit de solidariteitsreserve hoofdzakelijk of uitsluitend gericht op uitkeringsgerechtigden. Het vullen van

4 Daarnaast zijn er ook wettelijke restricties op het projectierendement die belemmerend kunnen zijn in deze context.

de reserve daarentegen gebeurt meestal door alle leeftijdscohorten, via het afkomen van overrendementen. In enkele gevallen vindt ook afoming van premie-inleg plaats.

Motivatie volgens academisch onderzoek

De motivatie achter de doelstelling om de kans op verlagingen van ingegane pensioenen te beperken, ligt in (nominale) verliesaversie. Dit is een begrip uit de gedragseconomie, zoals beschreven door Tversky & Kahneman (1992). Het centrale kenmerk van verliesaversie is dat individuen een nominaal referentiepunt hanteren – vaak het huidige uitkeringsniveau – waarbij zelfs kleine verliezen ten opzichte van dat referentiepunt als onevenredig pijnlijk worden ervaren vergeleken met toeslagen (winsten) ten opzichte van dat referentiepunt. Zulke verliezen leiden dan tot een relatief groot welvaartsverlies, vergeleken met de welvaartswinst die een even grote stijging zou opleveren.

Verschil met dempen van verschillen tussen ‘pech- en geluksgeneraties’

De doelstelling zoals geformuleerd door De Groot en Bakker (2022) verschilt fundamenteel van de toepassing waarbij de solidariteitsreserve wordt ingezet om verschillen tussen ‘pech- en geluksgeneraties’ te dempen.

Ter illustratie: stel dat een cohort met pensioen gaat op 67-jarige leeftijd en een vervangingsratio behaalt van maar liefst 110 procent. Dit cohort zal hoogstwaarschijnlijk worden beschouwd als een ‘geluksgeneratie’. Bij de toepassing die gericht is op het dempen van verschillen tussen generaties – zoals uitgewerkt in CPB (2020) – zal dit cohort geen aanspraak maken op uitkeringen uit de solidariteitsreserve, tenzij er tijdens de pensioenfase extreme tegenvallers optreden die de vervangingsratio terugbrengen naar bijvoorbeeld onder de 50 procent.

Bij de benadering van De Groot en Bakker (2022) is dit anders. In hun opzet kunnen ook cohorten met een hoge vervangingsratio tijdens pensionering gebruikmaken van de solidariteitsreserve, ook als de vervangingsratio op hoog niveau blijft. Omdat er wordt doorbelegd na pensionering, voorziet de reserve in het repareren van nominale verlagingen van ingegane uitkeringen. Zodra het beleggingsresultaat leidt tot een daling van de uitkering ten opzichte van het voorgaande jaar, kan de solidariteitsreserve worden ingezet – ongeacht de oorspronkelijke vervangingsratio bij pensionering.

Omgekeerd scenario: stel een cohort nadert de pensioenleeftijd met een vervangingsratio van slechts 40 procent. Bij toepassing gericht op het dempen van generatieverschillen (CPB, 2020) zal dit cohort worden aangemerkt als een ‘pechgeneratie’ en zal het in aanloop naar pensionering een uitkering uit de solidariteitsreserve ontvangen om de vervangingsratio op te krikken naar een adequaat niveau.

Bij de doelstelling van De Groot en Bakker (2022) is het echter mogelijk dat een cohort dat de pensioenperiode ingaat met een lage vervangingsratio van bijvoorbeeld 40 procent,

geen bescherming ontvangt vanuit de solidariteitsreserve. De bescherming die de solidariteitsreserve biedt, wordt alleen geactiveerd na pensionering in een situatie waarbij er een nominale verlaging dreigt plaats te vinden ten opzichte van de uitkeringshoogte in het voorgaande jaar. De hoogte van de vervangingsratio op het moment van pensionering (of daarna) is dus niet bepalend voor het recht op of de hoogte van een uitbetaling vanuit de solidariteitsreserve.

3. Evaluatie

3.1 Inleiding

Deze sectie beoordeelt de resultaten van de meest voorkomende toepassing van de solidariteitsreserve zoals beschreven in Sectie 2.6: het repareren van nominale verlagingen van ingegane uitkeringen. De meeste pensioenfondsen hanteren deze toepassing als de primaire of zelfs de enige doelstelling van de solidariteitsreserve.

Sectie 3.2 evalueert in hoeverre en in welke mate sprake is van een omslagement van jong naar oud wanneer de solidariteitsreserve op deze wijze wordt ingezet. Sectie 3.3 gaat na of in dat geval sprake is van een impliciete schuld tussen generaties. De resultaten in Secties 3.2 en 3.3. zijn niet nieuw; ze zijn afkomstig uit Van Bilsen et al. (2025). We geven hier een beknopte samenvatting. Sectie 3.4 behandelt een nieuwe maatstaf die de marktwaarde van de door de reserve voorkomen pensioenverlagingen uitdrukt als percentage van de verlagingen die zonder de reserve zouden optreden. Hierbij gebruiken we bewust een andere benadering dan de kans op een nominale verlaging of de gemiddelde impact, door te focussen op een marktwaarde-aanpak.

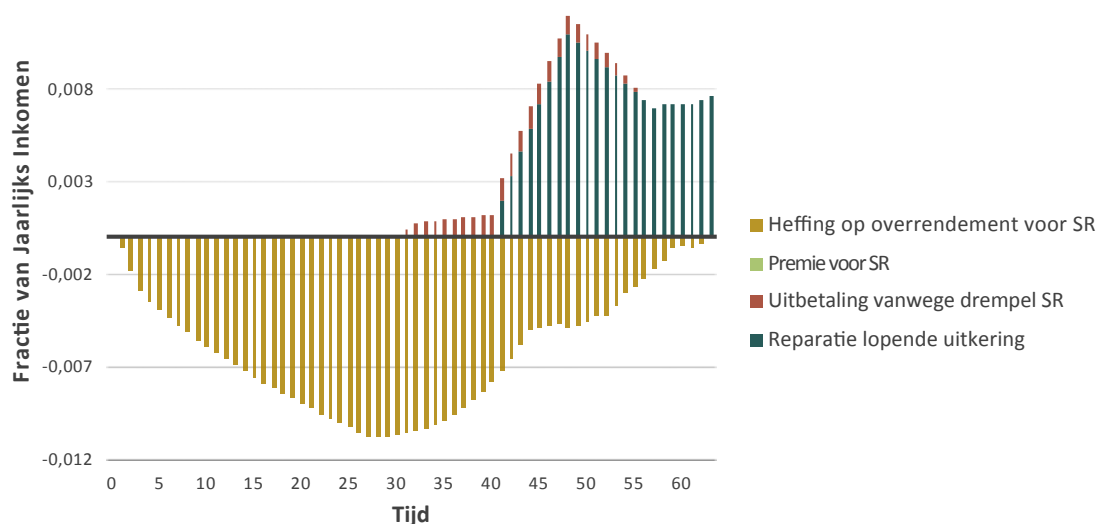
3.2. Evaluatie van omslagement van jong naar oud

Van Bilsen et al. (2025) concluderen dat de solidariteitsreserve sterke kenmerken heeft van een omslagement van jong naar oud. Een omslagement van jong naar oud betekent dat een deelnemer in het eerste deel van de levensloop een financieel nadeel heeft van deelname aan de pensioenregeling met een solidariteitsreserve, en later in de levensloop juist een financieel voordeel krijgt. Een bekend voorbeeld van een pensioensysteem met een omslagement is de AOW, waarbij werkenden de pensioenen betalen van gepensioneerden. Ook de doorsneesystematiek van het oude pensioenstelsel heeft de karakteristiek van omslagfinanciering: actieven hebben eerst een financieel nadeel als ze jonge werknemer zijn en vervolgens een voordeel als ze oudere werknemer zijn. Het omslagement in dit tweede voorbeeld wordt vaak als ongewenst beschouwd, omdat deelnemers benadeeld worden wanneer zij wel deelnemen als jonge werknemer maar later niet of minder, bijvoorbeeld doordat zij als zelfstandige gaan werken of in het buitenland werkzaam zijn geworden.

Van Bilsen et al. (2025) toont de omslagkarakteristiek van de solidariteitsreserve in termen van de gemiddelde lasten en baten per jaar over de levensloop van een deelnemer die het gehele leven deelneemt aan de regeling. We bespreken hieronder de resultaten van een invulling waarbij de solidariteitsreserve uitsluitend wordt gevuld vanuit het overrendement van alle deelnemers (werkenden en gepensioneerden). Er is dus geen sprake van vulling vanuit premie-inleg.

Figuur 2 hieronder toont dat gemiddeld gezien de afdrachten aan de solidariteitsreserve hoofdzakelijk in de opbouwfase plaatsvinden, terwijl in de uitkeringsfase juist de uitkeringen vanuit de reserve groter zijn dan de afdrachten.

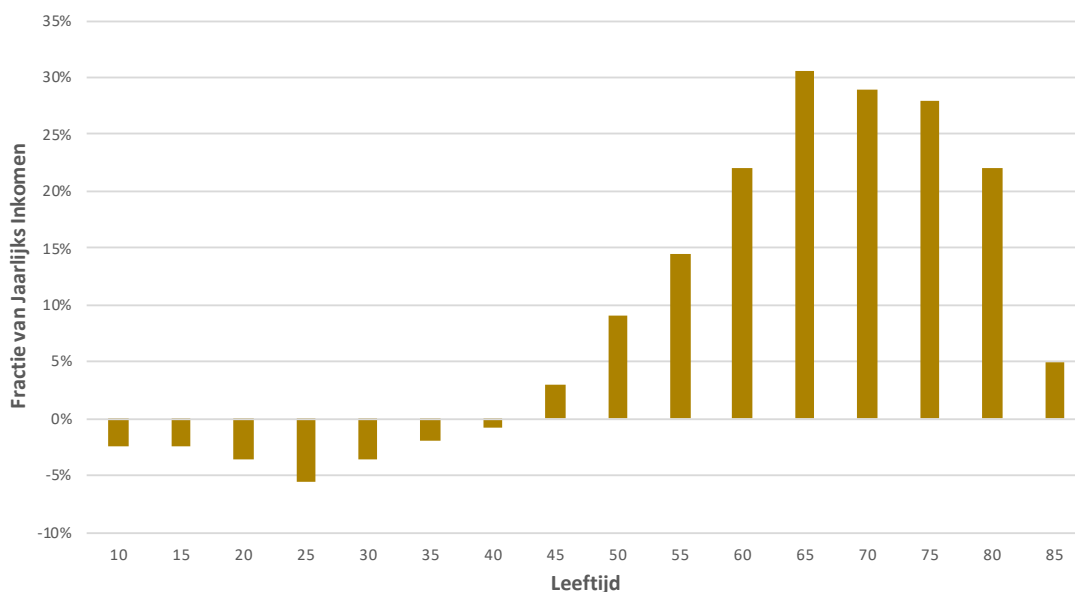
Figuur 2. Resultaten van een simulatiestudie: de gemiddelde ontvangsten en betalingen over de levensduur van een 25-jarige (voor de variant met uitsluitend vullen vanuit overrendement)



De 25-jarige deelnemer gaat met pensioen op $t=40$ en is vervolgens twintig jaar gepensioneerd. We maken een aantal veronderstellingen, zoals de afwezigheid van sterftekansen en gelijke inkomens over het werkzame leven. Voor meer informatie, zie Van Bilsen et al. (2025). Omdat er alleen wordt gevuld vanuit overrendement, is de premieafdracht naar de reserve nul (groene balken). De oranje balk is de uitbetaling uit de reserve omdat de reserve de maximale omvang heeft bereikt (7%). Overige parameterveronderstellingen zijn te vinden in Van Bilsen et al. (2025).

Figuur 2 laat zien dat het 'omslagpunt', waarbij een financieel nadeel omslaat naar een financieel voordeel, op de pensioendatum ligt. Dit betekent ook dat het 'impliciete tegoed' dat een deelnemer heeft op de solidariteitsreserve piekt op de pensioendatum. Dit is goed te zien in Figuur 3. Deze figuur aggregereert voor elke generatie de verschillende componenten van Figuur 2 tot een *generational account* per leeftijdscohort.

Figuur 3. De *generational account* per leeftijdscohort voor de variant met uitsluitend vullen vanuit overrendement



De *generational account* van een 25-jarige kan worden verkregen door de verdisconteerde waardes van alle balkjes uit Figuur 2 bij elkaar op te tellen. De *generational accounts* van de overige deelnemers kunnen op een vergelijkbare manier worden verkregen.

Bron: Van Bilsen et al. (2025).

Van Bilsen et al. (2025) kwantificeren dat dit ‘tegoed’ op pensionering zo’n drie tot zeven maandsalarissen bedraagt, afhankelijk van het beleid voor de vul- en uitdeelregels en het beleggingsbeleid. Deze conclusie is bijvoorbeeld ook relevant voor de situatie van een oudere deelnemer die aan het eind van de carrière nog van baan wisselt naar een werkgever met een regeling zonder solidariteitsreserve. Vanuit financieel oogpunt is het in deze situatie niet verstandig om de bestaande pensioenopbouw mee te nemen via individuele waardeoverdracht.⁵ De solidariteitsreserve belemmert dus de *pensioenmobilititeit*. Voor de *arbeidsmobilititeit* is dat niet noodzakelijkerwijs een belemmering. Immers, bij het wisselen van baan kan een werknemer er simpelweg voor kiezen om géén gebruik te maken van individuele waardeoverdracht. Daarmee verschilt de situatie van die van de doorsneesystematiek van het oude pensioenstelsel, waarbij wel sprake is van een versturende werking op de arbeidsmobilititeit (namelijk bij een werknemer die rond 45-jarige leeftijd zzp’er wordt).

⁵ In zekere zin is dit vergelijkbaar met het oude stelsel, waarbij het onverstandig kan zijn om individuele waardeoverdracht te doen vanuit een pensioenfonds met een grote buffer naar een pensioenregeling bij een uitvoerder met een kleine (of geen) buffer.

Merk op dat de hierboven beschreven resultaten over het omslagement van jong naar oud zijn gebaseerd op de meest gebruikelijke invulling van de solidariteitsreserve. Daarbij wordt het positieve overrendement van alle deelnemers (actieven en gepensioneerden) afgeroomd. Er zijn ook enkele pensioenfondsen die gebruikmaken van een invulling waarmee het omslagement wordt vermeden, namelijk door uitsluitend het overrendement van gepensioneerden (en eventueel ook bijna-gepensioneerden) af te romen. Werkende deelnemers dragen dan niet bij aan de solidariteitsreserve, waarmee een omslagement wordt vermeden. Van deze invulling – ook wel ‘het geitenpaadje’ genoemd – is inmiddels bekend dat de toezichthouder die goedkeurt. Onder andere pensioenfondsen Philips en ABN Amro passen deze invulling toe.⁶

3.3. Evaluatie van de impliciete schuld

De impliciete schuld via de solidariteitsreserve definiëren we als het bedrag dat nodig is om leeftijdscohorten te compenseren voor de financiële nadelen die ontstaan op het moment dat de solidariteitsreserve wordt afgeschaft (nadat deze eenmaal is ingevoerd). Ter vergelijking: de impliciete schuld van de doorsneesystematiek van het oude pensioenstelsel bedroeg in 2017 zo’n 50 miljard euro (CPB, 2017). Dat bedrag is de compensatie die bij de toen geldende rentestanden en overige omstandigheden nodig was om leeftijdscohorten te compenseren die benadeeld worden door de afschaffing ervan.

Een impliciete schuld kan problematisch zijn in de situatie waarin een pensioenregeling wordt beëindigd. Dat gebeurt met enige regelmaat, denk bijvoorbeeld aan de pensioenregelingen van (kleinere) ondernemingspensioenfondsen die worden geliquideerd en overgeheveld naar een verzekeraar. Ook kan het vraagstuk rondom een impliciete schuld een rol spelen bij de situatie van een fusie tussen twee pensioenfondsen met een verschil in de grootte van de solidariteitsreserve.

We veronderstellen dat, in de situatie waarbij de solidariteitsreserve op enig moment wordt afgeschaft, alle deelnemers hun persoonlijk vermogen meekrijgen en dat de middelen uit de solidariteitsreserve die vrijvallen, worden ingezet voor de compensatie van deelnemers die nadeel hebben van de afschaffing van de solidariteitsreserve.

Als de solidariteitsreserve op enig moment wordt afgeschaft, hebben met name bijna-gepensioneerden daar financieel nadeel van. Voor deze leeftijdscohorten geldt dat er per saldo een financieel voordeel in het verschiet ligt. Van Bilsen et al. (2025) tonen aan dat de benodigde compensatie fors is, maar qua ordegrrootte redelijk overeenkomt met de omvang van de financiële middelen die vrijvallen, namelijk het vermogen dat aanwezig is in de solidariteitsreserve op het moment van afschaffing ervan. Van Bilsen et al. (2025) concluderen daarom dat er geen sprake is van een *structurele* impliciete schuld. Daarbij geldt wel dat

⁶ Fondsen Philips en ABN Amro gebruiken ‘geitenpaadje’ bij vulregels reserve | Pensioen Pro

er een sterke gevoeligheid is voor de actuele omvang van de solidariteitsreserve: als de reserve kleiner is dan zo'n 2 à 3 procent van het totale vermogen, dan is er sprake van een impliciete schuld. Bij een reserve groter dan 2 à 3 procent is er juist sprake van een impliciet vermogen.

3.4 Evaluatie van de nieuwe maatstaf

Deze sectie bevat enkele niet eerder gepubliceerde kwantitatieve doorrekeningen. Deze doorrekeningen geven de marktwaarde weer van de pensioenverlagingen die door de reserve worden voorkomen, uitgedrukt als een percentage van de marktwaarde van de pensioenverlagingen die zouden optreden zonder de reserve. Hierbij worden het beleggingsbeleid van de regeling en de vul- en uitdeelregels van de solidariteitsreserve als gegeven beschouwd.

Kwantitatieve analyses van pensioenfondsen en consultants richten zich in de praktijk vaak op de vraag in hoeverre de solidariteitsreserve de kans op pensioenverlagingen verkleint, uitgaande van hetzelfde collectieve beleggingsbeleid (dus zonder de pensioenambitie aan te passen). Soms wordt daarbij ook gekeken naar de gemiddelde omvang van verlagingen wanneer die zich voordoen. Dit levert vaak het beeld op dat inzet van de solidariteitsreserve volgens de systematiek van De Groot en Bakker (2020) de kans op een verlaging verkleint, maar dat de gemiddelde omvang van een verlaging – als die zich voordoet – juist aanzienlijk kan zijn (zie bijvoorbeeld Kokken et al. (2024)).

In dit hoofdstuk kiezen we voor een ander type analyse van de effecten van de inzet van de solidariteitsreserve. Deze benadering biedt aanvullende en relevante inzichten. We richten ons op de marktwaarde van de pensioenverlagingen die door de solidariteitsreserve worden voorkomen, afgezet tegen de marktwaarde van de pensioenverlagingen zonder reserve. De eerstgenoemde waarde betreft de marktwaarde van de uitkeringen uit de solidariteitsreserve, terwijl de tweede de marktwaarde weergeeft van de pensioenverlagingen die zonder de reserve daadwerkelijk zouden worden doorgevoerd. Merk op dat deze nieuwe maatstaf geen efficiëntie-maatstaf is: er wordt niet gemeten of er geld uit de solidariteitsreserve 'verspild' wordt door meer uit te keren dan nodig is om kortingen te voorkomen.

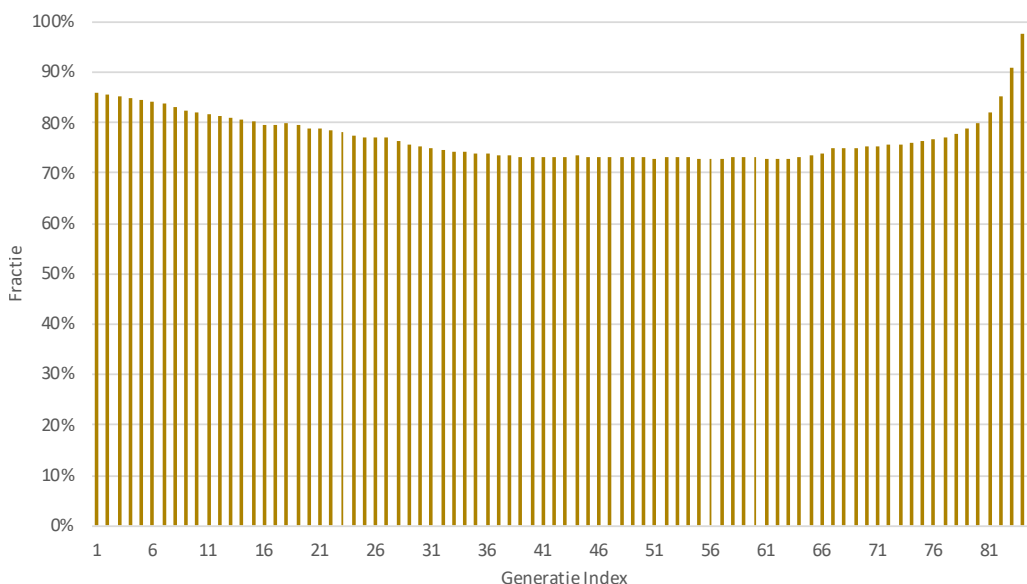
Een marktwaardeperspectief verschaft extra informatie. Immers, het niet-beschermde deel van pensioenverlagingen materialiseert zich doorgaans in situaties bij slecht presterende financiële markten en is dus relatief duur om te verzekeren.

We presenteren de nieuwe resultaten niet voor één situatie, maar voor diverse invullingen van de vulregels en daarnaast voor diverse omvang van de solidariteitsreserve op het moment van transitie.

Figuur 4 presenteert de resultaten voor ons basisgeval waarbij de initiële reserve 3 procent bedraagt en er 5 procent van het positieve collectieve overrendement wordt afgeroomd.

Op basis van onze marktwaardeanalyse komt de nieuwe maatstaf uit op circa 70 procent. Merk op dat de maatstaf groter is voor oudere generaties; zij profiteren direct van de uitdeelregel van de reserve (repareren van nominale verlagingen van al ingegane uitkeringen) bij een goed gevulde reserve op de startdatum.

Figuur 4. Deze figuur toont de nieuwe maatstaf voor verschillende leeftijden. De onderliggende aannames komen overeen met die van Figuren 2 en 3



Tabellen 2 en 3 geven de gevoeligheid van de nieuwe maatstaf weer ten opzichte van de omvang van de reserve op de startdatum (Tabel 2) en het percentage dat wordt gehanteerd om positieve overrendementen af te romen (Tabel 3). We merken op dat de nieuwe maatstaf in de meeste gevallen rond de 70 procent ligt.

Tabel 2. Maatstaf voor verschillende startomvang van de reserve. De onderliggende aannames komen overeen met die van Figuren 2 en 3

Variant	25-jarige	40-jarige	65-jarige	80-jarige
Start omvang reserve 1%	78%	67%	67%	64%
Start omvang reserve 2%	76%	73%	72%	74%
Start omvang reserve 3%	77%	73%	75%	80%
Start omvang reserve 4%	78%	78%	78%	84%
Start omvang reserve 5%	77%	74%	80%	87%

Tabel 3. Maatstaf voor verschillende percentages afroaming overrendement. De onderliggende aannames komen overeen met die van Figuren 2 en 3

Variant	25-jarige	40-jarige	65-jarige	80-jarige
Vullen via afroaming 2%	57%	55%	67%	77%
Vullen via afroaming 4%	73%	69%	73%	79%
Vullen via afroaming 5%	77%	73%	75%	80%
Vullen via afroaming 6%	80%	76%	77%	84%
Vullen via afroaming 8%	77%	73%	80%	80%

De resultaten zijn relevant in de context van Kokken et al. (2024). Zij geven inschattingen van de kans op korten bij het op deze manier inzetten van de solidariteitsreserve en bespreken methodes om kortingen te voorkomen zonder dat een beroep op de solidariteitsreserve wordt gedaan.

4. Conclusie

De belangrijkste vijf take-aways van dit paper zijn:

1. De keuzes van sociale partners en pensioenfondsbesturen die inmiddels gepubliceerd zijn, maken duidelijk dat zij inschatten dat hun **deelnemers sterk worden gekenmerkt door nominale verliesaversie**. Immers, het beoogde overkoepelende doel van de solidariteitsreserve ('[...] *gemiddeld stabielere of hogere [...] pensioenuitkeringen [...]*') kan op vijf geheel verschillende manieren worden ingevuld, maar in de praktijk is één specifieke invulling dominant. Dit is de invulling die als doel heeft om nominale verlagingen van reeds ingegane pensioenuitkeringen zoveel mogelijk te repareren. Belangrijk om daarbij op te merken is dat deze invulling fundamenteel verschilt van het concept dat bij de totstandkoming van het pensioenakkoord vaak werd genoemd, namelijk het vermijden van 'pech- en gelukgeneraties'.
2. De keuzes voor de vul- en uitdeelregels bij de meeste pensioenfondsen pakken zodanig uit dat er sprake is van een **duidelijk omslagement van jong naar oud**. Daarmee bedoelen we dat deelnemers in de eerste fase van het leven (tot aan pensioendatum) een financieel nadeel hebben van de solidariteitsreserve en daarna een financieel voordeel. Slechts enkele pensioenfondsen hebben gekozen voor het 'geitenpaadje' in de wetgeving waarmee dit omslagement kan worden vermeden, namelijk de aanpak waarbij uitsluitend het overrendement van gepensioneerden (en eventueel ook bijna-gepensioneerden) worden afgeroomd.
3. Het nieuwe stelsel is minder kwetsbaar voor discontinuïteitsrisico dan het oude stelsel onder het FTK. Het omslagement van de solidariteitsreserve impliceert namelijk niet automatisch het bestaan van een impliciete schuld of impliciet vermogen. Dit in tegenstelling tot andere omslagstelsels, zoals de AOW en de doorsneesystematiek in het oude tweedepijlerpensioen, waar bij afschaffing juist een compensatievraagstuk ontstaat. Bij de solidariteitsreserve is de actuele omvang doorslaggevend: bij een kleine reserve kan sprake zijn van een impliciete schuld, terwijl bij een grote reserve juist het omgekeerde geldt en er sprake is van impliciet vermogen. Bij een 'gemiddelde' omvang is er geen sprake van een substantiële impliciete schuld of impliciet vermogen. Bovendien is de relatieve omvang van de solidariteitsreserve – als percentage van het totale vermogen – bij de meeste pensioenfondsen beperkt tot enkele procentpunten. Met het oog op discontinuïteitsrisico is dit een gunstige eigenschap, die zich met name voordoet bij een grote impliciete schuld of een groot impliciet vermogen. Het oude stelsel was in dat opzicht kwetsbaarder, omdat het onder het FTK mogelijk was dat aanzienlijke financiële

overschotten (bij hoge dekkingsgraden) of tekorten (bij dekkingsgraden onder de 100 procent) ontstonden.

4. De solidariteitsreserve belemmert weliswaar de *pensioenmobiliteit*, maar niet de *arbeidsmobiliteit*. Deze beperking van de pensioenmobiliteit volgt uit de bevinding dat het financieel ongunstig is om bestaande pensioenopbouw in een regeling met een (gevulde) solidariteitsreserve via individuele waardeoverdracht mee te nemen naar een regeling zonder solidariteitsreserve. In dat geval pakt waardeoverdracht nadelig uit, met een financieel verlies dat kan oplopen tot circa drie à vier maandsalarissen. Deze beperking van de pensioenmobiliteit vormt echter niet noodzakelijk een belemmering voor de arbeidsmobiliteit. Bij een baanwisseling kan een werknemer er immers voor kiezen om geen gebruik te maken van individuele waardeoverdracht. Daarmee verschilt de situatie van die onder de doorsneesystematiek van het oude pensioenstelsel, die wél een verstoring effect had op de arbeidsmobiliteit – bijvoorbeeld voor werknemers die rond hun 45^{ste} de overstap naar het zzp-schap maakten.
5. Onze nieuwe berekeningen geven meer inzicht in de inzet van de solidariteitsreserve. Die wordt niet uitsluitend bepaald door de jaarlijkse kans op verlagingen (die vaak relatief laag is), maar ook door de gemiddelde omvang van een verlaging als die aan de orde is (die kan fors zijn). We presenteren daarom nieuwe cijfers voor de marktwaarde van de pensioenverlagingen die dankzij de reserve worden voorkomen, uitgedrukt als percentage van de marktwaarde van de pensioenverlagingen die zonder de reserve zouden worden doorgevoerd.

Uit onze marktwaardeanalyses blijkt dat deze nieuwe maatstaf gelijk is aan ongeveer 70 procent. Of dit veel of weinig is laten we hier in het midden. Wel hopen we dat deze nieuwe resultaten een bijdrage leveren aan de discussie zoals die is aangezwengeld door Werker (2024), die van mening is dat de communicatie van pensioenfondsen over het risico van pensioenverlagingen niet in lijn is met de praktijk.

Literatuur

- Balter, A., de Jong, F. & Pelsser, A. (2020). *Risk Sharing within Pension Schemes*, Netspar Design Paper 166.
- Van Binsbergen, J., Broeders, D., de Jong, M. & Kojien, R. (2014). Collective Pension Schemes and Individual Choice, *Journal of Pension Economics and Finance*, 13(2): 210-225.
- Blake, D., Cairns, A., Dowd, K. & MacMinn, R. (2006) Longevity Bonds: Financial Engineering, Valuation, and Hedging, *Journal of Risk and Insurance*, 73(4):647-672.
- Van Bilsen, S., el Ela, S., Mehlkopf, R. & van Stalborch, S. (2025). *Kwantificering van het omslagement van de solidariteitsreserve in het nieuwe pensioenstelsel*, Netspar Industry Paper 2025-06.
- Van Bilsen, S., Bovenberg, A.L. & Laeven, R. (2020). Consumption and Portfolio Choice under Internal Multiplicative Habit Formation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(7): 2334-2371.
- Van Bilsen, S., Mehlkopf, R. & Pelsser, A. (2021). *De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld*, Netspar Design Paper 186.
- Bodie, Z., Merton, R. & Samuelson, W. (1992). Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 16(3-4): 427-449.
- Boeijen, D., Bonenkamp, J., Bovenberg, L., Frehen, L., de Haan, J., Joseph, A., Lever, M., Loois, M., Michielsens, Th., Nijman, Th., Ponds, E. & Werker, B. (2016). *De meerwaarde van risicodeling met toekomstige generaties nader bezien*, Netspar Occasional Paper, 2016-07.
- Brennan, M. & Xia, Y. (2002). Dynamic Asset Allocation Under Inflation, *Journal of Finance*, 57(3): 1201-1238.
- Broeders, D., Mehlkopf, R. & van Ool, A. (2020). The Economics of Sharing Macro-Longevity Risk, *Insurance: Mathematics and Economics*, Forthcoming.
- Cairns, A., Blake, D. & Dowd, K. (2006). Pricing Death: Frameworks for the Valuation and Securitization of Mortality Risk, *ASTIN Bulletin: The Journal of the IAA*, 36(1):79-120.
- CPB (2020). Het doorontwikkelde contract: uitdeel- en vulopties voor de solidariteitsreserve. Bijlage bij *Hoofdlijnnota Pensioenakkoord*, 19 juni 2020.
- CPB (2017). *Overgangseffecten bij afschaffing doorsneesystematiek*.
- Chen, D., Beetsma, R. & van Wijnbergen, S. (2020). Unhedgeable Inflation Risk within Pension Schemes, *Insurance: Mathematics and Economics*, 90: 7-24.
- De Waegenaere, A., Joseph, A., Janssen, P. & Vellekoop, M. (2018). *Het delen van langlevensrisico*. Netspar Industry Paper.
- De Waegenaere, A., Melenberg, B. & Markwat, T. (2017). *Risk Sharing Rules for Longevity Risk: Impact and Wealth Transfers*. Netspar Industry Paper.
- De Groot, C. & Bakker, M. (2020). *Hogere en stabielere pensioenen dankzij solidariteitsreserve*, Ortec Finance.
- Van Ewijk, C., Lever, M., Bonenkamp, J. & Mehlkopf, R. (2014). *Pensioen in discussie: risicodeling moeilijker/keuze binnen grenzen*. Netspar Brief, vol.1.
- Van Gastel, R., Schotman, P., Nijman, T. & Kortleve, N. (2022). *Beheersen van inflatierisico in het nieuwe Pensioencontract*, Netspar Design Paper 205
- Gollier, G. (2008). Intergenerational Risk Sharing and Risk-taking of a Pension Fund, *Journal of Public Economics*, 92(5-6): 1463-1485.
- Hunt, A., & Blake, D. (2015). Modelling Longevity Bonds: Analysing the Swiss-Re KortisBond, *Insurance: Mathematics and Economics*, 63:12-29.
- Kokken, M., Nijman, T. & Werker, B. (2024). *Garanties in het nieuwe pensioenstelsel*, Netspar Design Paper 239
- Merton, R. (1969). Lifetime Portfolio Selection Under Uncertainty: The Continuous-Time Case, *Review of Economics & Statistics*, 51(3): 247-257.

Hoofdstuk 7 Solidariteitsreserve

Ngai, A., & Sherris, M. (2011). Longevity Risk Management for Life and Variable Annuities: The Effectiveness of Static Hedging using Longevity Bonds and Derivatives, *Insurance: Mathematics and Economics*, 49(1):100-114.

SZW (2025). *Kamerbrief Additionele Instrumenten Koopkracht en Koopkrachtambitie*, Kamerstuk, 9 juli 2025.

Teulings, C., & De Vries, C. (2006). Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses, *De Economist*, 154:63-83.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5: 297-323.

Werker, B. (2024). *Aanvullen uitkering sluit forse verlagingen niet uit*, Pensioen Pro, 29 oktober 2024.

Hoofdstuk 8

De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel

Joyce Augustus-Vonken
Ester Iking

Inhoudsopgave

1. Inleiding	226
2. Het vernieuwde pensioenstelsel en pensioencommunicatie	228
3. Pensioenparadoxen	230
4. Reflectie pensioencommunicatie – experts	249
5. Conclusie	253
 Bronnen	 256

Te citeren als:

Augustus-Vonken, J. & Iking, E. (2026). *Hst.8: De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel*.
In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Joyce Augustus-Vonken – APG
Ester Iking – ABP

1. Inleiding – Het pensioenstelsel verandert, verandert de deelnemer mee?

Joyce Augustus-Vonken en Ester Iking¹

Sinds het pensioenakkoord van 2019 is er veel veranderd in het Nederlandse pensioenlandschap. De belofte van het pensioenakkoord is helder: een transparanter, persoonlijker en toekomstbestendiger pensioenstelsel dat beter aansluit bij de dynamiek van de moderne arbeidsmarkt en maatschappij. Het nieuwe stelsel biedt meer inzicht in het persoonlijke pensioenvermogen, introduceert meer keuzevrijheid en laat pensioen sneller meebewegen met economische ontwikkelingen. Deze systeemvernieuwing roept een belangrijke vraag op: Ervaren deelnemers deze verandering daadwerkelijk als een verbetering? In dit hoofdstuk kijken we daarom niet naar de objectieve uitkomsten van het nieuwe stelsel, maar naar de manier waarop deelnemers het stelsel zullen zien, begrijpen en beleven. We reflecteren ook op wat dit betekent voor pensioencommunicatie in het vernieuwde stelsel.

Uit onderzoek blijkt dat niet alle deelnemers zich bewust zijn van de inhoud en gevolgen van de veranderingen. Pensioen blijft voor velen een abstract, complex en uitgesteld onderwerp. Het belang van pensioen wordt breed erkend, maar in de praktijk blijkt het lastig om mensen écht te bereiken, activeren en informeren. Zoals Vonken en Iking (2016) al stelden: het is moeilijker om mensen warm te laten lopen voor hun pensioen dan voor een baksteen of een vel papier. Dit is een van de vier zogenoemde **pensioenparadoxen** die we in dit hoofdstuk introduceren; ogenschijnlijke tegenstellingen in de wensen van deelnemers die communicatieprofessionals uitdagen om de juiste balans hierin te vinden.

- a. We vinden pensioen belangrijk, maar we willen er niet mee bezig zijn.
- b. We verlangen transparantie, maar we vinden de informatie snel te complex en veel om goed te begrijpen.
- c. We willen keuzes hebben, maar niet kiezen, maar wel gekozen hebben.
- d. We willen een waardevast pensioen, maar ook zekerheid.

We onderzoeken hoe pensioencommunicatie **in het vernieuwde stelsel** zich verhoudt tot deze vier hardnekkige paradoxen. Dit doen we langs de as van vier pensioencommunicatiedoelen:

1. het vergroten van pensioenbewustzijn
2. het vergroten van pensioenkennis
3. deelnemers helpen met goede pensioenkeuzes
4. het verhogen van pensioenvertrouwen

¹ Met een reflectie van Annemarie van Hekken, Lisa Brüggen en Lillian van Eijk.

Onze centrale vraagstelling hierbij is: Draagt het vernieuwde pensioenstelsel bij aan meer pensioenbewustzijn, kennis, betrokkenheid en vertrouwen onder deelnemers? Of versterkt het juist bestaande barrières in houding en gedrag die pensioencommunicatie bemoeilijken?

Om deze vraag te beantwoorden, analyseren we de impact van het nieuwe stelsel op de vier genoemde paradoxen en reflecteren we op de rol van communicatie als brug tussen beleid en beleving. Want uiteindelijk is het niet alleen de systeemverandering zelf, maar vooral de manier waarop deze wordt uitgelegd en verankerd in de communicatie die bepaalt of deelnemers hun pensioen beter gaan begrijpen en waarderen en zich er meer betrokken bij voelen.

In de eerste paragraaf beschrijven we wat er concreet verandert in de pensioencommunicatie met de komst van het vernieuwde stelsel. Daarna beschrijven we de vier pensioenparadoxen gebaseerd op onderzoeken uit de praktijk- en wetenschappelijke literatuur. We beschrijven ook kort hoe het nieuwe stelsel zich verhoudt tot deze paradoxen en hoe de pensioensector het nieuwe stelsel aangrijpt of kan aangrijpen om deze uitdagingen te tackelen.

Vervolgens delen drie communicatie-experts hun visie op communicatie in het vernieuwde stelsel, inclusief een communicatie-advies aan de pensioensector. We sluiten af met een algemene conclusie.

N.B. Dit hoofdstuk is geschreven ten tijde van de transitie. Een deel van de fondsen is al overgestapt op het vernieuwde stelsel en een deel van de fondsen bereidt zich voor op de overstap. Voor veel deelnemers is het dus nog niet helemaal duidelijk welke impact het vernieuwde stelsel op hen persoonlijk heeft in euro's. Dit kan invloed hebben op hun beleving en het uiteindelijke effect dat de communicatie over en in het vernieuwde stelsel op hen heeft.

2. Het vernieuwde pensioenstelsel en pensioencommunicatie

Samenvatting: het vernieuwde stelsel heeft impact op pensioencommunicatie. Het risico van de hoogte van het pensioeninkomen verschuift meer naar de deelnemer, er komt meer transparantie en inzicht, meer keuzevrijheid en pensioenen kunnen meer meebewegen met economische ontwikkelingen. Dit vraagt om (meer) communicatie over onzekerheid, risico's en rendementen, pensioenvermogens, en over (nieuwe) keuzes en inspraak. De vraag is of deze veranderingen in communicatie ook het pensioenbewustzijn en -kennis gaan verhogen, deelnemers zullen activeren en het vertrouwen vergroten.

'Werkenaanonspensioen'² beschrijft de volgende vijf veranderingen in pensioencommunicatie naar aanleiding van het vernieuwde stelsel.

De overstap naar een solidaire premieregeling (SPR)³ of een flexibele premieregeling (FPR)⁴ leidt ertoe dat:

1. pensioen individueler/persoonlijker is; deelnemers krijgen inzicht in hun persoonlijk pensioenvermogen.
2. er meer keuzevrijheid en flexibiliteit mogelijk is (vooral bij FPR). In beide stelsels zal de mogelijkheid van een bedrag ineens worden geïntroduceerd. Deelnemers kunnen in de FPR-regeling daarnaast keuzes maken ten aanzien van hun beleggingen (mate van risico) en het type pensioeninkomen (vast of variabel). Bij de SPR-regeling vindt de flexibiliteit daarnaast meer indirect plaats doordat fondsen risicobereidheidsonderzoeken moeten uitvoeren onder hun deelnemers, en het beleggingsbeleid hierop moeten aanpassen.
3. de volatiliteit van pensioenen toeneemt; de pensioenen gaan sneller omhoog, maar ze gaan ook sneller omlaag, afhankelijk van de beleggingsresultaten. Het fonds kan verschillende maatregelen nemen om deze volatiliteit te dempen. Zo is er een gezamenlijke buffer, kunnen benodigde veranderingen in het (verwachte) pensioeninkomen worden

2 Werkenaanonspensioen: online platform voor het delen van relevante informatie over de overgang naar het nieuwe stelsel. Het platform is een gezamenlijk initiatief van werkgeversverenigingen (VNO-NCW, MKB-Nederland, LTO-Nederland), vakbonden (FNV, CNV, VCP), Stichting van de Arbeid, Pensioenfederatie, Verbond van Verzekeraars, Adfiz en het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

3 Solidaire premieregeling. De SPR is de meer collectieve variant van het nieuwe pensioenstelsel, met een uniforme premie, collectief beleggingsbeleid en levenslange uitkeringen. Het totaalrendement wordt via leeftijdsspecifieke toedelingsregels verdeeld in een beschermingsrendement (dat uitkeringen beschermt tegen renteschommelingen) en een overrendement (het resterende beleggingsresultaat). De SPR bevat een verplichte solidariteitsreserve waarmee tijdelijke tegenvallers kunnen worden opgevangen en intergenerationele risicodeling mogelijk is.

4 Flexibele premieregeling. De FPR is de meer individuele variant, waarin de ingelegde premie volledig wordt omgezet in persoonlijke pensioenvermogens die lifecycle-afhankelijk worden belegd, met afnemend beleggingsrisico naarmate de deelnemer ouder wordt. Sociale partners kunnen deelnemers individuele keuzevrijheid geven in beleggingsprofielen en bij pensionering kunnen deelnemers kiezen tussen een vaste of variabele uitkering. De FPR kent een optionele risicodelingsreserve en biedt meer transparantie en individuele autonomie. Zie hoofdstuk 1 voor meer uitleg over de twee varianten.

gespreid over maximaal 10 jaar, wordt er naarmate een deelnemer ouder wordt minder risico genomen met zijn pensioenvermogen, en kan het fonds variëren in het gebruikte projectierendement. Van deze mogelijkheden om de volatiliteit te beperken zijn deelnemers vaak minder op de hoogte (APG, 2025).

4. het risico van de hoogte van het pensioeninkomen bij de fondsdeelnemer ligt; en
5. er sprake is van meer transparantie en inzicht in de (verhouding tussen) premie, rendement en kosten (Werkenaanonspensioen.nl, 2025). Deelnemers krijgen dus inzicht in hoeveel zij zelf hebben ingelegd, hoeveel de werkgever heeft ingelegd en welk rendement het fonds hieraan toevoegt. Daarnaast wordt ook helder gemaakt welke kosten het fonds heeft gemaakt.

In juli 2025, als de eerste drie fondsen in Nederland al zijn overgestapt naar het vernieuwde stelsel, weet een vijfde van pensioenopbouwend en ontvangend Nederland niet dat er een vernieuwd pensioenstelsel is. Iets meer dan twee vijfde zegt dit wel te weten én zegt ongeveer tot vrij goed te weten wat er verandert. De rest zegt wel te weten dat er iets gaat veranderen met het pensioen, maar niet wát (APG, 2025). Dit beeld komt ook naar voren in onderzoek van het ministerie van SZW (2025) en in onderzoek van Ipsos (2025). Op de vraag wat er gaat veranderen in het vernieuwde stelsel, zeggen de meeste respondenten dat het pensioen (meer) gaat meebewegen met de economie of dat het pensioen onzekerder wordt. Dat het pensioen persoonlijker wordt, dat men een pensioenpotje krijgt wordt ook vaker gezegd. Andere veranderingen, zoals het feit dat er een gezamenlijke buffer komt en dat een fonds nog meer maatregelen heeft om de schommelingen te dempen, zijn minder bekend (APG, 2025). In meerdere deelnemersonderzoeken wordt ook duidelijk dat dit beeld van een bewegend (verwacht) pensioeninkomen bij een groep deelnemers zorgen oproept.

Het nieuwe stelsel vraagt dus om (meer) communicatie over onzekerheid, risico's en rendementen, over pensioenvermogens en (nieuwe) keuzes en inspraak. De vraag is of dit kansen biedt om de doelen van pensioencommunicatie beter te bereiken. Gaat deze verandering het bewustzijn verhogen, deelnemers activeren en het vertrouwen vergroten? Deze vragen beantwoorden we in de volgende hoofdstukken.

3. Pensioenparadoxen

PENSIOENBEWUSTZIJN: We vinden pensioen belangrijk, maar we willen er niet mee bezig zijn

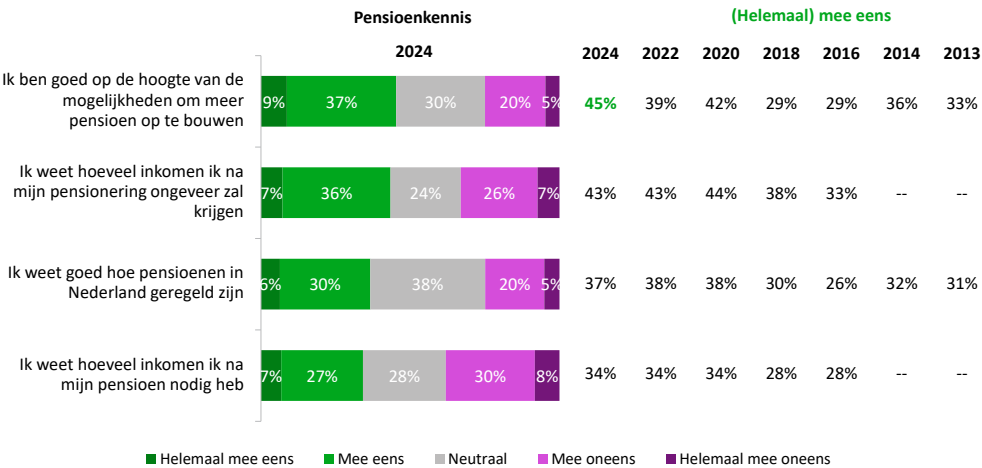
Samenvatting: veel deelnemers erkennen het belang van pensioen, maar handelen daar niet naar. Dit uitstelgedrag is diepgeworteld in onze psychologische structuur. We vinden pensioen vaak een ver-van-mijn-bed-show, hechten meer waarde aan geld nu, voelen negatieve emoties bij het woord pensioen en hebben niet de perceptie dat we veel invloed hebben op ons pensioen. Hoewel de extra keuzes of inspraak en inzicht in het persoonlijke pensioenvermogen pensioen dichterbij zouden kunnen brengen, schrikken grote dalingen in dat vermogen juist af. Dit kan ertoe leiden dat deelnemers de informatie gaan vermijden in plaats van zich erin te verdiepen.

De hierboven beschreven spanning vormt de eerste paradox van pensioencommunicatie; deelnemers vinden pensioen belangrijk, maar nemen de informatie vaak niet tot zich.

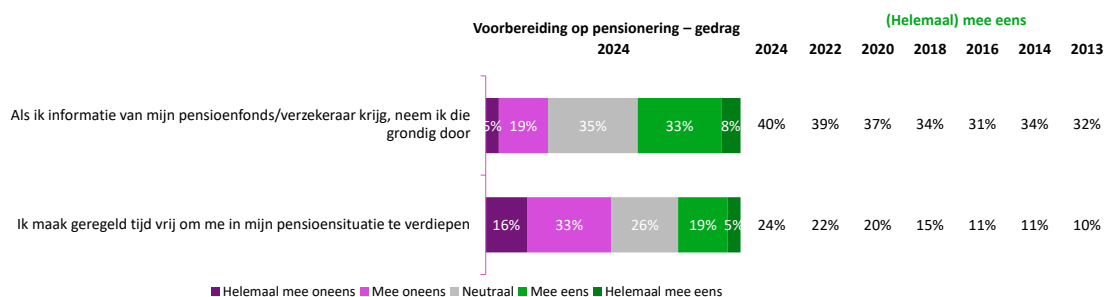
Uit de Pensioenmonitor 2024 (Wijzer in geldzaken, 2024) blijkt dat minder dan de helft (43%) van de Nederlandse beroepsbevolking tussen de 21 en 67 jaar zegt te weten hoeveel pensioen men straks ongeveer krijgt. Hoe pensioenen in Nederland zijn geregeld of hoeveel inkomen men na pensioneren nodig heeft, zegt respectievelijk 37 procent en 34 procent te begrijpen (figuur 1). 40 procent van de respondenten geeft aan ontvangen informatie van het pensioenfonds grondig door te nemen (figuur 2).

Tegelijkertijd zegt ongeveer 65 procent het wel belangrijk te vinden om inzicht te hebben in de financiële situatie later. Hier zijn ook weinig mensen het mee oneens (figuur 3). De kloof tussen het belang dat men hecht aan pensioen en het daadwerkelijke gedrag komt hiermee duidelijk naar voren: 65 procent vindt het dus belangrijk, maar 40 procent neemt informatie grondig door en 43 procent weet hoeveel pensioen die krijgt.

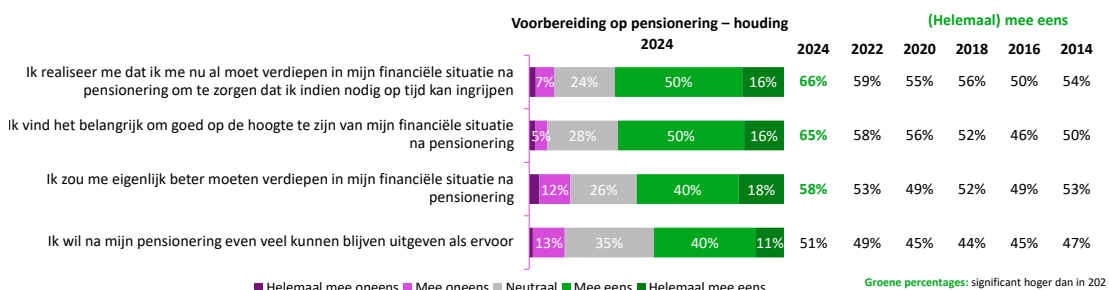
Figuur 1. Pensioenkennis. Wijzer in geldzaken (2024)



Figuur 2. Mate waarin men met pensioen bezig is. Wijzer in geldzaken (2024)



Figuur 3. Voorbereiding op pensioening. Wijzer in geldzaken (2024)



Kwalitatief onderzoek van Ruigrok in opdracht van het ministerie van SZW laat een vergelijkbaar beeld zien: ‘Werknemers ervaren regelmatig een gebrek aan inzicht in de eigen pensioenopbouw. Tegelijkertijd voelen ze te weinig urgentie en veel drempels om zich te verdiepen in hun pensioen.’ (Bakker & Dankfort, 2025). Neuromarketingonderzoek van APG en ABP (Vonken & Iking, 2016) toont bovendien dat het woord pensioen onbewust negatieve emoties oproept, wat verklaart waarom mensen geneigd zijn pensioen voor zich uit te schuiven of er liever niet mee bezig zijn.

Daar komt bij dat mensen zich moeilijk een concreet beeld kunnen vormen van hun leven in de toekomst. Hun ‘toekomstige zelf’ voelt vaak abstract en onbekend, wat de motivatie verlaagt om nu al actie te ondernemen voor later, zoals sparen of gezonder leven (Ersner-Hershfield et al., 2009). Dit sluit aan bij inzichten uit de *construal level theory*: grotere psychologische (tijd)afstand leidt tot abstracter denken en beïnvloedt daarmee de afweging tussen nu en later en de waardering van toekomstige uitkomsten (Trope & Liberman, 2010).

Uit onderzoek van Eberhardt et al. (2022) blijkt ook dat een combinatie van ervaren barrières, lage perceptie van nut en beperkt vertrouwen het verdiepen in pensioen in de weg staat. Mensen zoeken pas pensioeninformatie op wanneer zij geloven dat dit iets oplevert, wanneer zij de mogelijke gevolgen van niet-handelen serieus nemen en wanneer zij de aanbieder vertrouwen. Deze cognitieve en emotionele factoren bepalen zo in belangrijke mate of iemand de eerste stap richting pensioenbetrokkenheid zet.

Er is soms sprake van een discrepantie tussen de rationele benadering van pensioencommunicatie en de psychologische redenen voor uitstelgedrag. Krijnen et al. (2014) laten zien dat pensioencommunicatie vaak gericht is op het benadrukken van het belang van voorbereiding. Maar mensen weten meestal wel dat pensioen belangrijk is; het probleem zit in de stap naar gedrag. *Present bias* speelt hierin een centrale rol: de neiging om onmiddellijke beloningen of kosten zwaarder te laten meewegen dan toekomstige, waardoor beslissingen op korte termijn vaak prevaleren boven langetermijnbelangen (Laibson, 1997). Omdat pensioenvoorbereiding meestal geen direct voordeel oplevert en juist nu als vervelend of ingewikkeld wordt ervaren, schuiven mensen het liever voor zich uit. Bij het vormen van intenties spelen de totale voor- en nadelen een rol, bij het uitvoeren van gedrag spelen vooral directe voor- en nadelen een rol (Krijnen et al., 2014).

Bovendien laat onderzoek zien dat het benadrukken van het belang soms averechts werkt. Krijnen et al. (2014) tonen aan dat benadrukken dat iets belangrijk is, ook kan bijdragen aan de associatie dat iets moeilijk is. En dat versterkt juist verder uitstel. Pensioen is dus een belangrijk thema voor mensen, maar juist dat vormt misschien wel een deel van de uitdaging voor het activeren van deelnemers.

Dat zo'n 90 procent van de Nederlandse werknemers automatisch pensioen opbouwt via de werkgever is waarschijnlijk ook van invloed op het pensioengedrag. Omdat er geen expliciete keuze is om pensioen op te bouwen, ontbreekt vaak het gevoel van urgentie of invloed. Percepties van controle blijken echter cruciaal: wanneer mensen het gevoel hebben dat zij weinig grip hebben op diens pensioenuitkomst, ervaren ze minder urgentie om te plannen of actie te ondernemen (Hershey et al., 2007). Ook onderzoek naar het checken van pensioen bevestigt dat het gevoel van invloed samenhangt met de intentie om actief informatie op te zoeken (Iking et al., 2025). Hoe sterker mensen het gevoel hebben dat ze de hoogte van hun pensioen kunnen beïnvloeden, hoe gemotiveerder ze zijn om in actie te komen. In het algemeen denken Nederlanders die automatisch pensioen opbouwen via hun werkgever dat zij weinig invloed hebben op hun pensioeninkomen.

Het vernieuwde stelsel en het belang versus activatie

De vraag is in hoeverre (elementen van) het vernieuwde stelsel deze paradox kan doorbreken. Het inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen, inclusief eigen inleg, de inleg van de werkgever en het rendement van het fonds, zou een positieve invloed kunnen hebben. De directe en transparante link met het 'nu', die veel deelnemers in het nieuwe stelsel voor het eerst zien, zou pensioen dichterbij kunnen brengen. Wellicht zijn deelnemers daardoor eerder geneigd om in actie te komen. Neuromarketingonderzoek van ABP en APG (2017) laat echter zien dat dit genuanceerder ligt en afhankelijk is van de beweging van het pensioenvermogen: stijgingen leiden tot hogere scores op positieve emoties als verwachting en vertrouwen, maar een dalend vermogen zorgt juist voor sterke emoties van gevaar en

afkeer, met name bij mannelijke deelnemers. Dit laatste kan ertoe leiden dat deelnemers de informatie gaan vermijden in plaats van zich erin te verdiepen (ABP en APG, 2017).

Bij de FPR kunnen deelnemers keuzes maken over hun risicoprofiel. Waar bijna alle pensioenkeuzes in de oude pensioenregeling plaatsvinden op moment van pensionering, haalt deze keuze het pensioen meer naar het nu. Dit biedt kansen om deelnemers meer te betrekken bij pensioen en ze te activeren om hier eerder mee bezig te zijn. Ook de periodieke risicobereidheidsonderzoeken in de SPR kunnen bijdragen aan het gevoel van invloed en het naar het 'nu' halen van pensioen. De praktijk tot op heden laat echter zien dat deelnemers het invullen van een risicobereidheidsonderzoek complex vinden en dat bij het bieden van dergelijke pensioenkeuzes ook communicatie-uitdagingen spelen. In de derde paradox gaan we hier verder op in.

Hoewel elementen van het nieuwe stelsel sommige barrières kunnen verkleinen, blijven andere psychologische mechanismen, zoals de negatieve associaties en de present bias, inherent aan het product pensioen; daar hebben de veranderingen in het stelsel geen invloed op. Het blijft in het vernieuwde stelsel de uitdaging om pensioen onder de aandacht te brengen, rekening houdend met de biases en associaties die uitstelgedrag in de hand werken.

Paradox 1: Pensioenbewustzijn

'We vinden pensioen belangrijk, maar we willen er niet mee bezig zijn'

- **Kernprobleem:** deelnemers erkennen het belang van pensioen, maar handelen er niet naar.
- **Onderzoek:** present bias, uitstelgedrag, gevoel van geen invloed, negatieve associaties en een vaag toekomstbeeld belemmeren activatie.
- **Effect van het nieuwe stelsel:** inzicht in persoonlijk pensioenvermogen en pensioenkeuzes kunnen pensioen dichterbij brengen.
- **Communicatie-uitdaging:** hoe activeer je mensen zonder ze te overladen of af te schrikken?

b. PENSIOENKENNIS: We verlangen transparantie, maar we vinden de informatie snel te complex en veel om goed te begrijpen

Samenvatting: deelnemers met meer kennis over hun pensioen hebben hierin doorgaans ook meer vertrouwen. Desgevraagd geven deelnemers aan dat zij (uitgebreide) pensioeninformatie willen ontvangen. En ook de toezichthouders eisen transparantie van de pensioenfondsen. Maar pensioeninformatie is voor velen vaak complex en er bestaan hardnekkige misvattingen die een juist begrip van hoe pensioen werkt in de weg staan. Om pensioeninformatie goed te begrijpen is een zekere basiskennis nodig. Die ontbreekt bij een groot deel van de deelnemers. Bovendien werken lange en ingewikkelde teksten eerder afschrikkend dan uitnodigend. Dit maakt de communicatie-uitdaging alleen maar groter, zeker nu de

overgang naar het nieuwe stelsel om meer transparantie en dus om nog uitgebreidere uitleg vraagt.

Verdiepen in pensioen is om meerdere redenen belangrijk. Het helpt deelnemers te begrijpen waar ze aan toe zijn, of ze voldoende pensioen opbouwen en of actie nodig is. Daarnaast kan pensioeninformatie ook bijdragen aan meer vertrouwen en minder zorgen. Kwalitatief onderzoek van Ruigrok in opdracht van het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) laat zien dat werknemers met weinig kennis over het (vernieuwde) stelsel hun vertrouwen in pensioen vooral baseren op aannames of gevoel, in plaats van op feiten (Bakker et al., 2025).

Bij het opstellen van het vernieuwde pensioenstelsel was één van de doelen dat het contract beter uitlegbaar zou moeten zijn (werkenaanonspensioen.nl, 2025b). Brüggen et al. (2020) concluderen op basis van verschillende onderzoeken dat mensen positiever zijn over pensioeninformatie als ze de basiskenmerken van pensioen begrijpen. Hoewel een uitlegbaar contract de communicatie erover wellicht makkelijker maakt, is het de vraag in hoeverre deze communicatie deelnemers echt bereikt én in hoeverre zij openstaan om hun eigen beelden over pensioen aan te passen. Uit meerdere onderzoeken blijkt dat mensen maar een beperkte basiskennis over pensioen hebben en dat pensioeninformatie vrijwel nooit te eenvoudig kan zijn (Brüggen et al. 2020). Bovendien hebben veel deelnemers sterke, vaak hardnekkige beelden bij pensioen die van invloed zijn op hoe zij informatie interpreteren (Van Hekken et al., 2022).

Een concreet voorbeeld hiervan is het misverstand dat pensioenfondsen pas in het nieuwe stelsel pensioengelden gaan beleggen. Omdat deelnemers niet altijd weten dat fondsen dit nu ook al doen, leidt de informatie over koppeling tussen de hoogte van het pensioeninkomen en beleggingsresultaten soms tot onrust (APG, 2025b).

Misvattingen zijn er echter op meer vlakken. Onderzoek van Motivaction, Erasmus Universiteit en Zegwaart Consultancy in 2016, uitgevoerd in opdracht van de Pensioenfederatie (Pensioenfederatie, 2016), laat zien dat mensen bijvoorbeeld denken dat hun premie direct wordt gebruikt om de pensioenen van huidige gepensioneerden te betalen (79%) of dat sparen beter is dan beleggen (41%). Ook leeft bij een groep deelnemers de angst dat beleggen kan leiden tot helemaal geen pensioen (64%) en denken sommigen dat ze minder terugkrijgen dan ze hebben ingelegd (22%). 47 procent heeft geen idee of ze meer of minder dan hun eigen inleg terugkrijgen.

Onderzoek van APG in 2022 onder pensioendeelnemers die in Nederland opbouwen of ontvangen bevestigde dat deze misvattingen nog steeds wijdverspreid zijn en bovendien samenhangen met lager vertrouwen in zowel het huidige als het nieuwe pensioenstelsel (Pensioenfederatie, 2016), (APG, 2022).

De oplossing ligt ogenschijnlijk voor de hand: de kennis vergroten met informatie – en het lijkt erop dat deelnemers dit ook waarderen. In onderzoek van de AFM (2020) bijvoorbeeld, kregen deelnemers drie brieven te zien met informatie over het inkomen na pensionering. Daarvan werd de meest uitgebreide pensioenbrief het vaakst gekozen (61%) als men wilde weten of er op korte termijn actie ondernomen zou moeten worden om het pensioen aan te vullen. Ook in onderzoek van Donkers et al. (2024) leidt de meest uitgebreide vorm van keuze-informatie over een vast of variabel pensioen tot de meeste tevredenheid met die informatie.

Toch is meer informatie niet automatisch beter. Brüggen et al. (2020) benoemen in hun adviesrapport dat deelnemers teksten met uitleg vaak te gedetailleerd en te veel vinden en dat zij vooral benieuwd zijn naar wat er persoonlijk (in euro's) voor hen verandert. Achtergrondinformatie en technische details zijn nuttig als naslag, maar ongeschikt om ongevraagd en breed te verspreiden. Onderzoek naar het werkgeheugen laat zien dat mensen maar een beperkte hoeveelheid informatie tegelijk kunnen vasthouden en verwerken. Als teksten veel nieuwe begrippen, cijfers en nuances tegelijk aanbieden, neemt de kans op overbelasting toe en dalen begrip en verwerking (Baddeley, 2001). Daarnaast kan complexiteit beoordelingsfouten veroorzaken. Als informatie te complex of in losse stukjes wordt gepresenteerd, kunnen mensen keuzes maken die irrationeel lijken. Die keuzes weerspiegelen dan eerder verwerkingsfouten door complexiteit dan hun echte voorkeuren (Oprea, 2024).

In haar proefschrift stelt Annemarie van Hekken dat de eis om pensioeninformatie transparant, correct en evenwichtig te laten zijn, in de praktijk vaak leidt tot lange en genuanceerde teksten vol details. Dat maakt het moeilijk om teksten begrijpelijk te houden. Van Hekken (2018) laat zien dat er een negatief verband is tussen complexiteit en de mate van pensioenplanning: complexe teksten schrikken af, soms letterlijk al bij de eerste aanblik (*rejection at first sight*) (van Hekken, 2018). Ook onderzoek van Iking et al. (2025) laat een sterk verband zien tussen de gepercipieerde complexiteit van pensioen en het gevoel of iemand zichzelf in staat acht zich erin te verdiepen.

Naast dat pensioeninformatie en communicatie op zichzelf begrijpelijk zou moeten zijn voor deelnemers, mist een significante groep deelnemers de basiskennis en interesse om deze teksten te kunnen begrijpen en een juist beeld van pensioenen te hebben. Financiële educatie of voorlichting wordt daarom vaak genoemd als oplossing.

Simonse et al. (2017) beschrijven dat financiële educatie alle activiteiten omvat die gericht zijn op het vergroten van financiële vaardigheden met als doel financiële redzaamheid te versterken, zodat men grip heeft op de financiële situatie, nu en in de toekomst. Hoewel onderzoeken naar de effecten van financiële educatie lang gemengde resultaten hebben laten zien, tonen recente onderzoeken vaker een positieve impact aan (Fernandes et al., 2014; Kaiser et al., 2022). Interventies die zich alleen richten op het overdragen van kennis leiden vaak niet tot ander gedrag. Belangrijk is dat educatieve interventies structu-

reel zijn, aansluiten bij de leefwereld, direct toepasbaar zijn en plaatsvinden op momenten waarop mensen het geleerde meteen in de praktijk kunnen brengen (*teachable moments*). Het is daarnaast van belang om de informatie en keuzes op te delen in kleinere stapjes om het vertrouwen in eigen kunnen te vergroten (*self-efficacy*) en het mensen gemakkelijker te maken de informatie tot zich te nemen. Er moet aandacht zijn voor kennisoverdracht, maar zeker ook voor houding en gedrag.

Financiële educatie kan dus effectief zijn, maar de onderzoeksresultaten laten ook zien dat dit geen *quick fix* is. Het vraagt om een structurele aanpak, een aanpak die gericht is op méér dan het overdragen van kennis en die op het juiste moment wordt ingezet. Dit wordt ook wel '*just in time financial education*' genoemd (Fernandes et al., 2014).

Het vernieuwde stelsel en transparantie versus complexiteit

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel leidt tot een paradoxale situatie. Het vraagt om meer transparantie, onder andere over de inleg, persoonlijke (toebedeelde) rendementen, inzicht in uitvoeringskosten en jaarlijkse veranderingen en scenario's. Deze inzichten zouden kunnen bijdragen aan het wegnemen van enkele hardnekkige misverstanden over pensioen en de kennis kunnen vergroten. Mensen zien bijvoorbeeld dat er een vermogen voor hen is en ze zien de bijdrage van fondsen en verzekeraars aan hun pensioen. Maar diezelfde transparantie resulteert in nog meer en complexere informatie. Bij de overgang naar het vernieuwde stelsel moeten daarnaast ook de verschillen met het oude stelsel worden uitgelegd. De zogenoemde 'transitieoverzichten' omvatten daardoor soms meer dan twintig pagina's. En gezien de bekende effecten van complexiteit is het de vraag in hoeverre deze gedetailleerde informatie deelnemers daadwerkelijk helpt. Eerder onderzoek toonde immers al aan dat complexe, omvangrijke teksten afschrikken en negatief correleren met het verdiepen in pensioen (Van Hekken, 2018 en Iking et al., 2025). Bij het toetsen van de transitieoverzichten wordt telkens duidelijk dat een groot deel van de deelnemers de hoeveelheid informatie en bedragen als overweldigend ervaart (APG, 2025b).

Daarnaast kan het zien van een pensioenvermogen in combinatie met een verwacht inkomen zorgen voor nieuwe onduidelijkheden of misvattingen. Zo bewegen het vermogen en het verwachte inkomen niet per se evenredig in lijn met elkaar. Soms daalt het vermogen, terwijl het verwachte pensioen stijgt of andersom. Onderzoek (ABP en APG, 2023) laat zien dat dit lastig uit te leggen is in massacommunicatie. Ook het inzicht dat het pensioenvermogen kan dalen, roept verwarring op bij sommige deelnemers.

Mede gedreven door deze extra complexiteit werkt de Nederlandse pensioensector inmiddels gezamenlijk aan meer begrijpelijke communicatie.

Nieuwe pensioentaal

Een belangrijke stap daarin is de sectorbrede taalgids 'Onze taal op groen' (Pensioenfederatie, 2025) waarin gemakkelijke alternatieven worden gegeven voor veelgebruikte pensioenbegrippen. Om tot deze lijst te komen, zijn verschillende onderzoeken uitgevoerd (APG, 2022; ABP, 2023). Hierbij is niet alleen aandacht besteed aan begrip maar ook aan de associaties en emoties die woorden oproepen, zodat teksten ook toegankelijker zijn. Grote Nederlandse pensioenuitvoeringsorganisaties en pensioenfondsen hebben zich gecommitteerd aan het gebruik van deze nieuwe pensioentaal. Behalve dat dit zorgt voor consistentie, draagt het kiezen voor gemakkelijker en toegankelijker woordgebruik hopelijk bij aan het verlagen van drempels om bezig te zijn met pensioen.

Basiskennis vergroten en misvattingen wegnemen

Om de basiskennis over (het vernieuwde) pensioen te vergroten en misvattingen hierover weg te nemen, heeft het ministerie van SZW samen met vakbonden, werkgeversorganisaties en pensioenuitvoerders de publiekscampagne Pensioenduidelijkheid.nl gelanceerd. De campagne richt zich op vier leeftijdsgroepen – van jong tot gepensioneerd – en probeert via toegankelijke communicatie en een centrale website duidelijkheid te scheppen. Er worden korte campagnes opgezet die focussen op de basiskennis die deelnemers van pensioen moeten hebben. Deze boodschap wordt veelvuldig herhaald, wat past bij de inzichten uit de literatuur over de effectiviteit van financiële educatie.

Paradox 2: Pensioenkennis

'We verlangen transparantie, maar we vinden de informatie snel te complex en veel om goed te begrijpen'

- **Kernprobleem:** kennis kan bijdragen aan vertrouwen, en toezichhouders vragen om transparantie, maar pensioeninformatie is vaak te complex. Transparantie draagt niet per se bij aan kennis.
- **Onderzoek:** misvattingen over pensioen en beleggen, lage basiskennis, cognitieve barrières.
- **Effect van het nieuwe stelsel:** meer transparantie over inleg, rendement en kosten, maar ook meer informatie-overload.
- **Communicatie-uitdaging:** Hoe informeer je helder zonder te vervreemden? Hoe voorkom je *rejection at first sight*?

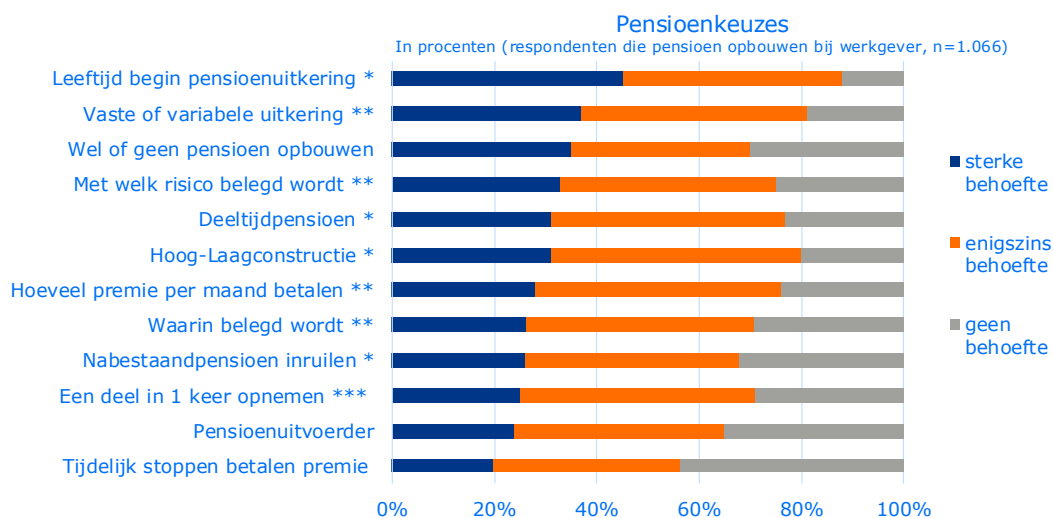
C. PENSIOENKEUZES: We willen keuzes hebben, maar niet kiezen, maar wel gekozen hebben

Samenvatting: de pensioensector staat al langere tijd voor de uitdaging om deelnemers te stimuleren pensioenkeuzes te maken die aansluiten bij hun persoonlijke situatie. Goede keuzebegeleiding is daarbij essentieel, omdat de manier waarop keuzes worden aangeboden beïnvloedt welke beslissing mensen uiteindelijk nemen. Met de komst van het nieuwe pensioenstelsel wordt dit belang nog groter: deelnemers krijgen de mogelijkheid om een bedrag ineens op te nemen bij pensionering. De flexibele premieregeling (FPR) introduceert daarnaast nog meer expliciete keuzes, terwijl de solidaire premieregeling (SPR) deelnemers impliciet meer inspraak geeft. De bestaande uitdagingen rond keuzes en keuzebegeleiding blijven bestaan. En daarbovenop komt bij de solidaire premieregeling een nieuw vraagstuk naar voren; bij (bindende) inspraak op het beleid via vragenlijsten of bijvoorbeeld referenda is de paradox van transparantie versus complexiteit namelijk sterk aanwezig. De vraag is in hoeverre deelnemers rationele keuzes maken of keuzes gebaseerd op tijdelijke voorkeuren of sentiment.

Dat keuzemogelijkheden waardevol kunnen zijn voor pensioendeelnemers blijkt uit het achtergronddocument van Folmer et al. (2018), opgesteld voor het Centraal Planbureau. Zij laten zien dat keuzevrijheid kan zorgen voor een betere aansluiting op persoonlijke situaties, welvaartswinst biedt voor mensen met beperkte financiële middelen en ruimte biedt voor maatwerk zonder dat deelnemers verplicht hoeven te kiezen. Bovendien vergroten keuzemogelijkheden de regie en het gevoel van eigenaarschap, aldus de auteurs. Tegelijkertijd blijkt uit onderzoek dat het ingewikkeld is om te achterhalen of deelnemers daadwerkelijk behoefte hebben aan deze keuzes. Als deelnemers rechtstreeks de vraag krijgen of zij pensioenkeuzes belangrijk vinden, dan zegt de meerderheid van wel. Zo laat onderzoek van het Nibud zien (Visser et al., 2024, zie figuur 4) dat de meerderheid van deelnemers aangeeft minstens enigszins behoefte te hebben aan vrijwel alle voorgelegde bestaande en hypothetische keuzes. Van de groep die geen behoefte ervaart, zegt een meerderheid erop te vertrouwen dat deskundigen dit beter kunnen bepalen. Of men vindt het niet belangrijk om die keuze te hebben. Een deel zegt ook dat ze de keuze te moeilijk vindt (vooral als het om beleggingen gaat). Ook andere onderzoeken bevestigen dat de meerderheid van deelnemers positief reageert op de vraag of ze bepaalde keuzes willen hebben (zoals: ABN Amro MeesPierson, 2016).

Hoofdstuk 8 De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel

Figuur 4. Behoefte aan pensioenkeuzes. Visser, Warnaar, Veerman (2024)

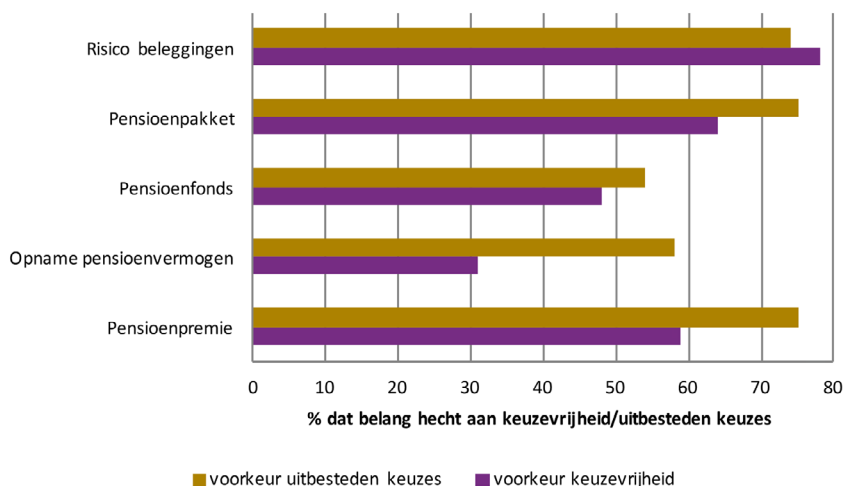


Van Dalen & Henkens (2015) tonen daarentegen aan dat als deelnemers gevraagd wordt of zij het belangrijk vinden dat pensioenzaken automatisch voor hen geregeld worden – dus dat zij geen keuzes hoeven te maken – de meerderheid ook positief antwoordt. Of keuzevrijheid in pensioenen gewaardeerd wordt, is dus onder andere afhankelijk van de manier waarop deze vraag aan deelnemers wordt voorgelegd (van Dalen & Henkens, 2015, zie figuur 5).

Figuur 5. Belang van keuzevrijheid versus automatisch geregelde pensioenen. Van Dalen & Henkens (2015)

Figuur 1: Belang van keuzevrijheid en het belang van uitbesteden van keuzes in diverse pensioenterreinen

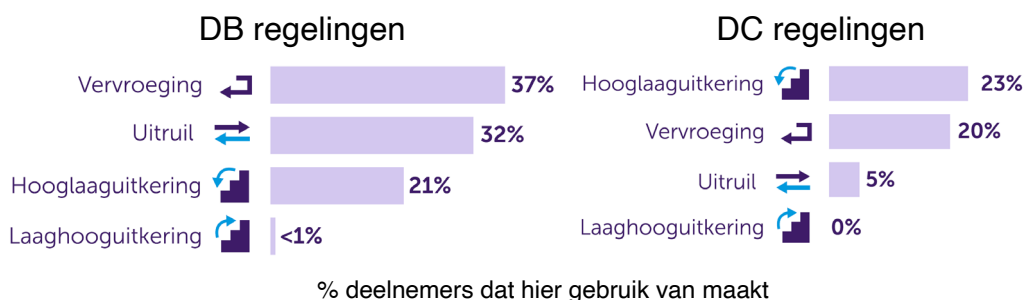
Bron data: NIDI (2014) en SCP (2014)



In de praktijk is duidelijk dat de behoeften en wensen ten aanzien van pensioenkeuzes niet altijd overeenkomen met het daadwerkelijke gedrag. In hun jaarlijkse rapportage 'Sector in Beeld Pensioenen 2025' van de AFM (2025) komt naar voren dat het gebruik van pensioenkeuzes in de huidige DB-regelingen sterk uiteenloopt: iets meer dan een derde van de pensioendeelnemers (37%) kiest ervoor om eerder te stoppen met werken, maar voor de rest van de keuzes geldt een lager percentage. Van pensioenfondsen deelnemers die in 2023 met pensioen zijn gegaan koos 21 procent voor een hoog-laagconstructie en 32 procent

voor uitruil van ouderdomspensioen naar nabestaandenpensioen of andersom. In de huidige DC-regelingen is het gebruik van keuzes minder. In 2023 maakte 23 procent gebruik van een hoog-laagconstructie, een vijfde van vervroeging van pensioen en 5 procent koos voor uitruil (zie figuur 6).

Figuur 6. Uitruil- en keuzemogelijkheden in DB- en DC-regelingen op pensioendatum



Bron: AFM (2025)

Neuromarketingonderzoek van Vonken & Limpens (2018) helpt deze tegenstrijdigheid te verklaren. Deelnemers vinden het intuïtief fijner als pensioen automatisch wordt geregeld, omdat het maken van pensioenkeuzes vaak negatieve emoties oproept. Tegelijkertijd waarderen deelnemers hun pensioenoptie achteraf beter als ze hier bewust zelf voor hebben gekozen dan wanneer die keuze automatisch voor hen is gemaakt. Die aanvankelijk negatieve emotie bij het zien van een pensioenkeuze kan een belangrijke verklarende factor zijn voor het lage gebruik van keuzemogelijkheden – terwijl het bewust kiezen juist kan leiden tot meer waardering van de gekozen optie en, zoals aan het begin van dit hoofdstuk toegelicht, tot betere uitkomsten voor de deelnemer. Goede keuzebegeleiding is daarom cruciaal. Zoals Vonken & Limpens (2017) benadrukken, gaat het dan niet per se om ‘meer informatie aanbieden’, maar om communicatie die rekening houdt met keuze- en emotie-effecten – bijvoorbeeld met verliesaversie, waarbij mensen mogelijke verliezen zwaarder laten meewegen dan vergelijkbare winsten (Kahneman & Tversky, 1979) en met *choice overload*, waarbij een teveel aan opties leidt tot keuzestress en uitstelgedrag (Iyengar & Lepper, 2000). Bovendien kan een groter aantal opties leiden tot meer spijt en een verliesgevoel achteraf: door uitgebreid wikken en wegen kunnen mensen gehecht raken aan meerdere opties, waardoor het afvallen van nietgekozen opties als verlies voelt en de aantrekkelijkheid daarvan achteraf toeneemt (Carmon et al, 2003).

Het vernieuwde stelsel en keuzevrijheid versus keuzestress

In het vernieuwde pensioenstelsel zullen vooral deelnemers die overstappen van een DB-regeling naar een flexibele premieregeling extra keuzes moeten maken. Zo kunnen mensen in de FPR in de opbouwfase een keuze maken voor meer of minder risicovolle beleggingen en op pensioendatum kiezen voor een vast of variabel pensioeninkomen. In potentie zou dit kunnen leiden tot de positieve effecten zoals welvaartswinst en een groter gevoel van eigenaarschap. Ervaringen uit het buitenland laten echter zien dat meer keuzevrijheid niet per se leidt tot meer betrokkenheid. Inka Eberhart Hiabu wijst er in Pensioen Pro op (Ottenhof, 2025) dat in landen als Australië en Denemarken het overgrote deel van de deelnemers zich bij keuzemogelijkheden aan de default houdt. 'In Australië blijft twee derde van de mensen bij het eigen investeringsaccount waar ze zijn begonnen met inleggen. Als mensen in Denemarken de keuze hebben voor het risicoprofiel, blijft 90 procent bij de default. Als mensen geen kennis of interesse in financiën hebben, dan zal daar met een nieuw stelsel niet veel in veranderen.' In Zweden kunnen mensen tot 5 beleggingsfondsen kiezen uit een grote set aan fondsen (meer dan 800). Bij de introductie van dit systeem in Zweden hebben de fondsen en de Zweedse overheid veel geïnvesteerd in marketing en communicatie om deelnemers aan te zetten tot het kiezen van hun eigen mix van beleggingsfondsen. Met succes, want 67 procent van de deelnemers koos voor een eigen mix. In de jaren na introductie is het percentage dat niet voor de default kiest echter steeds verder gedaald (Böhnke, 2019). En onderzoek van Czech (2016) waarin alleen de keuze van nieuwe deelnemers aan het Zweedse systeem werd geanalyseerd toonde dat het percentage dat een eigen mix samenstelt van 67 procent bij de introductie in 2000 was gedaald naar 1,6 procent in 2007. Dit laat zien dat het veranderen van het systeem alleen niet voor de betrokkenheid zorgt. Goede communicatie en het activeren van deelnemers is cruciaal.

In de solidaire premieregeling is er impliciet meer ruimte voor inspraak door de verplichte risicopreferentie-onderzoeken. Bij deze onderzoeken, bedoeld om de risicovoorkeuren van deelnemers in kaart te brengen, blijkt het lastig om verder te komen dan sentiment. Deelnemers geven vaak intuïtieve antwoorden, beïnvloed door emoties en stress, recente economische gebeurtenissen of persoonlijke ervaringen. Risicopreferenties blijken daarom sterk te fluctueren over tijd (Schildberg-Dorisch, 2018). Literatuur over het meten van risicovoorkeuren wijst uit dat het nodig is om risicovoorkeuren op meerdere momenten in de tijd te meten (Goossens & De Vries, 2024). Bovendien leveren de verschillende meetmethodes verschillende uitkomsten op (Goossens & De Vries, 2024), wat de methodologische uitdaging verder vergroot.

De overstap naar het vernieuwde pensioenstelsel heeft niet alleen via aanpassing van het stelsel de inspraak van deelnemers vergroot, maar heeft ook geleid tot een groeiende roep om inspraak van deelnemers, met name bij oudere deelnemers. Politieke voorstellen

voor het invoeren van een invaarreferendum⁵ en vervolgens een individueel bezwaarrecht⁶ hebben (net) geen meerderheid gekregen. Hoewel deelnemers geen individueel bezwaarrecht hebben, is er via verantwoordingsorganen (VO's) en medezeggenschap wel een verzaamd adviesrecht geïntroduceerd. Dit houdt in dat medezeggenschapsorganen niet alleen adviseren, maar dat hun advies zwaarder weegt en het besluitvormingsproces daadwerkelijk kan beïnvloeden. Het bestuur moet het advies zorgvuldig afwegen en, indien het daarvan afwijkt, dit gemotiveerd toelichten. Zo krijgen deelnemers indirect meer invloed op besluiten rond de overgang naar het nieuwe stelsel.

Onderzoek van Van Dalen & Henkens (2025) naar een hypothetisch invaarreferendum laat zien dat de opkomst waarschijnlijk hoog zou zijn (72%; in lijn met het beeld dat deelnemers pro-keuze (en eigen invloed) zijn), maar dat het vertrouwen van deelnemers in hun eigen oordeel laag is. Meer dan de helft vindt het stelsel te complex om hierover een goed oordeel te vormen en de helft ziet liever dat deskundigen beslissen. De manier waarop de invaarkeuze wordt voorgelegd heeft daarnaast invloed op keuzes van deelnemers. Met een neutrale vraagstelling is een duidelijke meerderheid (73%) voor behoud van oude pensioenrechten. Met een *nudge* richting het oude stelsel ('Als u niets doet, blijft alles bij het oude') wordt dat een overduidelijke meerderheid (84%). Met een *nudge* richting het nieuwe stelsel ('Als u niets doet, gaat u automatisch over naar het nieuwe stelsel') is 50 procent van de ondervraagden tegen invaren van oude rechten. Bij alle vraagstellingen bleek de hang naar de status quo duidelijk (Van Dalen & Henkens, 2025, p.6). Uit een eerder onderzoek (Van Dalen & Henkens, 2024) kwam ook al naar voren dat de gekozen default een grote impact heeft op de 'voorkeuren'. Dit sluit aan bij veel andere onderzoeken naar de impact van defaults en framing; die laten namelijk zien dat informatieframing van invloed is op iemands keuze.

Daarmee wordt duidelijk hoe ingewikkeld het is om inspraak te organiseren in een domein waarin keuzes raken aan diepgewortelde emoties, associaties en gevoelens van rechtvaardigheid, terwijl de feitelijke kennis en stabiliteit van voorkeuren beperkt is.

De pensioensector staat voor het dilemma hoe echte inspraak te realiseren in een complex stelsel, zonder dat keuzes vooral worden gestuurd door sentiment of tijdelijke voorkeuren en door communicatie. Een goede invulling van zorgplicht en keuzebegeleiding blijft cruciaal.

5 Invaarreferendum: een referendum waarin deelnemers aangeven of ze hun tot dan toe opgebouwde pensioen wel of niet willen overzetten (invaren) naar het vernieuwde stelsel.

6 Het individueel bezwaarrecht zou deelnemers het recht hebben gegeven om persoonlijk bezwaar te maken tegen de omzetting van hun opgebouwde pensioenaanspraken naar het vernieuwde stelsel. Dit zou hebben betekend dat een individuele deelnemer de overgang van bestaande aanspraken had kunnen tegenhouden, los van de collectieve beslissing van het fonds.

Paradox 3: Keuzevrijheid

'We willen keuzes hebben, maar niet kiezen, maar wel gekozen hebben'

- **Kernprobleem:** deelnemers waarderen keuzevrijheid, maar ervaren keuzestress en worden (onbewust) geleid door emoties, defaults en framing van communicatie.
- **Onderzoek:** emotionele bias, framingeffecten, lage gebruiksgraad van keuzemogelijkheden.
- **Effect van het nieuwe stelsel:** meer keuzemogelijkheden in FPR, impliciete inspraak via SPR. Uitdagingen op het gebied van keuzebegeleiding blijven bestaan.
- **Communicatie-uitdaging:** hoe ontwerp je effectieve keuze-architectuur? Rekening houdend met het sentiment en biases die een grote rol spelen.

d. PENSIOENVERTROUWEN: We willen een waardevast pensioen, maar ook zekerheid

Samenvatting: het nieuwe stelsel maakt het mogelijk om de pensioenen sneller te verhogen wanneer het economisch goed gaat. Maar: ze gaan ook sneller naar beneden als het niet goed gaat. Hoewel pensioenfondsen maatregelen kunnen nemen om deze kans zoveel mogelijk te verkleinen, blijft het gegeven dat pensioenen kunnen schommelen voor veel deelnemers een bron van onzekerheid. Onderzoek laat zien dat de meeste mensen een sterke voorkeur hebben voor een vast, stabiel pensioeninkomen⁷; variabele pensioenen worden voor velen pas aantrekkelijker wanneer deelnemers meer inzicht krijgen in verwachte scenario's en de werking van de regeling. Daarbij lijken dalingen van het pensioen een zwaarder effect te hebben op vertrouwen dan dat stijgingen een positief effect hebben.

In hoeverre stijgende pensioenen deelnemers helpen om de onzekerheid van een variabel pensioen te overbruggen en de effecten van eventuele pensioenverlagingen compenseren, hangt in grote mate af van hoe de economie zich ontwikkelt tijdens het nieuwe stelsel. Dat pensioenen in het oude stelsel jarenlang nauwelijks werden geïndexeerd, heeft bij veel deelnemers, met name gepensioneerden, geleid tot groeiende onvrede en een afbrokkelend draagvlak onder het stelsel. Deelnemers zagen pensioenfondsen grote rendementen halen en de economie groeien, maar zagen hun pensioenen niet meegroeien. Uiteindelijk was dit sentiment een van de redenen om het pensioenstelsel in Nederland te veranderen.

Verschillende onderzoeken laten zien dat de financiële gezondheid van pensioenfondsen – uitgedrukt in de dekkingsgraad – samenhangt met het vertrouwen dat deelnemers hebben. Van Dalen & Henkens (2023) vinden dat een hogere dekkingsgraad, die direct

7 In de onderzoeken waarnaar in dit hoofdstuk wordt gerefereerd, wordt telkens onderscheid gemaakt tussen een 'vast pensioen' en een 'variabel pensioen'.

In de verzekeringswereld kunnen pensioen ook daadwerkelijk 'vast' worden gesteld; de hoogte wordt eenmalig bepaald en daarna wordt hier niet meer van afgeweken. In zowel het nFTK, als het vernieuwde stelsel, ligt het verschil tussen zogenoemde 'vaste' en 'variabele' pensioenen genuanceerder. In beide stelsels bestaat er geen pensioen dat niet kan veranderen. Van een echt 'vast' pensioen is daarom geen sprake.

verband houdt met het wel of niet kunnen indexeren, het vertrouwen onder 55-plussers in het beheer van hun pensioengeld vergroot. Voor mensen jonger dan 55 jaar geldt dit niet. In die leeftijdsgroep vinden de onderzoekers slechts een zwak, insignificant effect van de dekkingsgraad. De verklaring die zij hiervoor geven is dat consequenties van een hoge of lage dekkingsgraad voor jongeren nog in een verre toekomst liggen en bij hen niet echt *top of mind* zijn vanwege een lager pensioenbewustzijn. De impact van de dekkingsgraad ligt in lijn met de bevinding van Van Dalen & Henkens dat (financiële) stabiliteit van belang is voor het vertrouwen. In de DNB vertrouwensmonitor wordt het gestegen vertrouwen ook (deels) verklaard door de gestegen dekkingsgraden (DNB, 2023).

In onderzoek van het Sociaal Cultureel Planbureau (SCP) naar de pensioenhervormingen (Olsthoorn, 2019) blijkt dat vooral de hoogte van het pensioeninkomen bepalend is voor de legitimiteit van het pensioenstelsel. Keuzevrijheid, flexibiliteit en/of maatwerk kunnen een tegenvallend pensioen maar gedeeltelijk compenseren. Het SCP liet respondenten telkens kiezen tussen verschillende pensioenstelsels met variatie in vervangingsratio, pensioenkeuzes en mate van collectiviteit. Respondenten (alle verschillende doelgroepen) kiezen vrijwel altijd tegen een laag pensioeninkomen; andere kenmerken van een regeling wegen minder zwaar. Deelnemers streven daarentegen ook niet naar een maximaal pensioeninkomen. Zodra het inkomen als 'hoog genoeg' wordt ervaren, spelen andere factoren een belangrijkere rol.

Naast de hoogte van het pensioeninkomen speelt ook het type pensioeninkomen een grote rol in de voorkeuren. Uit verschillende onderzoeken blijkt dat deelnemers liever een zeker pensioen krijgen dat lager is, dan een hoger pensioen dat vaker verandert en daarmee voor het gevoel onzekerder is. In een onderzoek van het ministerie van SZW (2019) kiest 55 procent van de deelnemers voor een vast pensioeninkomen, tegenover 27 procent voor een variabel pensioen. Deze resultaten zijn vergelijkbaar met een onderzoek dat Motivation eerder heeft uitgevoerd voor het Verbond van Verzekeraars. Hierin zegt 54 procent een voorkeur te hebben voor een vast pensioen, 26 procent voor een variabel pensioen en 20 procent heeft geen voorkeur. Deelnemers geven aan dat ze kiezen voor een vast pensioen omdat dit zekerheid en duidelijkheid geeft. Dit sluit aan bij onderzoek van Wakker (2010) dat laat zien dat onzekerheid niet alleen gaat over financiële uitkomsten, maar ook over psychologie: wanneer kansen en gevolgen moeilijk te doorgronden zijn ervaren mensen minder grip en weegt het risico op verlies zwaarder, wat het vertrouwen in het stelsel of fonds kan ondermijnen.

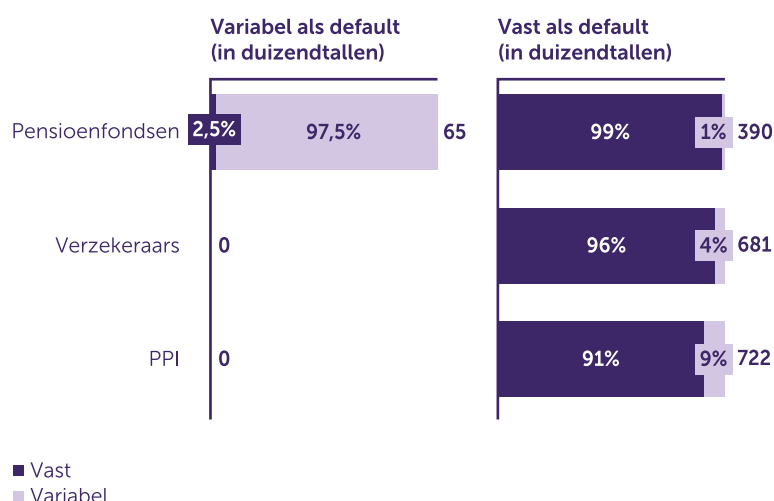
Deelnemers die kiezen voor een variabel pensioen zeggen dat ze dit doen omdat ze mogelijk een hoger pensioen zullen ontvangen. Nadat deelnemers communicatie hebben gelezen over de voor- en nadelen van een vast versus een variabel pensioeninkomen, verschuift de voorkeur van sommige deelnemers. Nog steeds kiest de meerderheid voor

een vast pensioen (41%), maar de groep die variabel kiest groeit licht (30%). De groep die het na het lezen van de informatie niet weet, groeit relatief sterk (Heinen & Zondervan, 2017).

Bij pensioenfondsen met een DC-regeling kunnen deelnemers al langer kiezen tussen een vast en variabel pensioen. Als een deelnemer geen keuze maakt volgt die de default-optie. Slechts een klein deel wijkt actief af van de default in 2023, zowel als dit een variabel pensioen is als wanneer dit een vast pensioen is (zie figuur 7). Dit roept de vraag op of deelnemers echt een voorkeur hebben voor een vast of variabel pensioen of dat hier (deels) de andere pensioenparadoxen een rol spelen.

Figuur 7. Mate van afwijken van default. AFM (2025)

Figuur 39: Het aantal deelnemers dat afwijkt van de default voorsorteerkeuze, per type pensioenuitvoerder (variabel & vast grafieken)

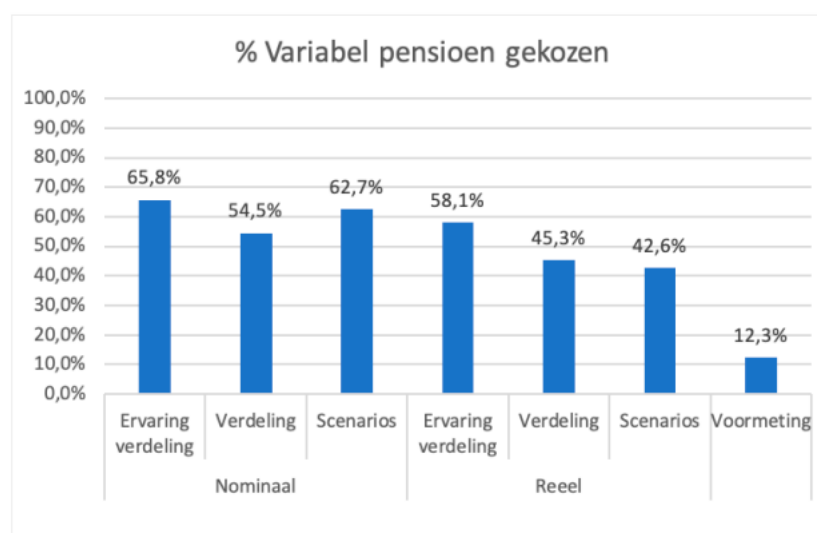


Recent onderzoek van Donkers et al. (2024) laat zien dat meer en duidelijkere informatievoorziening over de keuze tussen een vast en variabel pensioen leidt tot een aanzienlijk groter aandeel deelnemers dat kiest voor een variabel pensioen. De onderzoekers onderscheiden zes verschillende keuze-architecturen in hun studie waarin telkens de keuze tussen een vast en variabel pensioen werd voorgelegd. Deelnemers kregen 1) een goedweert-, slechtweert- en gemiddeld (verwacht) scenario voor hun toekomstige pensioeninkomens te zien (scenario's) óf 2) vijftig mogelijke pensioeninkomenspaden op basis van verschillende scenario's (verdeling) óf 3) een dynamische visualisatie van verschillende afzonderlijke inkomenspaden (ervaring verdeling). Daarnaast werd in elk van bovenstaande opties gevarieerd in reële en nominale bedragen. De derde weergave (ervaring verdeling) zorgt ervoor dat de meeste respondenten kiezen voor het variabele pensioen en leidt bovendien tot de hoogste tevredenheid over zowel de informatie als de uiteindelijke keuze (Donkers et al., 2024). In

onderstaande grafiek (figuur 8) is te zien dat extra informatie ertoe leidt dat aanzienlijk meer mensen kiezen voor een variabel pensioen.

Figuur 8. Keuze voor variabel pensioen in verschillende condities. Donkers et al. (2024)

Figuur 9. Percentage respondenten dat kiest voor een variabel pensioen per conditie en in de voormeting



Deze bevindingen passen bij de *description-experience gap*: mensen reageren anders op onzekerheid wanneer kansen alleen worden beschreven dan wanneer zij uitkomsten (gesimuleerd) ervaren via voorbeelden of paden. Pensioenschommelingen blijven abstract in tekst, maar voelen 'echter' in dynamische trajecten/visualisaties (Hertwig, 2015; Kaufmann, Weber & Haisley, 2013). Recente literatuur laat daarnaast zien dat mensen vaak positiever reageren wanneer onzekerheid expliciet wordt gecommuniceerd via bandbreedtes/ranges in plaats van via één puntinschatting; ranges sluiten beter aan bij de realiteit van onzekere voorspellingen en ze managen verwachtingen beter. Hu, Gaertig & Dietvorst (2025) laten in meerdere experimenten zien dat rangecommunicatie de evaluatie van voorspellingen kan verbeteren ten opzichte van puntinschattingen, juist in onzekere contexten.

Dit onderstreept het belang van goede communicatie en keuze-architectuur voor deelnemers, zodat zij hun keuzes meer weloverwogen kunnen maken. De vraag is wel of zij dergelijke uitgebreidere informatie tot zich nemen bij het maken van keuzes; de paradox tussen transparantie en complexiteit zal ook hier een rol spelen.

Het vernieuwde stelsel en een bewegend, maar hierdoor (gepercipieerd) minder zeker pensioen

In het vernieuwde stelsel verdwijnt de dekkingsgraad als maatstaf. Pensioenen bewegen voortaan sneller mee met de resultaten van het fonds. Afhankelijk van de genomen maatregelen kunnen ze eerder stijgen, maar ook eerder dalen. Waar de dekkingsgraad voorheen voor sommige deelnemers een (in)directe indicatie gaf van hoe het fonds ervoor stond,

wordt dit nu veel concreter zichtbaar; pensioenen worden sneller aangepast en deelnemers krijgen rendementen bijgeschreven bij hun pensioenvermogen. Hoewel het de verwachting is dat pensioenen door de komst van het nieuwe stelsel vaker en eerder verhoogd kunnen worden (een grote wens van deelnemers), moet dit in de praktijk nog wel blijken. De verwachting is ook dat als de pensioenen stijgen – en vaker stijgen – dit ten goede komt aan het vertrouwen in het pensioen en pensioenfondsen. Tegelijkertijd weten we uit onderzoeken dat negatieve schommelingen (sterk) negatief worden ontvangen (ABP, 2022). Verliesaversie is ook in de pensioensector een bekend begrip: mensen ervaren verliezen psychologisch ongeveer twee keer zo sterk als vergelijkbare winsten (Kahneman & Tversky, 1979). Een daling kan daardoor een groter (negatief) effect hebben op het vertrouwen dan dat een even grote stijging een (positief) effect kan hebben. Onderzoek van onder andere ABP bevestigt dat vooral negatieve veranderingen in het pensioeninkomen gevoelens van onrust oproepen. Het benoemen dat de pensioenen ieder jaar opnieuw worden vastgesteld en het tonen van (brede) navigatiemetaforen roepen een gevoel van onzekerheid op, zo blijkt uit onderzoeken naar de transitieoverzichten (APG, 2025b). Dat het pensioen ieder jaar kan veranderen, sluit niet aan de bij de intuïtieve wens van een meerderheid voor vaste boven variabele pensioenen.

Een analyse van pensioencommunicatie van pensioenaanbieders die al een DC-regeling aanbieden, in zowel Nederland als daarbuiten, laat echter zien dat reacties op, en gevoelde onrust door bewegende pensioenen, volgens de DC-fondsen zelf meevallen. De meeste fondsen gaven wel aan proactief over schokken te communiceren (Brüggen et al, 2022).

De vraag is dus of er een bepaalde gewenningsperiode zal zijn in het vernieuwde stelsel, waarna op een eventuele verlaging minder sterk dan verwacht wordt gereageerd. De wet biedt fondsen verschillende mechanismen om de schommelingen te beperken. Deze kenmerken van de nieuwe pensioenregels zijn minder bekend, maar kunnen wel op steun rekenen. Onderzoek van Ponds & Webers (2024) toont aan dat mensen de buffer een geruststellende gedachte vinden en de inzet hiervan steunen. In hun onderzoek onder meer dan 2.000 deelnemers en gepensioneerden van 38 bedrijfstakpensioenfondsen vinden zij dat de meeste manieren om de solidariteitsreserve (gezamenlijke buffer) te vullen of te besteden door ongeveer driekwart van de deelnemers en gepensioneerden wordt gesteund.

Omdat de pensioenen meebewegen met de economie kunnen deelnemers daarnaast naar verwachting een verlaging beter in de context van de tijd plaatsen, afhankelijk van de mate van spreiding van resultaten in de SPR. In het oude stelsel was dat niet per se het geval.

De uitdaging zal zijn om de balans hierin te vinden: om deelnemers geen onrealistisch onzeker gevoel te geven door de transparante en uitgebreide communicatie over de veranderde pensioenen en navigatiemetaforen, maar ook geen onrealistische zekerheid, door bijvoorbeeld communicatie over de buffer en andere maatregelen.

Paradox 4: Pensioenvertrouwen

‘We willen een waardevast pensioen, maar ook zekerheid’

- **Kernprobleem:** deelnemers verlangen zekerheid en stabiliteit, maar ook een pensioen dat verhoogd wordt.
- **Onderzoek:** verliesaversie, gevoeligheid voor dalingen, voorkeur voor vast pensioeninkomen.
- **Effect van het nieuwe stelsel:** pensioenen bewegen sneller mee met de economie, voelt onzekerder, en eventuele dalingen wegen zwaarder dan stijgingen; buffers en spreiding bieden demping.
- **Communicatie-uitdaging:** hoe communiceer je onzekerheid zonder onrust te veroorzaken? Hoe plaats je verlagingen in een groter/lange termijn perspectief?

4. Reflectie pensioencommunicatie – experts

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel is een ingrijpende verandering waarvan de uiteindelijke effecten nog niet volledig te overzien zijn. In dit hoofdstuk combineren we kennis van de nieuwe regels en inzichten uit relevante literatuur om een analyse te maken van de verwachte impact van het nieuwe stelsel op communicatiedoelen. Hoe de verandering in de praktijk uitpakt, wordt pas duidelijk wanneer het stelsel (al een tijd) is ingevoerd. Om een breder beeld te krijgen, hebben we drie communicatie-experts gevraagd hun visie te delen. Hun reflecties bieden waardevolle perspectieven op de mogelijke gevolgen en uitdagingen van deze transitie voor pensioencommunicatie.

Betekenisvol communiceren in het vernieuwde stelsel – door Annemarie van Hekken

Annemarie van Hekken is gepromoveerd expert op het gebied van pensioencommunicatie. Ze vertaalt wetenschappelijke inzichten uit de psychologie naar begrijpelijke financiële informatie en geldt als een autoriteit in de sector.

Pensioencommunicatie heeft de afgelopen jaren een enorme professionaliseringsslag doorgemaakt. We denken steeds beter na over wat we willen en moeten vertellen, aan wie en op welk moment. We denken na over eenvoudige taal en beseffen dat we soms te veel willen vertellen.

In dit hoofdstuk worden verschillende paradoxen behandeld. We moeten het één, terwijl de situatie vraagt om het andere. Mensen zeggen het éne te willen, maar handelen alsof ze juist dat andere willen. Hoe ga je hier als communicatieprofessional mee om? Het is voortdurend afwegen en prioriteiten stellen. Vanuit mijn werk als communicatiespecialist voeg ik graag nog een aantal tegenstellingen én een oproep toe aan dit hoofdstuk.

Efficiëntie versus relevantie

Niet echt een paradox, meer een ingewikkelde afweging: de wens om efficiënt te zijn en zaken te standaardiseren versus de noodzaak van persoonlijke en relevante communicatie. Processen moeten foutloos ingeregeld worden en er zijn beperkte middelen om te segmenteren. De verleiding is groot om één tekst, één animatie, één toelichting in het UPO te maken voor iedereen. Maar mensen zijn niet 'iedereen'. De 28-jarige die vaak van baan wisselt, de 54-jarige werknemer met een scheiding achter de rug en de 67-jarige die op het punt staat om het pensioen aan te vragen hebben fundamenteel verschillende vragen, zorgen en triggers waar zij op reageren. En we weten dat een boodschap die voor iemand relevant en betekenisvol is, beter binnenkomt en verwerkt wordt.

Standaardcommunicatie mist snel betekenis. Helemaal als de communicatie standaard is voor meerdere pensioenfondsen. De lezer moet niet alleen zelf bedenken of iets op zichzelf van toepassing is, maar voelt ook dat iets een standaard uiting is – en niet toegesneden op de eigen situatie.

Ja, het is meer werk om communicatie zó in te richten dat je laat zien dat je weet met wie je communiceert. Maar dat kan geen reden zijn om richting de superstandaard te bewegen. Communicatie is werk. Net als alle andere disciplines in de sector. De vraag is dus: zijn we bereid om te kiezen voor communicatie die meer impact heeft?

Genuanceerd versus activerend

Pensioen is een genuanceerd onderwerp. Tegelijk is communicatie die activeert vaak juist ongenuanceerd. Goede *calls to action* zijn helder, stellig en simpel.

Een manier om deze paradox beet te pakken is door te starten met de call to action. Want uiteindelijk gaat het om gedrag. Je wil dat iemand ergens over nadenkt, iets leest, doet of regelt. Als het alleen maar gaat om het uitdelen van informatie, kun je het ook op de website zetten. Vervolgens kijk je welke aanvullende informatie nodig is en welke nuances aangebracht moet worden.

Er zijn verplichtingen met betrekking tot het noemen van bepaalde risico's. Dat zijn lastige nuances, omdat 'gevaar' veel mensen verlamt. Dat willen we juist niet. Het is dus zaak om mogelijke uitkomsten feitelijk en eerlijk te benoemen. Het gebruik van het woord 'risico' voor bijvoorbeeld schommelingen lijkt niet passend, omdat het simpelweg het kenmerk is van een Wtp-regeling. Een verlaging het label 'risico' geven, terwijl een verhoging geen positief label krijgt, is onevenwichtig. Om in de wereld van

‘goed weer’ en ‘slecht weer’ te blijven: als je iemand die buiten wil gaan wandelen vooraf waarschuwt dat er een risico is dat het gaat regenen (terwijl de lucht nog niet dreigend is), dat diegene moet opletten diens paraplu niet ergens te laten liggen en goed moet checken of diens jas waterdicht is, dan bestaat de kans dat diegene binnenblijft. Of, misschien nog erger: deze persoon neemt je na verloop van tijd minder serieus. Daarom een paar praktische tips:

- Beschrijf neutraal en feitelijk wat er kan gebeuren.
- Geef aan hoe aannemelijk of kansrijk het is dat een bepaald scenario zich voordoet.
- Vermijd percentages, gebruik ‘verbale waarschijnlijkheden’. Denk daarbij aan een zin als: ‘Zit het erg tegen, dan gaat uw pensioen omlaag. Op dit moment is de kans klein dat uw pensioen de komende jaren omlaaggaat’.
- Geef aan dat je het laat weten als deze verwachting of inschatting verandert (‘Er komt waarschijnlijk regen, mogelijk zware regen’). Uit verschillende onderzoeken blijkt dat ‘verbale kansen’ goed geïnterpreteerd worden en bijdragen aan realistische verwachtingen.

Degelijk versus opvallend

Pensioenfondsen willen laten zien dat zij betrouwbaar en degelijk zijn. Maar in een wereld waarin mensen dagelijks honderden boodschappen voorbij zien komen, is degelijkheid niet genoeg. Je moet opvallen. Je moet kleur bekennen. Je moet durven triggeren. Als je boodschap niet gezien wordt, bestaat hij niet. Durven we communicatie te maken die niet alleen klopt, maar ook blijft hangen?

Slim betekenisvol communiceren

Na de transitie naar een nieuwe pensioenregeling is het nog belangrijker om contact te maken met de verschillende doelgroepen. We willen mensen activeren, bewust keuzes laten maken en werken aan realistische verwachtingen. Welk gedrag verstandig is, hoe je keuzes maakt en wat een passende keuze is, verschilt van persoon tot persoon. We moeten daarom betekenisvol communiceren. De paradoxen in pensioencommunicatie zijn dan ook geen obstakels, maar uitnodigingen. Ze dwingen ons tot keuzes. Tot het afwegen van belangen en het herijken van wat we verstaan onder ‘goede communicatie’.

Activatie blijft de grootste uitdaging in pensioencommunicatie – door Lisa Brügger

Lisa Brügger is Directeur van Netspar, hoogleraar financiële dienstverlening aan Maastricht University, en Bijzonder Hoogleraar pensioencommunicatie en keuzebegeleiding aan Tilburg University. Verder is zij lid in de Raad van Toezicht van het NIBUD. Haar expertise ligt op het gebied van pensioencommunicatie en keuzebegeleiding.

De paradoxen die in dit hoofdstuk worden beschreven laten goed zien hoe complex pensioencommunicatie is. Pensioen wordt door veel mensen als belangrijk gezien, maar tegelijkertijd is het een onderwerp waar men zich liever niet actief mee bezighoudt. Het vernieuwde pensioenstelsel verandert een aantal elementen van het systeem, maar de vraag blijft in hoeverre deze veranderingen daadwerkelijk bijdragen aan meer activatie, kennis, keuzes en vertrouwen onder deelnemers.

Activatie: de grootste uitdaging in pensioencommunicatie

Activatie was en blijft de grootste uitdaging in pensioencommunicatie. De transitie naar het vernieuwde stelsel zorgt er wel voor dat pensioen tijdelijk meer aandacht krijgt. Veranderingen roepen vragen op en maken dat deelnemers – ook jongere groepen die normaal minder betrokken zijn – zich vaker afvragen wat deze voor hun persoonlijke situatie betekenen. De overgang naar het nieuwe stelsel zou daarbij niet als het slot van een verhaal moeten worden gepresenteerd, maar eerder als een cliffhanger: een moment dat nieuwsgierig maakt naar wat volgt en deelnemers uitnodigt om betrokken te blijven bij hun pensioen.

In mijn optiek zou activatie het primaire doel van pensioencommunicatie moeten zijn. Wanneer deelnemers daadwerkelijk met hun pensioen bezig zijn, ontstaat ook meer ruimte voor andere doelen van communicatie, zoals het vergroten van kennis. Zoals ook in het hoofdstuk wordt besproken, laat onderzoek naar financiële educatie zien dat mensen juist wanneer zij met hun pensioen bezig zijn meer openstaan voor kennis. John Lynch beschrijft dit als just-in-time financial education. In plaats van te proberen deelnemers continu te informeren, kan het daarom effectiever zijn om informatie aan te bieden op momenten waarop pensioen daadwerkelijk relevant wordt – bijvoorbeeld bij life events of concrete keuzes.

Mijn tip aan de sector: maak communicatie strategisch

Juist in het vernieuwde stelsel wordt duidelijk hoe essentieel communicatie is voor het vertrouwen van deelnemers. Dat betekent ook dat communicatie het mandaat en de aandacht moet krijgen die daarvoor nodig zijn, van bestuur tot uitvoering.

Daarbij hoort ook dat communicatie eerder en nadrukkelijker wordt betrokken bij beleidskeuzes. Te vaak wordt communicatie pas ingezet wanneer een besluit al is genomen en moet worden uitgelegd. Juist door communicatie al in een vroeg stadium mee te nemen, kan beter worden nagedacht over hoe keuzes door deelnemers worden begrepen, welke verwachtingen zij hebben en welke informatie zij nodig hebben om veranderingen goed te kunnen plaatsen. Bovendien kan het explicieter betrekken van kennis over de behoeften en perspectieven van deelnemers ook de kwaliteit van de besluitvorming zelf verbeteren. Besluiten die beter uitlegbaar zijn richting deelnemers zijn vaak ook in de praktijk beter uitvoerbaar.

Daarnaast is het belangrijk om communicatie strategisch vorm te geven. Niet elk communicatiemiddel dient hetzelfde doel en verschillende doelgroepen vragen om verschillende benaderingen. De sector zal explicieter moeten nadenken over vragen als: welke middelen zetten we voor welk doel in? Hoe differentiëren we naar doelgroepen? En hoe verdelen we onze inspanningen tussen digitale en persoonlijke vormen van communicatie?

Een belangrijk onderdeel daarvan is het systematisch testen van communicatie. Het is vaak moeilijk vooraf te voorspellen hoe informatie door deelnemers wordt geïnterpreteerd. Daarom is het essentieel om de effectiviteit van communicatie te onderzoeken. Niet als een incidentele activiteit, maar als een integraal onderdeel van het communicatieproces. Effectieve communicatie ontstaat door een continu proces van ontwikkelen, testen, leren en verbeteren.

Tot slot is verwachttingsmanagement cruciaal. Mensen beoordelen informatie altijd in relatie tot hun verwachtingen. Wanneer verwachtingen te optimistisch worden neergezet, kan dat op langere termijn het vertrouwen ondermijnen. Juist daarom is het belangrijk om ook in goede tijden realistisch te communiceren en duidelijk te maken dat pensioen in de tijd zal schommelen. Transparantie over mogelijke veranderingen kan bijdragen aan realistischere verwachtingen en daarmee aan stabielere vertrouwen. Tegelijkertijd is communiceren over onzekerheid allesbehalve eenvoudig. Zowel in de praktijk als in de wetenschap wordt nog gezocht naar effectieve manieren om onzekerheid begrijpelijk te maken zonder onnodige onrust te creëren.

Tot slot

Pensioencommunicatie krijgt in het vernieuwde stelsel steeds meer aandacht. Waar communicatie in het verleden vaak vooral als een uitvoerende functie werd gezien, wordt steeds duidelijker dat het een strategisch onderwerp is dat ook op bestuursniveau aandacht vraagt.

Het nieuwe stelsel lost de fundamentele paradoxen van pensioencommunicatie niet vanzelf op. Juist daarom is het van belang dat de sector bewust keuzes maakt in de doelen en middelen van communicatie, in de momenten waarop communicatie plaatsvindt en in de manier waarop deelnemers worden ondersteund bij het begrijpen en gebruiken van pensioeninformatie, waarbij activatie van deelnemers een centrale plaats verdient.

Van onzekere zekerheid naar zekere onzekerheid: de noodzaak van een nieuw pensioenverhaal – door Lillian van Eijk

Lillian van Eijk, gecertificeerd register marketeer, is strategisch adviseur bij APG en lid van de communicatiecommissie van de Pensioenfederatie. Zij richt zich op het vertalen van complexe ontwikkelingen naar begrijpelijke dienstverlening die mensen daadwerkelijk in beweging zet.

Basisbehoeftes veranderen niet

De transitie naar het vernieuwde pensioenstelsel is een feit. Onder de motorkap is veel veranderd, maar daarbuiten blijft de deelnemer vooral zoeken naar grip en houvast – die wil tenslotte nog altijd weten: wat heb ik en wat krijg ik? En laat dat nu precies zijn wat we niet kunnen bieden.

Het vernieuwde stelsel biedt kansen, zeker. Maar alleen als we durven te erkennen dat het niet de techniek is die het verschil maakt, maar de manier waarop we deelnemers meenemen in het verhaal. We kunnen nog zo veel transparantie bieden, nog zo veel keuzemogelijkheden introduceren en nog zo veel scenario's schetsen, maar als we niet weten hoe die informatie landt bij de deelnemer, dan blijft het een papieren werkelijkheid.

We gaan van een onzekere zekerheid naar een zekere onzekerheid. Dat is geen semantische nuance, maar een fundamentele verschuiving in hoe mensen pensioen beleven. Waar vroeger het gevoel van 'het komt wel goed' overheerste, vraagt het nieuwe stelsel om actief vertrouwen: vertrouwen dat niet vanzelf ontstaat, maar gevoed moet worden. En dat vraagt om een nieuw narratief. Een verhaal dat niet begint bij het stelsel, maar bij de deelnemer. Niet bij de regels, maar bij de realiteit van het dagelijks leven.

Dat narratief moet aansluiten bij hoe mensen keuzes maken, hoe ze informatie verwerken en vooral: hoe ze grip ervaren. Want grip is niet hetzelfde als controle. Grip ontstaat wanneer mensen zich gezien voelen, wanneer informatie begrijpelijk is en wanneer keuzes betekenis krijgen. Dat lukt alleen als we ons verplaatsen in de leefwereld van de deelnemer – en niet als we blijven communiceren vanuit onze eigen opdracht of logica.

Nieuwe regels voor pensioen bieden mogelijkheden

Er zijn elementen in het vernieuwde stelsel die activatie, kennis, keuzes en vertrouwen kunnen vergroten. Denk aan het inzicht in het persoonlijk pensioenvermogen, de transparantie over inleg, rendement en kosten en de oproep tot meer inspraak. Maar deze elementen zijn geen garantie voor betrokkenheid. Transparantie zonder context leidt tot verwarring. Keuzevrijheid zonder begeleiding leidt tot keuzestress. En inspraak zonder erkenning van emotie en sentiment leidt tot frustratie.

Dat is precies waar de paradoxen uit dit hoofdstuk ons raken: pensioen is belangrijk, maar we zijn er niet mee bezig. We willen keuzes, maar liever niet kiezen. We verlangen transparantie, maar raken verstrikt in complexiteit. En bovenal: we willen zekerheid in een wereld die steeds beweeglijker wordt.

De echte kans ligt in het verplaatsen van het perspectief: van systeem naar mens. Deelnemers zoeken geen spreadsheet, ze zoeken grip. Geen rendementsoverzicht, maar houvast. En dat ontstaat pas als we ons écht verdiepen in hun leefwereld, hun zorgen en hun taal.

Communicatie als brug, niet als sluitstuk

De pensioensector moet het vernieuwde stelsel aangrijpen om communicatie te verbeteren, maar dan moet communicatie niet langer het sluitstuk of de oplossing van een probleem zijn. Het moet het vertrekpunt worden. Communicatie is geen pleister op een complex systeem, het is de brug tussen beleid en beleving en een essentieel onderdeel van de besturing en uitvoering van de oudedagvoorziening van miljoenen Nederlanders.

Dit betekent: stoppen met zenden vanuit onze pensioenopdracht en starten met luisteren naar de behoefte. Niet communiceren over pensioen, maar communiceren vanuit het leven. Pensioen als onderdeel van goed voor jezelf zorgen. Als iets waar je trots op mag zijn. Als een investering in je toekomst, niet als een verplichting uit het verleden.

Mijn tip aan de sector

Durf te kiezen. Durf te kiezen voor een andere aanpak, voor een nieuw verhaal. Een verhaal dat begint bij de deelnemer en diens leefwereld. Dat erkent dat pensioen een zekere mate van onzekerheid kent – en dat dat oké is. Dat keuzes pas waarde krijgen als ze aansluiten bij het leven van nu. En dat vertrouwen niet ontstaat door meer informatie, maar door relevante, begrijpelijke, integrale en tijdige communicatie.

Maak pensioen persoonlijk, passend en met oog voor het collectief. En bovenal: wees eerlijk. Vertel het eerlijke verhaal, ook wanneer dat schuurt. Alleen dan ontstaat het vertrouwen dat nodig is om deze transitie samen te laten slagen.

Het vernieuwde stelsel biedt zeker geen kant-en-klare oplossing voor de paradoxen die we kennen. Maar het biedt wel een uitnodiging: om anders te kijken, anders te luisteren en anders te communiceren. Die uitnodiging moeten we met beide handen aangrijpen.

5. Conclusie

Aan het begin van dit hoofdstuk stelden we de vraag of het nieuwe pensioenstelsel bijdraagt aan de communicatiedoelen van pensioenfondsen. Helpt de overgang naar dit stelsel om deelnemers bewuster te maken van hun pensioen, hen te activeren zich hierin te verdiepen en het vertrouwen te vergroten? En wordt pensioen daarmee ook begrijpelijker en toegankelijker?

Om dit vraagstuk te verkennen, introduceerden we vier zogenoemde pensioenparadoxen, rond pensioenbewustzijn, kennis, keuzes en vertrouwen. Deze paradoxen gebruikten we om de impact van het nieuwe stelsel op pensioencommunicatie-uitdagingen te analyseren. Ook vroegen we drie experts om hierop te reflecteren.

De paradoxen in pensioencommunicatie draaien om de spanning tussen ratio en emotie. Rationeel weten mensen dat pensioen belangrijk is. Ze zeggen informatie te willen, invloed te willen hebben en ze willen een hoger pensioen (op de lange termijn). Het vernieuwde stelsel sluit hier goed bij aan: het biedt meer inzicht, (indirecte) invloed en een pensioen dat economisch gezien waarschijnlijk gunstiger is.

Emotioneel ligt dit anders. Barrières en biases staan rationeel gedrag in de weg. Meer transparantie en keuzevrijheid maken communicatie en inspraak complexer, vooral tijdens de transitie. En een bewegend pensioen voedt gevoelens van onzekerheid. De uitdaging voor pensioencommunicatie blijft daarom het vinden van een balans tussen de paradoxen.

Het nieuwe pensioenstelsel biedt op onderdelen kansen om paradoxen te verkleinen, maar vergroot op andere punten juist de spanning. De centrale vraag is dan ook niet óf het nieuwe stelsel de paradoxen oplost, maar in welke mate het de communicatie en gedragsmatige uitdagingen verandert. Hieronder geven we per paradox onze conclusie en beschrijven we de implicaties voor pensioencommunicatie.

a. Paradox Pensioenbewustzijn – ‘We vinden pensioen belangrijk, maar willen er niet mee bezig zijn’

Het nieuwe stelsel biedt op papier mogelijkheden om pensioen dichterbij te brengen. De zichtbaarheid van het pensioenvermogen en de jaarlijkse dynamiek maken pensioen concreter. Ook extra keuzes of inspraak (tijdens de opbouwfase), zoals het risicoprofiel, kunnen deelnemers eerder activeren. Tegelijkertijd blijkt uit onderzoek dat juist negatieve bewegingen in het pensioenvermogen sterke emoties oproepen en kunnen leiden tot vermijdingsgedrag. Present bias en negatieve associaties met pensioen verdwijnen niet door de komst van het stelsel, maar zijn inherent aan het concept pensioen.

Het nieuwe stelsel heeft wel potentie om deze paradox te verkleinen en bij te dragen aan activatie, maar kan haar even goed versterken doordat deelnemers worden geconfronteerd met bewegende en/of lagere bedragen, wat gevoelens van onzekerheid voedt.

Communicatie zou daarom sterk moeten inzetten op rust, duiding en context, waarbij stijgingen en dalingen niet worden gepresenteerd als winst of verlies, maar als normale dynamiek. Daarnaast is emotionele framing belangrijk. Het belang van pensioen benadrukken in communicatie kan averechts werken. Pensioeninformatie moet niet alleen feitelijk juist zijn, maar ook zó worden verwoord dat deze geen onnodige onrust oproept. Door bijvoorbeeld te kiezen voor rustige, niet-alarmistische bewoordingen en eerst context te bieden voordat cijfers of schommelingen worden genoemd, kunnen deelnemers geholpen worden de informatie met minder spanning te verwerken. Dit vergroot de kans dat zij de boodschap open blijven volgen en niet afhaken.

b. Paradox Pensioenkennis – ‘We verlangen transparantie, maar vinden de informatie snel te complex en veel om goed te begrijpen’

Een van de doelen van het nieuwe stelsel was een ‘uitlegbaarder contract’. Tegelijkertijd vraagt de nieuwe systematiek om véél meer transparantie – over inleg, persoonlijk rendement, kosten, scenario’s en jaarlijkse aanpassingen. De paradox wordt hiermee eerder vergroot: deelnemers hebben behoefte aan eenvoud, maar het nieuwe stelsel maakt technische uitleg juist omvangrijker. De toegenomen hoeveelheid informatie leidt niet automatisch tot meer begrip, maar kan zelfs afschrikken. Daarnaast bestaan er hardnekkige misvattingen die een goed begrip van pensioen in de weg staan. Het zichtbaar maken van een persoonlijk pensioenvermogen en bijgeschreven rendementen kan enkele misvattingen wel verminderen: bijvoorbeeld het idee dat jongeren voor ouderen betalen, dat er straks geen pensioen meer is of dat men de eigen inleg niet terugkrijgt. Maar dit werkt alleen als mensen de informatie daadwerkelijk lezen. Financiële educatie kan helpen, maar moet dan wel goed worden vormgegeven. Het streven naar eenvoud moet in communicatie centraal staan. Prioriteit moet liggen bij het beantwoorden van de vraag: Wat betekent dit voor mij? Eenvoudige taal, herhaling en stapsgewijze informatievoorziening is essentieel om de cognitieve belasting te verminderen.

c. Paradox Keuzevrijheid – ‘We willen keuzes hebben, maar niet kiezen, maar wel gekozen hebben’

Het nieuwe stelsel geeft deelnemers in de FPR meer expliciete keuzes en in de SPR ook een extra keuze (bedrag ineens) én meer impliciete inspraak via risicopreferentieonderzoeken. De literatuur laat echter zien dat keuzevrijheid nauwelijks leidt tot meer betrokkenheid wanneer interesse en kennis laag zijn: veel deelnemers blijven bij defaults. Daarnaast spelen emoties, stress, framing en biases (zoals verliesaversie en *choice overload*) een grote rol. Het nieuwe stelsel lijkt deze paradox eerder te versterken dan te verminderen, omdat er meer keuzes bijkomen zonder dat de psychologische drempels bij deze keuzes verdwijnen.

Focus in communicatie zal daarom moeten liggen bij een goede keuzearchitectuur: defaults die passen bij de meeste deelnemers, duidelijke kaders, anticipatie op emotionele reacties en begeleiding die niet mikt op méér informatie, maar op betere informatie. Daarmee bedoelen we informatie die eenvoudiger is, afgestemd op het kennisniveau van deelnemers, die in logische stappen wordt aangeboden, de keuzedruk verlaagt en helpt om één concrete vervolgstap te zetten.

d. Paradox Pensioenvertrouwen – ‘We willen een waardevast pensioen, maar ook zekerheid’

Het nieuwe stelsel maakt pensioenen beweeglijker, wat meer perspectief biedt op verhoging van de pensioenen, maar ook op dalingen. Omdat verliesaversie een sterke rol speelt, ligt het risico op een afbreuk van het vertrouwen bij dalingen aanzienlijk hoger dan het positieve effect van stijgingen. De mate waarin deze paradox en het vertrouwen door het stelsel wordt versterkt of juist afneemt, is afhankelijk van hoe de pensioenen zich ontwikkelen over de jaren. Bij verhogingen in opeenvolgende jaren zal het vertrouwen in pensioenen zich anders ontwikkelen dan bij dalingen of wisselende resultaten. Mechanismen zoals de solidariteitsreserve kunnen onrust dempen, maar deze maatregelen zijn minder bekend bij deelnemers. Het idee dat de pensioenen (meer) kunnen gaan bewegen zal voor deelnemers wennen zijn. De mate waarin vertrouwen op termijn stabiliseert of eventueel groeit, hangt af van economische omstandigheden en van de vraag of deelnemers écht begrijpen hoe schommelingen werken.

Pensioencommunicatie moet daarom voorspelbaarheid bieden in een context van onzekerheid. Dat betekent: helder en consequent uitleggen wat deelnemers kunnen verwachten, ook wanneer de uitkomsten zelf onzeker zijn. En ook: het duiden van buffers en beschermingsmechanismen zonder valse zekerheid te scheppen.

Al met al biedt het stelsel kansen voor verbetering, maar zal het de spanning van de vier paradoxen niet oplossen. Psychologische, cognitieve en gedragsmatige patronen van deelnemers zijn te diep verankerd. Het stelsel verandert wél de vorm van de paradoxen en zou een uitnodiging moeten zijn voor een communicatiestrategie die:

- eenvoud boven volledigheid plaatst,
- emoties en biases centraal zet,
- deelnemers houvast biedt in plaats van extra keuzes,
- niet alleen feiten, maar vooral betekenis communiceert.

Bronnen

- ABN Amro MeesPierson (2016). We willen het zelf doen. Onderzoek ABN AMRO MeesPierson: Welk pensioenstelsel wil Nederland? <https://financialfocus.abnamro.nl/media/Pensioenrapport-ABN-AMRO-MeesPierson.pdf>
- ABP (2022). *Schommelingen in pensioen*. Intern onderzoek.
- ABP & APG (2017). *Pensioenpot*. Intern onderzoek.
- ABP & APG (2023). *Pensioenvermogen*. Intern onderzoek.
- ABP, PGGM, APG, PFZW (2024). *We vragen het de deelnemer – Pensioenvertrouwen*.
- AFM (2020). *AFM Consumentenmonitor Pensioeninformatie Voorjaar 2020*.
- AFM (2025). *Sector in beeld Pensioenen 2025*.
- APG (2025). *Pensioenbarometer*. Intern onderzoek.
- APG (2025b.) *Validatie voorlopige transitie-overzichten*. Intern onderzoek.
- APG (2024). *Pensioenbarometer*. Intern onderzoek
- APG (2022). *Pensioenbarometer – misverstanden*. Intern onderzoek.
- Badderen, A. D. (2001). Is working memory still working? *American Psychologist*, 56, 851-864.
- Bakker, M. & Dankfort, Z. (2025). *Vertrouwen in pensioen*. Rapport over kwalitatief onderzoek onder pensioendeelnemers en werkgevers die pensioen aanbieden. In opdracht van het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. <https://open.overheid.nl/documenten/a9257fab-510f-4cb8-a1e2-4ff5a952a3f7/file>
- Böhnke, M. and Brügggen, E & Post, T. (2019) *Appreciated but Complicated Pension Choices? Insights from the Swedish Premium Pension System*: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3208077> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3208077>
- Brüggen, E., van Hekken, A., Iking, E., Kraft, E., & Nell, L. (2020). *Communicatie over de nieuwe regels voor pensioen: Inzicht en aanbeveling*.
- Brüggen, E., Barrett, J., Augustus-Vonken, J., Ponds, E., & Teichmann, L. (2022). *Communication in DC Pension Plans in The Netherlands*. Netspar Occasional Paper 1-2022.
- Carmon, Z., Wertenbroch, K., & Zeelenberg, M. (2003). Option attachment: When deliberating makes choosing feel like losing. *Journal of Consumer Research*, 30(1), 15-29.
- Czech, S. (2016). Choice Overload Paradox and Public Policy Design. The Case of Swedish Pension System. *Equilibrium*, 11(3), 559-584.
- Dalen, H. P. van, & Henkens, K. (2016). *Keuzevrijheid in pensioen*. Netspar Brief; Vol. 5. Netspar. P20160324_Brief5_WEB.pdf
- Dalen, H. P. Van, & Henkens, K. (2023). *Trust in Pension Funds. Or the Importance of Being Financially Sound*. Netspar Design paper 221.
- Dalen, H. P. Van, & Henkens, K. (2024). *Wie vertrouwt de overstap naar het nieuwe pensioenstelsel?, Me Judice*, 6 mei 2024.
- Dalen, H. P. Van, & Henkens, K. (2025). *Invaren of ingroeien in het nieuwe pensioenstelsel. Voorkeuren van pensioendeelnemers in een referendum*. Netspar Industry Paper 2025-03.
- DNB, 2023. *Vertrouwen stabiel ondanks onrust op financiële markten*. DNBulletin.
- Donkers, B., Dellaert, B., Turlings, M., Van Hekken, A., Van 't Zet, M. en Wiggerts, I. (2024). *Keuzebegeleiding bij de keuze tussen een vast of een variabel pensioen*. Netspar Design Paper 248.
- Eberhardt, W., Post, T., Hoet, C., & Brügggen, E. (2022). Exploring the first steps of retirement engagement: a conceptual model and field evidence. *Journal of Service Management*, 33(6), 1-26. <https://www.emerald.com/josm/article/33/6/1/229197>
- Ersner-Hershfield, H., Wimmer, G. E. & Knutson, B. (2009). Saving for the future self: Neural measures of future self-continuity predict temporal discounting. *Social*

Hoofdstuk 8 De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel

- Cognitive and Affective Neuroscience*. p. 85-92. <https://www.netspar.nl/kennisplein/keuzebegeleiding-bij-de-keuze-tussen-een-vast-of-een-variabel-pensioen/>
- Folmer, K., Lever, M., Ponds, E., Starink, B., & Westerhout, E. (2018). *Effecten van meer keuzevrijheid bij pensioenuitkering*. Netspar Design Paper Series; Vol. 2018, No. 105. (Netspar). https://www.netspar.nl/assets/uploads/P20180910_DES105-WEB.pdf
- Fernandes, D., Lynch, J. G., Jr., & Netemeyer, R. G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, 60 (8), 1861-1883. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1849>
- Goossens, J. & De Vries, M. (2024). Een overzicht van risicopreferentiemethodieken. *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*.
- Hekken, A. M. Van, (2018). *Check This! Check This! Empowering people to plan for retirement. The role of persuasive message strategies and readability*. Dissertation. Radboud Repository.
- Heinen, H. & Zondervan, I. (2017). *Onderzoek standaardmodel*. In opdracht van Verbond van Verzekeraars. <https://www.verzekeraars.nl/media/3535/motivaction-rapportage-standaardmodel.pdf>
- Hershey, D. A., Henkens, K., & Van Dalen, H. P. (2007). Mapping the minds of retirement planners - A cross-cultural perspective. *Journal of Cross-Cultural Psychology*, 38(3), 361-382.
- Hertwig, R. (2015). The challenge of the description-experience gap to the communication of risks. In: *The SAGE handbook of risk communication*.
- Hu, B., Gaertig, C., & Dietvorst, B. J. (2025). How should time estimates be structured to increase customer satisfaction? *Management Science*, 71(9), 7497-7515.
- Iking, E., Lelieveld, G.-J., Noordewier, M. K., & Van Dijk, W. W. (2025). Understanding pension checking in an automatic enrollment setting: The case of the Netherlands. *Manuscript submitted for publication*.
- Ipsos I&O (2025). *Bekendheid en verwachtingen Wet Toekomst Pensioen*.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kaiser, T., Lusardi, A., Menkhoff, L. & Urban, C. (2022). Financial education affects financial knowledge and downstream behaviors. *Journal of Financial Economics* 145(2), 255-272.
- Kaufmann, C., Weber, M., & Haisley, E. (2013). The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite. *Management Science*, 59(2), 323-340.
- Krijnen, J., Breugelmans, S. & Zeelenberg, M. (2014). *Waarom mensen de pensioenvoorbereiding uitstellen en wat daar tegen te doen is*. NEA paper. Netspar Economische Adviezen. https://www.netspar.nl/wp-content/uploads/NEA_52-WEB.pdf
- Laibson, D. (1997). Golden eggs and hyperbolic discounting. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 443-478.
- Iyengar, S. S., & Lepper, M. R. (2000). When choice is demotivating: Can one desire too much of a good thing? *Journal of Personality and Social Psychology*, 79(6), 995-1006.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2024). *Publieksmonitor pensioenen*.
- Ministerie van Sociale en Werkgelegenheid (2025). *Publieksmonitor pensioenen*.
- Oprea, R. (2024). Decisions under risk are decisions under complexity. *American Economic Review*, 114(12), 3789-3811.
- Olsthoorn, M. (2019). *Legitimiteit en pensioenhervormingen. Vignettenstudie naar voorkeuren voor het pensioenstelsel van zelfstandigen en werknemers*. Survey paper 54.
- Ottenhof, D. (2025). Pensioeninteresse laat zich moeilijk verzilveren. Artikel in *Pensioen Pro*.
Pensioeninteresse laat zich moeilijk verzilveren | Pensioen Pro
- Pensioenfederatie (2016). *Pensioenkennis en vertrouwen gaan hand in hand*. Onderzoek in opdracht van Pensioenfederatie, uitgevoerd door Zegwaart Consultancy, Motivaction en Erasmus Universiteit.
- Pensioenfederatie (2025). *Onze Taal op Groen. Onze Taal op Groen | Pensioenfederatie over Begrijpelijke Taal*

Hoofdstuk 8 De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel

- Ponds, E. & Webers, E. (2024). Solidariteitsbuffer en Solidariteitsvoorkeuren. Netspar Design Paper 238. <https://www.netspar.nl/kennisplein/solidariteitsbuffer-en-solidariteitsvoorkeuren/>
- Schildberg-Hörisch, H. 2018. Are Risk Preferences Stable? *Journal of Economic Perspectives* 32 (2): 135-54.
- Simonse, O., Van der Werf, M. & Wilmink, G. (2017). *Effectieve manieren om verantwoord financieel gedrag te bevorderen*. In opdracht van Nibud en Wijzer in Geldzaken. Rapport Effectieve manieren om verantwoord financieel gedrag te bevorderen (2017) - Nibud
- Trope, Y. & Liberman, N. (2010). Construal-level theory of psychological distance. *Psychological Review*, 117(2), 440-463. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/a0018963>
- Van Hekken, A., Hoofs, J. & Brüggem, E. (2022). Pension participants' attitudes, beliefs, and emotional responses to the new Dutch pension system. *De Economist*, 170, 173-194. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10645-022-09396-7>
- Visser, M., Warnaar, M. & Veerman, N. (2024). *Pensioenpeiling 2024*. In opdracht van Nibud. Rapport Pensioenpeiling (2024) - Nibud
- Vonken, J. & Iking, E. (2016). Neuromarketing: Hoe ons onderbewuste over pensioen denkt. *MOA Jaarboek 2016. Ontwikkelingen in het marktonderzoek*. P.27-40.
- Vonken, J. & Limpens, W. (2018). *Ons brein wil niet kiezen, maar wel gekozen hebben*. Netspar Design Paper 95.
- Wakker, P. P. (2010). *Prospect theory: For risk and ambiguity*. Cambridge University Press.
- Werkenaanonspensioen.nl, (2025). *Pensioencommunicatie en draagvlak*. (Pensioencommunicatie en draagvlak | Communicatie tijdens de transitie | Werken aan ons Pensioen)
- Werkenaanonspensioen.nl (2025b). *Randvoorwaarden en uitgangspunten tijdens de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel voor pensioenfondsen*. <https://www.werkenaanonspensioen.nl/onderwerpen/randvoorwaarden-en-uitgangspunten-pf>
- Wijzer in Geldzaken (2024). Pensioenmonitor meting 2024. <https://www.wijzeringeldzaken.nl/platform-wijzeringeldzaken/publicaties/24058268-ipsos-pensioenmonitor-2024-wig-rapportage-def.pdf>

Hoofdstuk 9

Juridische en fiscale aspecten

Herman Kappelle
Erik Lutjens

Inhoudsopgave

Samenvatting	261
1. Kenmerken van premieovereenkomsten in de Wet toekomst pensioenen	262
2. Behoud of omzetting van bestaande rechten	270
3. Fiscale kader	277
4. Overgangsrecht	284
5. Samenvatting en kernboodschappen	287

Te citeren als:

Kappelle, H. & Lutjens, E. (2026). *Hst.9: Juridische en fiscale aspecten*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Herman Kappelle – Vrije Universiteit Amsterdam, Herman Kappelle Fiscaal Juridisch Pensioenadvies
Erik Lutjens – Vrije Universiteit Amsterdam, Expertisecentrum Pensioenrecht

Samenvatting

Prof. dr. Erik Lutjens en prof. mr. Herman Kappelle¹

Dit hoofdstuk geeft inzicht in de belangrijkste pensioenrechtelijke en fiscale aspecten, en de samenhang daartussen, van de Wet toekomst pensioenen (Wtp).² De Wtp laat vanaf uiterlijk 1 januari 2028³ alleen nog de premieovereenkomst als karakter van een pensioenovereenkomst toe. Daarbij zijn nog wel drie varianten van een premieovereenkomst mogelijk. In Nederland, waar uitkeringsovereenkomsten (*defined benefit*-regelingen; DB) traditioneel de overhand hebben, is dit een belangrijke verandering. Het betekent dat al deze DB-regelingen uiterlijk per 1 januari 2028 gewijzigd moeten zijn in een premieovereenkomst die voldoet aan de regels van de Wtp.

Met de Wtp zijn ook de regels voor een fiscaal geaccepteerde pensioenregeling aangepast. Om van de fiscale faciliteiten gebruik te maken, moeten pensioenregelingen, ook uiterlijk per 1 januari 2028, aan het nieuwe fiscale kader zijn aangepast.

De Wtp schrijft niet alleen de premieovereenkomst en een nieuw fiscaal kader voor, de wet brengt ook andere wijzigingen. De meest in het oog springende zijn i) het voorschrift van een gelijke premie en ii) de wijzigingen in het partnerpensioen met daarop gericht wijzigingen in het fiscale kader. Hiernaast bevat de Wtp overgangsrecht. Voor pensioenfondsen gelden specifieke voorschriften waarmee opgebouwde pensioenaanspraken en -rechten kunnen worden omgezet naar vermogen of kapitaal in de premieovereenkomst (het invaren). Voor pensioenregelingen met een progressieve – met de leeftijd stijgende – premie bestaat ook specifiek overgangsrecht.

Leeswijzer

De indeling van dit hoofdstuk is als volgt. In paragraaf 1 beschrijven we de belangrijkste kenmerken van de in de Wtp gereguleerde premieovereenkomsten. In paragraaf 2 behandelen we het wijzigingsproces en hoe om te gaan met opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten. Het nieuwe fiscale kader komt aan bod in paragraaf 3 en in paragraaf 4 staat het overgangsrecht centraal. In paragraaf 5 geven we een korte conclusie met enkele kernboodschappen.

¹ Auteur van de paragrafen 1 en 2 in dit hoofdstuk is Erik Lutjens; Herman Kappelle schreef de paragrafen 3 en 4.

² Wet van 23 juni 2023, Stb. 2023, 216.

³ De oorspronkelijk in artikel 220i Pensioenwet opgenomen einddatum van 1 januari 2027 is bij Wet van 4 december 2025, Stb. 2025, 422 in combinatie met het nieuwe artikel 51b Besluit uitvoering Pensioenwet verschoven naar 1 januari 2028.

1. Kenmerken van premieovereenkomsten in de Wet toekomst pensioenen

1.1 Inleiding

De Pensioenwet geeft een – limitatieve – opsomming van de toegestane soorten pensioenregelingen.⁴ De Pensioenwet spreekt over het ‘karakter’ van de pensioenregeling. Bij de totstandkoming van de Pensioenwet⁵ wenste de wetgever duidelijkheid over het karakter van de pensioenregeling, omdat het dan voor werknemers kenbaar was welke pensioenaanspraken zij konden verwachten. Dit zou zoveel mogelijk teleurstelling bij de verwachtingen voorkomen. De Pensioenwet liet drie karakters toe van de pensioenregeling⁶:

1. **De uitkeringsregeling** (*defined benefit*; DB): er is een contractueel vastgelegde aanspraak op pensioen, meestal in relatie tot diensttijd en pensioengevend loon.
2. **De kapitaalregeling**: er is een contractuele aanspraak op kapitaal van een vastgestelde hoogte, maar niet van de hoogte van het pensioen dat hiermee kan worden aangekocht.
3. **De premieregeling** (*defined contribution*; DC): er is een contractueel vastgelegde bepaalde premie bestemd voor pensioen. De hoogte van het uiteindelijke voor pensioen beschikbare kapitaal is echter vooraf niet bekend; dat is immers afhankelijk van positieve en negatieve beleggingsresultaten. Ook het met het beschikbaar komende kapitaal aan te kopen pensioen is vooraf niet bekend.

De Wtp⁷ laat alleen nog een premieregeling toe. Binnen de premieregeling kent de Wtp wel drie varianten (zie daarover par. 1.4).

1.2 De premieregeling: kenmerken

Op grond van de Wtp is alleen het karakter van een premieregeling nog toegestaan.⁸ De (politiek-maatschappelijke) argumentatie daarvoor is beschreven in hoofdstuk 1 van dit boek. De definitie van een premieregeling zoals de Pensioenwet die hanteert, is in de Wtp niet gewijzigd. De definitie luidt dat een premieregeling een pensioenovereenkomst is inzake

4 De Pensioenwet hanteert het begrip ‘pensioenovereenkomst’ voor de individuele afspraak tussen een werkgever en een werknemer. Wij gebruiken de term pensioenregeling, omdat hiermee de collectieve voorziening over pensioen is bedoeld. Wij sluiten hierbij aan bij de terminologie die in de wetsgeschiedenis is gebruikt, zie memorie van toelichting, Kamerstukken II 2021-22, nr. 3, p.13-14. Wij gaan in dit hoofdstuk in op de Pensioenwet die van toepassing is op pensioen in de rechtsbetrekking tussen een werkgever en een werknemer. Voor beroepsgenoten geldt op grond van de Wet verplichte beroepspensioenregeling een overeenkomstig Wtp-regime als voor de Pensioenwet.

5 n 2007, Stb. 2006, 705.

6 Artikel 10 Pensioenwet.

7 De Wtp wijzigt de Pensioenwet. De artikelen uit de Pensioenwet die we in deze bijdrage noemen, betreffen de tekst daarvan zoals gewijzigd door de Wtp. Wanneer wij de tekst geldend vóór de Wtp-wijziging bedoelen, geven we dit aan met de duiding ‘Pensioenwet-oud’.

8 Met inachtneming van de regels over de werking van de Wtp in tijd gezien, zoals beschreven in paragraaf 4.1 in dit hoofdstuk.

vastgestelde premie die uiterlijk op de pensioendatum wordt omgezet in een vastgestelde of variabele pensioenuitkering. De kenmerkende elementen in de definitie zijn:

- De premie, en ook alleen de premie, is vastgesteld. Welke pensioenuitkering de premie oplevert, is vooraf onzeker. De premie kan bestaan uit een deel dat ten laste komt van de werkgever en een deel dat ten laste komt van de werknemer. Hoe hoog de (totale) premie is en of er een werknemersdeel in besloten ligt, is onderdeel van de arbeidsvoorwaardelijke afspraken – tussen werkgever en werknemer onderling of op collectief niveau, in overleg met werknemersorganisaties. In geval van betrokkenheid van werknemersorganisaties zijn de pensioenafspraken veelal vastgelegd in een collectieve arbeidsovereenkomst. Het werknemersdeel van de premie mag in mindering worden gebracht op het loon van de werknemer⁹, waarbij het de werkgever is die op grond van artikel 24 Pensioenwet de volledige premie – werkgevers- en werknemersdeel – moet afdragen aan de pensioenuitvoerder.
- De premie (inclusief rendement, positief en negatief) wordt uiterlijk op de pensioendatum omgezet in een uitkering. Het kan ook eerder dan de pensioendatum, afhankelijk van de variant van de premiereregeling die geldt.
- De uitkering is een vastgestelde of een variabele uitkering. Wat mogelijk is, hangt ook weer af van de variant van de premiereregeling die geldt.

Zoals uit deze duiding van elementen al blijkt, kent de Wtp verschillende varianten van de premiereregeling. De drie varianten van de Pensioenwet bespreken we in paragraaf 1.4

1.3 Gelijke premie

1.3.1 *Gelijk percentage*

Om te beginnen noemen we hier een belangrijk gezamenlijk kenmerk voor alle premiereregelingen in de zin van de Wtp. Dat is het voorschrift dat in beginsel voor alle deelnemers in een pensioenregeling een gelijke premie moet gelden voor pensioen op opbouwbasis. Een gelijke premie betekent volgens artikel 17 lid 1 Pensioenwet dat de premie voor alle deelnemers – ongeacht hun leeftijd – een gelijk percentage moet zijn van het loon dat voor de pensioenberekening in aanmerking wordt genomen. Dit geldt voor het pensioen op opbouwbasis, zoals het ouderdomspensioen en het nabestaandenpensioen bij overlijden op of na de pensioendatum.¹⁰ Voor het pensioen op risicobasis – het nabestaandenpensioen bij overlijden voor de pensioendatum¹¹ en het arbeidsongeschiktheidspensioen – geldt bij pensioenregelingen die worden uitgevoerd door een verplichtgesteld bedrijfstakpensioen-

⁹ Artikel 7:631 Burgerlijk Wetboek.

¹⁰ Zie artikel 16 lid 1 onder b Pensioenwet voor het nabestaandenpensioen.

¹¹ Zie artikel 16 lid 1 onder a Pensioenwet.

fonds ook het voorschrift van een gelijke premie. Bij regelingen die door andere pensioen-uitvoerders worden uitgevoerd, mag voor het pensioen op risicobasis een actuariële premie gelden (artikel 17 lid 2 Pensioenwet). Ook voor vrijwillige pensioenregelingen – het deel van de pensioenregeling waarbij de werknemer een keuze heeft om al dan niet deel te nemen, bijvoorbeeld een vrijwillige regeling voor een hoger ouderdomspensioen – geldt de regel van de gelijke premie niet; óók niet voor de vrijwillige regeling die een verplichtgesteld bedrijfstakpensioenfonds uitvoert.

1.3.2 *Pensioenwaarde van de premie*

In een premieovereenkomst is de betaalde premie en het daarop gerealiseerde rendement bepalend voor de hoogte van het te verwerven kapitaal of vermogen voor aankoop van pensioen. De gelijke premie betekent dat de pensioenwaarde van de premie voor jonge(re) deelnemers hoger is dan voor oude(re) deelnemers. Dat is te verklaren doordat de actuariële benodigde premie – de kostprijs – voor jonge(re) deelnemers lager is dan voor oude(re) deelnemers voor verwerving van eenzelfde pensioenresultaat. De toegevoegde waarde aan de premie door beleggingen voor jonge(re) deelnemers is immers aanzienlijk meer dan voor oude(re) deelnemers, vanwege hun langere ‘beleggingshorizon’. In premieregelingen was het daarom zeer gangbaar om een progressieve, actuariële met de leeftijd stijgende premie overeen te komen. Het onderscheid op grond van leeftijd dat hiermee in de hoogte van de premie lag besloten, is in de rechtspraak gerechtvaardigd bevonden; dit vanwege het – actuariële – gegeven dat de premie voor oude(re) werknemers hoger moet zijn om tot een gelijk of vergelijkbaar pensioenresultaat te kunnen komen als jonge(re) werknemers met een lage(re) premie.¹² De keuze om in de Wtp een gelijke premie voor te schrijven is welbewust gemaakt om te voorkomen dat de arbeidsmarktpositie van oude(re) werknemers zou verslechteren door de zichtbaarheid van de voor hen hogere pensioenkosten.¹³ Hiermee is geaccepteerd dat de pensioenwaarde van de premie afneemt met het stijgen van de leeftijd van de deelnemer in de pensioenregeling (ook wel degressieve pensioenopbouw genoemd) en – inherent daaraan – dat de waarde van de pensioenpremie voor oude(re) werknemers (substantieel) lager is dan die voor jonge(re) werknemers. Voor jonge(re) werknemers telt juist de waarde van de pensioenpremie zwaar mee in het bereikbare pensioen. Bij (wat) latere toetreding tot de arbeidsmarkt mist een deelnemer in de pensioenregeling de beginjaren met de hoge(re) pensioenwaarde van de premie, met negatief effect op het uiteindelijke pensioenresultaat tot gevolg. Late toetreders tot de arbeidsmarkt verwerven daarom een – substantieel – lager pensioen dan mogelijk was in de DB-regelingen en in regelingen met een progressieve premie.

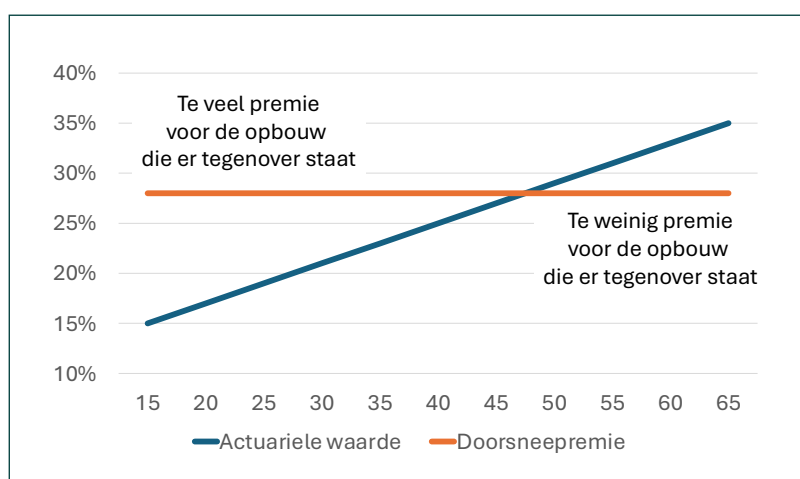
¹² HvJ EU 26 september 2013, zaak C-476/11, ECLI:EU:C:2013:590.

¹³ Kamerstukken II 2021-22, 36067, nr. 3 (Memorie van Toelichting), p.20.

1.3.1 Doorsneemethodiek

De gelijke premie in een premieovereenkomst heeft nog een ander belangrijk gevolg voor het traditionele pensioenlandschap. Dat pensioenlandschap kent het belangrijke verschijnsel van de doorsneemethodiek: voor een gelijke 'doorsneepremie' krijgen pensioendeelnemers in een DB-regeling jaarlijks onafhankelijk van hun leeftijd dezelfde pensioenopbouw (meestal uitgedrukt in een percentage van het pensioengevend loon). Deze methodiek impliceert dat de premie voor jonge(re) deelnemers hoger en voor oude(re) werknemers lager is dan de actuariële kostprijs die nodig is voor hun eigen pensioenopbouw. Anders gezegd: er is premie-overdracht van jonge(re) naar oude(re) pensioendeelnemers. Dat is een belangrijk solidariteitskenmerk van de doorsneemethodiek.¹⁴ Onderstaande figuur brengt dit in beeld.¹⁵

Figuur 1. Doorsneemethodiek



De premieovereenkomst op grond van de Wtp luidt het einde in van de doorsneemethodiek. De argumentatie daarvoor is dat deze methodiek met de inkomensoverdrachten van jong naar oud niet meer past bij de veranderde arbeidsmarkt; de actuariële neutrale pensioenverwerving volgens de regels van de Wtp zou meer passen bij werknemers die hun deelneming in de pensioenregeling met doorsneemethodiek tussentijds (voor de pensioendatum) beëindigen, zoals door de baanwisselingen en de overgang van werknemerschap naar de positie van zelfstandige.¹⁶

¹⁴ Vooral voor verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen wegens de regels van het mededingingsrecht, zie daarover HvJ EG 21 september 1999 in de zaken Albany, Brentjens en Drijvende Bokken; zie voor het Albany-arrest zaak C-67/96, ECLI:EU:C:1999:430.

¹⁵ Bron: webinar Wet toekomst pensioenen – KVGGO.

¹⁶ Zie Kamerstukken II 2021-22, 36067, nr. 3 (memorie van toelichting), p.19.

1.3.4 Overgangsrecht en compensatie

De onmiddellijke doorvoering van de gelijke premie bij een premiereregeling kan zeer nadelig uitwerken voor pensioendeelnemers. Dat is het geval wanneer deelnemers de toekomstige progressieve premie missen en wanneer deelnemers op (wat) oudere leeftijd de solidariteit van de doorsneemethodiek gaan mislopen. De Wtp voorziet daarom in overgangsrecht voor regelingen met een progressieve premie en in de mogelijkheid tot compensatie wegens afschaffing van de doorsneemethodiek. Het overgangsrecht progressieve premie bespreken we in paragraaf 4.2.

Over de mogelijkheid tot compensatie het volgende: of compensatie wordt aangeboden is een arbeidsvoorwaardelijke keuze. Er bestaat geen wettelijke verplichting om compensatie toe te kennen. Compensatie hoeft ook niet in de vorm van het toekennen van extra (premie voor) pensioen; het kan ook de vorm krijgen van een andere arbeidsvoorwaarde, bijvoorbeeld een (tijdelijke) extra beloning. Indien in de pensioenovereenkomst in compensatie wordt voorzien, gelden de regels van artikel 150f Pensioenwet. Die houden in essentie in:

- dat de compensatie per leeftijdscohort mag worden ingevuld.¹⁷
- dat ook nieuw in dienst tredende werknemers recht hebben op toekenning van de compensatie, indien zij tot het leeftijdscohort behoren dat recht heeft op compensatie.
- dat de compensatie tijdsevenredig wordt toegekend in de periode vanaf ingang van de premiereregeling op grond van de Wtp tot uiterlijk 31 december 2036.

Veel nu bekende compensatieregelingen voorzien overigens in eenmalige toekenning van compensatie op de ingangsdatum van de nieuwe premiereregeling, zodat werknemers die daarna in dienst treden niet meer voor die compensatie in aanmerking komen. Een aandachtspunt voor werknemers en werkgever is dat uitdiensttreding (vlak) voor het tijdstip van toekenning van compensatie eveneens betekent dat de werknemer niet meer voor die compensatie in aanmerking komt. Dat is niet alleen van belang bij individuele uitdiensttreding, maar ook bij collectieve beëindiging van arbeidsovereenkomsten, zoals bij een reorganisatie of overgang van onderneming. Het is aannemelijk dat de werkgever hier een waarschuwingsplicht richting werknemers heeft voor het – mogelijk – verlies van compensatie.¹⁸ Bij baanwisseling voor het tijdstip van toekenning van compensatie (de datum van overstap op de gewijzigde Wtp-pensioenregeling) kan het mogelijk zijn dat de werknemer op grond van de pensioenregeling van de nieuwe werkgever recht heeft op compensatie, indien die pensioenregeling pas later – na de baanwisseling – aan de Wtp wordt aangepast en in compensatie voorziet. Bij een omgekeerde baanwisseling – vanuit een pensioenregeling die

¹⁷ De praktijk laat zien dat werknemers onder de leeftijd van rond de 42 jaar geen compensatie krijgen; de gunstige effecten van de premiereregeling zou zodanig kunnen zijn dat deze leeftijdsgroep geen nadeel ondervindt van afschaffing van de doorsneemethodiek.

¹⁸ Daar wijst ook de AFM op: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/pensioenuitvoerders/aanpak-transitie/compensatie>.

al aan de Wtp is aangepast met toekenning van compensatie naar een pensioenregeling die pas na die baanwisseling wordt aangepast aan de Wtp – is het mogelijk dat de werknemer tweemaal compensatie krijgt: zowel in de vorige pensioenregeling als in die van de nieuwe werkgever. Hoewel de pensioenaspecten niet de enige reden zullen zijn voor baanwisseling, is de mogelijke compensatie wel een punt dat bij de afweging betrokken kan worden.

1.4 Drie varianten van de premieregeling

De Wtp kent drie varianten van de premieregeling:¹⁹

1. de solidaire premieregeling (SPR)
2. de flexibele premieregeling (FPR)
3. de premie-uitkeringsregeling (PUR)

De **solidaire premieregeling** definieert de Pensioenwet als: *de premieregeling waarbij de premie collectief wordt belegd, de resultaten in ieder geval naar leeftijdscohorten worden toebedeeld en waarbij het voor pensioenuitkering bestemd vermogen gedurende de uitkeringsfase wordt aangewend voor financiering van een variabele uitkering.*

Financiële mee- of tegenvallers worden volgens vaste toedelingsregels verwerkt in het voor pensioenuitkering bestemde vermogen en de – hierna nog te noemen – solidariteitsreserve. In het oog springende kenmerken zijn de collectieve belegging en de – verplichte – variabele uitkering.²⁰ In de verdere eisen die de Pensioenwet aan de solidaire premieregeling stelt, is opgenomen dat de solidariteitsreserve altijd onderdeel van de regeling moet zijn.²¹ De betekenis en werking van de solidariteitsreserve is nader besproken in hoofdstuk 7 van dit boek. Bij de solidaire premieregeling is het niet toegestaan om de waarde van de pensioenaanspraken op pensioendatum over te dragen aan een andere pensioenuitvoerder (het zogenaamde shoppen).

De **flexibele premieregeling** definieert de Pensioenwet als: *de premieregeling waarbij de premie individueel wordt belegd en waarbij het kapitaal voortvloeiend uit de premie vanaf de pensioendatum wordt aangewend voor financiering van een variabele uitkering of voor de aankoop van een vastgestelde uitkering.*

Financiële mee- of tegenvallers door beleggingen worden door individuele of collectieve toedeling verwerkt. In het oog springende kenmerken zijn de individuele belegging en de mogelijkheid van een vastgestelde uitkering. Overdracht van de waarde van de pensioenaanspraken op pensioendatum naar een andere pensioenuitvoerder is bij de flexibele premieregeling wel toegestaan. Bij de flexibele premieregeling is een risicodelingsreserve

¹⁹ Artikel 10 Pensioenwet.

²⁰ Zie ook artikel 10a, lid 2 Pensioenwet.

²¹ Artikel 10a lid 3 Pensioenwet.

mogelijk. Indien de flexibele premiereregeling onder de verplichtstelling van deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds valt, dan is een risicodelingsreserve verplicht.²² De risicodelingsreserve is een collectieve vermogensreserve waarmee financiële mee- of tegenvallers kunnen worden gedeeld tussen deelnemers.

De *premie-uitkeringsovereenkomst* definieert de Pensioenwet als: de premiereregeling uitgevoerd door een verzekeraar of door een premiepensioeninstelling waarbij de premie individueel wordt belegd, waarbij de premie of het kapitaal voortvloeiend uit de premie in de laatste 15 jaar voor de pensioengerechtigde leeftijd, bedoeld in de AOW²³, kan worden aangewend voor aankoop van een vastgestelde uitkering vanaf de pensioendatum en waarbij het resterend kapitaal vanaf de pensioendatum wordt aangewend voor financiering van een variabele uitkering of voor de aankoop van een vastgestelde uitkering. De premie wordt dus tot pensioendatum belegd, maar: vanaf 15 jaar voor de AOW-pensioenleeftijd heeft de deelnemer de keuze om het pensioenkapitaal geheel of ten dele aan te wenden voor een aanspraak op een vastgestelde uitkering vanaf de pensioendatum. Bij de door een premiepensioeninstelling uitgevoerde premie-uitkeringsovereenkomst is die aanwending voor een vastgestelde uitkering bij een verzekeraar.²⁴

Samenvattend kunnen we concluderen dat de solidaire premieovereenkomst meer dan de flexibele premieovereenkomst op collectiviteit en onderlinge solidariteit is gericht. Dat uit zich in de collectieve beleggingen, de verplichte solidariteitsreserve, het ontbreken van de keuze voor een variabele of vastgestelde uitkering en de afwezigheid van de bevoegdheid tot shoppen met de waarde van de pensioenaanspraken op pensioendatum.

In onderstaand schema zijn de kenmerken van en de verschillen tussen de solidaire en flexibele premiereregeling op hoofdpunten weergegeven:²⁵

Solidaire premieovereenkomst	Flexibele premieovereenkomst
Belegging collectief; geen keuze beleggingsproducten	Belegging individueel (met life cycle); individuele keuzemogelijkheid beleggingsproducten
Rendement op beleggingen toebedeeld volgens vaste regels per leeftijdscohort	Rendement verwerkt in individueel pensioenkapitaal
Verplichte risicodeling via solidariteitsreserve	Optionele risicodelingsreserve (bij regeling die valt onder verplichtgesteld bedrijfstakpensioenfonds is deze verplicht)
De uitkering altijd variabel	Keuze voor variabele of vastgestelde uitkering
Geen shoprecht op pensioendatum	Wel shoprecht op pensioendatum

²² Artikel 10b lid 2 en 8 Pensioenwet.

²³ Algemene Ouderdomswet.

²⁴ Artikel 10c lid 2 en 3 Pensioenwet.

²⁵ Ontleend aan 'De verschillen tussen de solidaire en flexibele premiereregeling' op werkenaanonspensioen.nl.

De keuze voor de variant van de premieregeling is een arbeidsvoorwaardelijke die gemaakt wordt tussen (organisaties van) werkgevers en werknemers. Het is niet objectief te duiden of de ene of andere variant beter past. Er moet beoordeeld worden wat het beste bij de profielen en wensen van de werknemers past: meer individualiteit en meer keuzevrijheid of juist meer collectiviteit en solidariteit. Een objectief gegeven is hierbij wel dat de solidaire premieregeling, vanwege de solidariteitsaspecten, het beste past bij verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen. De praktijk laat ook zien dat bij die bedrijfstakpensioenfondsen voornamelijk voor de solidaire premieovereenkomst wordt gekozen.

2. Behoud of omzetting van bestaande rechten

2.1 Inleiding

Het in de Wtp voorschrijven van de premiereregeling als enig toegestane pensioenregeling is een ingrijpende wijziging in het Nederlandse pensioenlandschap. Hoewel premiereregelingen bestonden voor invoering van de Wtp betrof dit een minderheid van alle pensioenregelingen.²⁶ Daarbij waren de meeste van deze premiereregelingen ondergebracht bij verzekeraars en premiepensioeninstellingen. De door pensioenfondsen uitgevoerde pensioenregelingen waren meestal uitkeringsregelingen (*defined benefit*); premiereregelingen waren er bij pensioenfondsen vooral bij vrijwillige pensioenregelingen. Dat de Wtp verplicht tot overstap op uitvoering van een premiereregeling dwingt tot wijziging van de pensioenregelingen en geeft aanleiding voor de vraag: wat moet er gebeuren met tot het tijdstip van de wijziging opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten in de uitkeringsovereenkomst? Een voor de hand liggende gedachte zou kunnen zijn, dat de opgebouwde aanspraken en rechten verkregen rechten zijn en als zodanig behouden en bij de pensioenuitvoerder geadmineistreerd blijven. Vanaf pensioendatum worden deze dan als zodanig uitgekeerd. Een wijziging van de pensioenregeling heeft dan alleen werking voor de toekomstige pensioenverwerking. Dit is echter niet het uitgangspunt dat ten grondslag ligt aan de Wtp voor pensioenfondsen. De Wtp kent voor pensioenregelingen die door pensioenfondsen worden uitgevoerd als standaardregel de verplichte omzetting van opgebouwd pensioen naar de nieuwe premiereregeling.

2.2 Het arbeidsvoorwaardelijke wijzigingsproces

De wijziging van de pensioenregeling en de vraag hoe met opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten wordt omgegaan, ligt primair in de handen van de werkgever of de werkgevers- en werknemersorganisaties.²⁷ Voor die wijziging geldt het gewone arbeidsvoorwaardelijke wijzigingsproces, met inbegrip van mogelijk instemmingsrecht van de ondernemingsraad. De Wtp kent voor dit arbeidsvoorwaardelijke wijzigingsproces geen afwijkende voorschriften.²⁸ De werkgever dient de overeengekomen wijzigingen op te nemen in een transitieplan (artikel 150d Pensioenwet). Een proceselement is dat verenigingen van gewezen deelnemers en van pensioengerechtigden bij door pensioenfondsen

26 Zie Data zoeken – DNB. Bij pensioenfondsen zijn in 2025 242 regelingen met 6.639 deelnemers een uitkeringsovereenkomst en 136 regelingen met 733 deelnemers een premiereregeling. Bij verzekeraars vormen premiereregelingen de meerderheid: in 2019 (laatste jaar van publicatie door DNB) was 62,5 procent van alle regelingen een premiereregeling; in 1995 was dat nog maar 6,7 procent.

27 De Pensioenwet verstaat onder de werkgever ook de partijen die de wijziging van de pensioenregeling overeenkomen (artikel 150b Pensioenwet). Dat zijn veelal de sociale partners. Wij spreken hierna over de werkgever, waarmee we dan ook die partijen bedoelen.

28 Zie voor een uitgebreide beschrijving en analyse van dat proces Asser/Lutjens, Pensioen, 2023, hoofdstuk 8.

uitgevoerde pensioenregelingen een hoorrecht hebben (artikel 150g Pensioenwet). Dit hoorrecht heeft niet veel juridische betekenis omdat de werkgever hier inhoudelijk geen gevolg aan hoeft te geven. In het transitieplan legt de werkgever vast hoe wordt omgegaan met opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten. Het is dan aan de pensioenuitvoerder om dat verder te implementeren.

2.3 Uitgangspunt Pensioenwet: geen wijziging opgebouwd pensioen

De Pensioenwet kent als hoofdregel dat opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten niet gewijzigd kunnen worden. Dat is deels vastgelegd in het afkoopverbod: het verbod om pensioenaanspraken en pensioenrechten hun bestemming te ontnemen.²⁹ Dit is vooral vastgelegd in het wijzigingsverbod: de regel dat bij een wijziging van de pensioenregeling de opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten niet gewijzigd kunnen worden.³⁰ Dit wijzigingsverbod kent een beperkt aantal uitzonderingen. Wijziging van opgebouwde aanspraken en rechten is mogelijk i) bij een verzoek van de werknemer tot individuele waardeoverdracht naar een gewijzigde pensioenovereenkomst bij dezelfde werkgever³¹, ii) in het geval van een vermindering van pensioenaanspraken en -rechten wegens de financiële situatie bij een pensioenfonds³² en iii) bij een verzoek van de werkgever tot collectieve waardeoverdracht in verband met een collectieve wijziging van de pensioenregeling.³³

De situatie van collectieve wijziging van de pensioenregeling doet zich voor om de pensioenregeling in overeenstemming te brengen met de Wtp. Volgens de regels van collectieve waardeoverdracht in artikel 83 Pensioenwet moet er eerst een verzoek tot waardeoverdracht zijn van de werkgever (waartoe ook andere partijen gerekend worden die de pensioenregeling zijn overeengekomen, veelal de sociale partners). Vervolgens geldt de voorwaarde dat De Nederlandsche Bank (DNB) geen verbod tot de waardeoverdracht oplegt. DNB kan bijvoorbeeld een verbod opleggen wanneer ze oordeelt dat het vermogen bij de waardeoverdracht niet evenwichtig wordt verdeeld.³⁴ Hiernaast is een belangrijke voorwaarde dat de pensioenbelanghebbenden – te weten deelnemers, gewezen deelnemers, gewezen partners of pensioengerechtigden – geen bezwaren tegen de waardeoverdracht kenbaar hebben gemaakt.³⁵

29 Artikel 65 Pensioenwet, met beperkte uitzonderingen in de artikelen 66-69 Pensioenwet.

30 Artikel 20 Pensioenwet.

31 Artikel 76 en 78 Pensioenwet.

32 Artikel 134 Pensioenwet.

33 Artikel 83 Pensioenwet.

34 Zie het door DNB opgelegde verbod tot waardeoverdracht aan Pensioenfonds Tresa omdat naar het oordeel van DNB het vermogen te eenzijdig voor gepensioneerden werd aangewend, <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/handhavingsmaatregel-2025/verbod-op-waardeoverdracht-voor-pensioenfonds-tresa-wegens-onevenwichtige-belangenafweging/>.

35 Zie artikel 83 lid 2 Pensioenwet.

Het gaat hier niet om een collectief bezwaar van deelgroepen van belanghebbenden, maar om een individueel bezwaarrecht.³⁶ Voor degene die bezwaar maakt kan de waardeoverdracht niet plaatsvinden.³⁷ De Wtp geeft een geheel andere invulling aan de collectieve waardeoverdracht in verband met de wijziging van de pensioenregeling naar een Wtp-premieregeling. Althans, die andere invulling is geschreven voor pensioenfondsen (zie par. 2.4 hieronder) en niet voor pensioenregelingen die door verzekeraars, premiepensioeninstellingen of pensioeninstellingen uit een andere lidstaat worden uitgevoerd.³⁸

2.4 Collectieve waardeoverdracht bij verzekeraars

Collectieve waardeoverdracht bij een pensioenregeling die door een verzekeraar wordt uitgevoerd is mogelijk met toepassing van de zojuist beschreven regels van artikel 83 Pensioenwet.³⁹ Die waardeoverdracht kan vanuit een door een verzekeraar uitgevoerde middelloonregeling naar de gewijzigde premieregeling voordelige aspecten hebben voor pensioendeelnemers. Weliswaar wordt de verzekeringsrechtelijke zekerheid van uitkering van het middelloonpensioen dan omgezet in de – relatieve – onzekerheid over de pensioenhoogte bij een premieovereenkomst, maar hier staat tegenover dat het middelloonpensioen meestal slechts nominaal zeker is zonder indexatieperspectief. Dit terwijl binnen de premieregeling een mogelijkheid van waarde- of welvaartsvastheid ligt besloten, vanwege de aard van die regeling. Werkgevers kunnen daarom overwegen om verzekeraars te verzoeken om collectieve waardeoverdracht van het middelloonpensioen naar de premieregeling.

2.5 Invaren bij pensioenfondsen

Voor alleen pensioenfondsen bevat de Wtp een specifiek regime voor collectieve waardeoverdracht. Dat regime voorziet erin dat in beginsel de opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten worden ingebracht in de nieuwe premieregeling. Dit wordt het ‘invaren’ van aanspraken en rechten genoemd. Het meest opvallende van dit specifieke regime is dat het individueel bezwaarrecht van artikel 83 Pensioenwet, net als het wijzigingsverbod van artikel 20 Pensioenwet, buiten toepassing is verklaard (artikel 150l lid 5 Pensioenwet).

Het specifieke regime is ingegeven door de afspraak in het Pensioenakkoord tussen regering en sociale partners⁴⁰, dat ten grondslag ligt aan de Wtp, dat bij pensioenfondsen opgebouwde pensioenen en nieuwe opbouw volgens de premieregeling bij elkaar zouden moeten

³⁶ Zie Asser/Lutjens, 7-XI, Pensioen, 2023/995.

³⁷ Zie Rechtbank Amsterdam 23 januari 2020, PJ 2020/51 in verband met het bij Pensioenfonds AFM gemaakte bezwaar tegen de waardeoverdracht door – slechts – twee belanghebbenden.

³⁸ Het transitiehoofdstuk van de Pensioenwet hoort niet tot het Nederlandse sociale en arbeidsrecht, zie artikel 2 lid 9 Pensioenwet, en is daarom niet van toepassing op pensioeninstellingen uit een andere lidstaat.

³⁹ Ditzelfde geldt voor buitenlandse pensioeninstellingen. Voor een premiepensioeninstelling is dit niet relevant omdat deze uitvoerders alleen premieregelingen mogen uitvoeren.

⁴⁰ Zie Kamerstukken II 2019-20, 32043, nr. 520 (Hoofddlijnennotitie uitwerking pensioenakkoord).

blijven in de nieuwe premiereregeling. Het is verder onderbouwd dat het bij elkaar houden van oude en nieuwe opbouw toegevoegde waarde heeft voor de pensioenbelanghebbenden, terwijl ook een individu niet in staat zou zijn een afweging te maken over het wel of niet invaren.⁴¹ De toegevoegde waarde is beredeneerd met de opsomming van de volgende – als negatief aangemerkte – consequenties wanneer de oude opbouw en de nieuwe opbouw in afzonderlijke pensioenregelingen zouden blijven:⁴²

- In de nieuwe premiereregeling mag gerealiseerd rendement eerder beschikbaar worden gesteld voor het verhogen van de ingegane pensioenuitkeringen en de voor het pensioen gereserveerde vermogens (het verlenen van toeslagen of indexering). Op de oude opbouw volgens een uitkeringsregeling is het 'oude' financieel toetsingskader van toepassing en daarvoor geldt dat verhoging (toeslag, indexatie) pas mogelijk is wanneer de beleidsdekkingsgraad tenminste 110 procent is.
- Er treden geen nieuwe deelnemers toe in de oude pensioenregeling en er komt daarom geen nieuwe pensioenpremie binnen. De oude regeling is een gesloten regeling geworden en het bestand van pensioendeelnemers in die regeling wordt gemiddeld steeds ouder. Dat heeft ook de consequentie dat voorzichter belegd moet worden met naar verwachting een lager rendement.
- Twee verschillende regelingen naast elkaar maakt de uitvoering complexer en duurder en de uitlegbaarheid lastiger en daarom minder inzichtelijk voor de pensioendeelnemer.

Het zijn overwegingen die aannemelijk maken dat de nieuwe premiereregeling eerder kans kan geven op een pensioen dat zijn koopkracht behoudt. Daar staat tegenover dat onder de premiereregeling ook de kans op verlaging van de pensioenen zich eerder kan voordoen – hoewel er mechanismen in de Wtp zijn opgenomen om dat zoveel mogelijk tegen te gaan. Hiernaast leeft bij een deel van de pensioendeelnemers het gevoel dat de vastgestelde uitkering in de uitkeringsregeling meer zekerheid biedt en dat dit een verkregen recht is, dat niet afgenomen zou mogen worden indien zij bezwaar hebben. De zekerheid neemt echter in de gesloten pensioenregeling – het is een soort sterfhuis geworden – in de loop van de tijd af, omdat er geen nieuwe premie-inkomsten zijn en vanwege het genoemde punt van voorzichtiger beleggen en naar verwachting minder rendement. Het gevoel over verkregen rechten raakt ook het eigendomsrecht, waar we in paragraaf 2.6 nader op ingaan.

De Wtp-wetgever heeft geoordeeld dat de toegevoegde waarde van het bij elkaar voegen van oude en nieuwe opbouw het zwaarst weegt. De Wtp schrijft daarom als standaard invaarpad voor dat waarde van de opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten door een collectieve waardeoverdracht wordt aangewend binnen de nieuwe premiereregeling.

41 Kamerstukken II 2021-22, 36067, nr. 3, p. 96 (memorie van toelichting).

42 Kamerstukken II 2021-22, 36067, nr. 3, p. 96-97.

Hiervan mag alleen worden afgezien wanneer dat onevenredig ongunstig zou zijn voor de pensioendeelnemers.⁴³ Zoals we hierboven al hebben geconstateerd, is het meest opvallende punt van het specifieke regime in de Wtp voor de collectieve waardeoverdracht dat het recht om individueel bezwaar te maken buiten toepassing is verklaard.⁴⁴ Ook buiten toepassing verklaard is het recht van anderen dan het pensioenfonds zelf om bezwaar te maken tegen een DNB-besluit om geen verbod tot collectieve waardeoverdracht op te leggen voor alleen het invaren.⁴⁵ Hierdoor hebben individuele pensioenbelanghebbenden geen directe invloed op een invaarbesluit. Wel kunnen individuen bij de civiele rechter opkomen tegen het invaren op de grond dat hun rechten onrechtmatig worden aangetast, waarbij zij onder meer schending van eigendomsrecht als onderbouwing kunnen geven. In paragraaf 2.6 bespreken we of schending van het eigendomsrecht door invaren een juridisch verdedigbaar standpunt is.

Als alternatief voor het individueel bezwaarrecht bevat de Wtp enkele andere voorschriften om rekening te houden met de belangen van pensioendeelnemers. De belangrijkste zijn:

- In het arbeidsvoorwaardelijke traject van wijziging van de pensioenregeling dient de werkgever of dienen de sociale partners hun besluitvorming te onderbouwen in het op te stellen transitieplan.⁴⁶ Het besluit om een invaarverzoek te doen moet evenwichtig zijn, met inachtneming van alle relevante belangen. Het standaard invaarpad geldt niet wanneer dat onevenredig ongunstig is voor pensioendeelnemers.⁴⁷ Bovendien moeten verenigingen die een substantieel aantal gewezen deelnemers dan wel pensioenge-rechtigden vertegenwoordigen in de gelegenheid zijn gesteld om een oordeel uit te spreken over het transitieplan (het hoorrecht). De werkgever of sociale partners moeten aangeven wat zij met het oordeel hebben gedaan.⁴⁸
- Voor de besluitvorming over het verzoek tot invaren door het pensioenfonds zijn aanvullende regels gesteld. Ten eerste moet het pensioenfonds beoordelen of het invaren evenwichtig is; wanneer het tot onevenwichtig nadeel voor pensioendeelnemers zou leiden, is dat een grond om het verzoek tot invaren af te wijzen.⁴⁹ Ten tweede heeft de raad van toezicht of het belanghebbendenorgaan in het pensioenfonds een instemmingsrecht met een beoogd invaarbesluit van het pensioenfonds⁵⁰ en heeft het verantwoor-

43 Artikel 150l lid 1 Pensioenwet.

44 Artikel 150l lid 5 Pensioenwet. Ook artikel 20 Pensioenwet, het wijzigingsverbod, is buiten toepassing verklaard.

45 Artikel XIIA Algemene wet bestuursrecht, ingevoegd met de Wtp.

46 Artikel 150d Pensioenwet.

47 Artikel 150l lid 1 en 2 Pensioenwet.

48 Artikel 150g Pensioenwet.

49 Artikel 150l lid 4 Pensioenwet.

50 Artikel 150m lid 6 en 7 Pensioenwet.

dingsorgaan een adviesrecht. Indien het verantwoordingsorgaan of zelfs een geleding binnen het verantwoordingsorgaan negatief adviseert, moet het pensioenfonds dit aan de werkgever of sociale partners melden. Vervolgens moeten die (de onderbouwing van) het invaarverzoek opnieuw beoordelen.⁵¹

- Er zijn omrekenmethoden vastgelegd voor het omzetten van het collectieve fondsvermogen in persoonlijke pensioenvermogens die willen borgen dat pensioendeelnemers niet benadeeld worden.⁵²

Deze regels zijn erop gericht dat het invaren evenwichtig gebeurt, dat met alle belangen rekening wordt gehouden en dat het invaren geen onevenwichtig nadeel veroorzaakt. Juridisch zijn deze voorschriften niet op gelijkwaardig aan een individueel bezwaarrecht. Het genoemde hoorrecht van verenigingen is letterlijk niet meer dan aanhoren. Werkgever en sociale partners kunnen het oordeel dat verenigingen geven naast zich neerleggen. Voor het adviesrecht van (een geleding van) het verantwoordingsorgaan geldt hetzelfde. Ook het pensioenfonds hoeft het advies niet op te volgen. Weliswaar kan het verantwoordingsorgaan (als geheel, niet een geleding) beroep instellen bij de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam indien het pensioenfonds een advies niet volgt, maar dat kan uitsluitend op de grond dat het pensioenfonds in redelijkheid niet tot zijn besluit kon komen, een vorm van marginale toetsing. De regels als alternatief voor het bezwaarrecht zijn dus wel een waarborg voor evenwichtige en redelijke besluitvorming, maar het individu heeft geen stem in het proces.

2.6 De eigendomsbescherming

Een individu, een groep van individuen of een belangenbehartigingsinstelling kan wel aan de civiele rechter ter toetsing voorleggen of het invaren onrechtmatig is. In de literatuur is gesteld dat het invaren zonder bezwaarrecht onverenigbaar is met het eigendomsrecht.⁵³ Uit de rechtspraak over het eigendomsrecht volgt evenwel dat het niet aannemelijk is dat het invaren een verboden inbreuk maakt op het eigendomsrecht, zolang de regels over onder meer de evenwichtigheid in acht worden genomen.

Opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten vallen onder de eigendomsbescherming van het Europees Verdrag tot bescherming van de Rechten van de Mens (EVRM) en het Handvest van de Grondrechten van de Europese Unie (Handvest).⁵⁴ Dat staat wel

⁵¹ Artikel 150m lid 4 en 5 Pensioenwet.

⁵² Artikel 150n Pensioenwet en artikel 21 en bijlage 2a Regeling Pensioenwet.

⁵³ Met name H. van Meerten, die meent dat de wijziging van uitkeringsovereenkomst naar premieovereenkomst de wezenlijke inhoud van het eigendomsrecht aantast, zie o.a. R. de Greef, van Meerten, H. en van Zanden, J. 'Transitie onder het nieuwe pensioencontract: overschrijding van de Europeesrechtelijke grens', TPV 2020/48, H. van Meerten en Sluijs, J.J.M. 'Nederlandse pensioenhervorming niet zonder Unierechtelijke risico's', SEW 2021/5, H. van Meerten en Vlastuin, S. 'De ondraaglijke lichtheid van de hervorming van het pensioenstelsel', SEW 2022/6.

⁵⁴ Artikel 1 Eerste Protocol bij het EVRM en artikel 17 van het Handvest.

vast. De eigendomsbescherming is evenwel niet absoluut; regulering van de eigendom, zoals bij de regels over invaren, is niet verboden. Het Hof van Justitie van de EU heeft in diverse uitspraken duidelijk gemaakt dat het eigendomsrecht ‘geen absolute gelding’ heeft en het ‘niet aldus kan worden uitgelegd dat het een recht op een pensioen van een bepaald bedrag doet ontstaan’. Maar ook oordeelt het hof: ‘Niettemin moet elke beperking van het recht op eigendom [...] bij wet worden gesteld, de wezenlijke inhoud van dat recht eerbiedigen alsook met inachtneming van het evenredigheidsbeginsel noodzakelijk zijn en daadwerkelijk beantwoorden aan doelstellingen van algemeen belang die worden erkend door de Unie.’⁵⁵ De doelstellingen van de Wtp met als element daarvan het bij elkaar houden van oude en nieuwe pensioenopbouw bij invaren, geven, naar vrij algemeen wordt aangenomen, voldoende belangen om de regulering van de eigendom op opgebouwd pensioen in de vorm van invaren te rechtvaardigen.⁵⁶ Een argument in de literatuur waarom sprake zou zijn van schending van het eigendomsrecht is dat een premiereregeling fundamenteel anders is dan een uitkeringsregeling, zodat de omzetting van aanspraken en rechten uit een uitkeringsregeling naar een premiereregeling de wezenlijke inhoud van het eigendomsrecht aan.⁵⁷ Die opvatting lijkt echter geen stand te kunnen houden. Want zoals uit het eigendomsrecht niet het recht op een pensioen van een bepaalde hoogte volgt, geeft het eigendomsrecht ook niet het recht op een pensioen berekend volgens een bepaald karakter. Evenmin valt op het eigendomsrecht een vordering op toedeling van (een deel van) het vermogen van een pensioenfonds te baseren. Er bestaat immers geen recht op dat (deel van het) vermogen.⁵⁸ Om die reden kan bij de vermogenstoedeling⁵⁹ ook geen recht op toekenning van (inhaal) indexatie worden gemaakt, omdat – althans bij de gebruikelijke voorwaardelijke indexatieregelingen – ten principale de toekomstige toekenning van indexatie geen bestaand vermogensrecht is, maar hooguit een verwachting.⁶⁰ Naar aan te nemen is het evenwichtig invaren dan ook niet strijdig met het eigendomsrecht.

55 Onder meer in de uitspraken van 17 juni 2017, ECLI:EU:C:2017448 (Florescu), 24 september 2020, PJ 2020/159 (YS) en 19 september 2024, PJ 2024/158 (Gavazzi e.a.).

56 Zie onder meer E. Lutjens, ‘Invaren pensioen: de betekenis van eigendomsrecht – invaren is niet juridisch onhoudbaar’, *TPV* 2020/20, N. Peters, *Juridische analyse inzake Motie Joseph over risico’s van invaren, Kamerstukken II* 2024/25, 32 043, nr. 668 (Bijlage) en J. Tangelder (2025). *Eigendomsbescherming bij wijziging van de pensioenregeling* (diss. Nijmegen), Deventer, Wolters Kluwer.

57 Zie Van Meerten genoemd in voetnoot 50.

58 Zie Hoge Raad 24 september 1976 (*Pensioenfonds Koninklijke Zwanenbrug-Organon*) en HR 25 november 1995, NJ 1995/323 (*Heesakker c.s./Unilever Pensioenfonds*).

59 De Stichting PensioenVoldoen.NL kondigt rechtszaken aan om recht te doen gelden op inhaalindexatie.

60 Zie Hof Den Haag 28 november 2023, ECLI:NL:GHDHA:2023:2301, PJ 2024/18.

3. Fiscale kaders ⁶¹

3.1 Inleiding

De Wtp bevat ook een belangrijke fiscale component. Sociale partners bepalen de inhoud van de pensioenregeling binnen het wettelijke kader dat de overheid heeft vastgesteld, waaronder het fiscale pensioenkader.⁶²

De fiscale faciliteiten voor de opbouw van pensioenen gelden met de Wtp nog slechts voor de daarin opgenomen solidaire premieregeling, flexibele premieregeling en de premie-uitkeringsovereenkomst. In de overgangsperiode van 1 juli 2023 tot 1 januari 2028 blijft in het algemeen de nu geldende wet- en regelgeving van toepassing op bestaande pensioenregelingen.⁶³ Na deze overgangsperiode blijft het oude fiscale regime van toepassing op aanspraken die tot 1 januari 2028 zijn opgebouwd.⁶⁴ Voor aanspraken die worden ingevaren gaat het nieuwe regime onverkort gelden. Voor op 1 juli 2023 bestaande premieovereenkomsten en rechtstreeks verzekerde uitkeringsovereenkomsten met een actueel stijgende premie geldt een specifieke overgangsregeling. Deelnemers in dergelijke regelingen kunnen ook na 1 januari 2028 onder voorwaarden nog gebruikmaken van een progressieve premiestaffel.⁶⁵

3.2 Uitgangspunten

Belangrijk uitgangspunt van de Wtp is dat het mogelijk blijft om in 42 jaar een pensioen op te bouwen dat, inclusief de AOW, ongeveer 80 procent van het gemiddelde loon bedraagt. De overheid waarborgt dit door het niveau van de fiscale facilitering op peil te houden.

Met de Wtp ontstaat een uniform kader voor alle pensioenovereenkomsten. Er is geen verschil in fiscale behandeling tussen de solidaire premieovereenkomst, de flexibele premieovereenkomst en de premie-uitkeringsovereenkomst. De fiscale ruimte is voor alle drie de vormen gelijk en blijft in beginsel tot 2037 stabiel. Tot 2037 is sprake van een tijdelijke verruiming van het fiscale kader voor het financieren van compensatie.

3.3 Fiscale premiegrens en aanpassingsmechanisme

De meest fundamentele wijziging in het fiscale kader is dat het niet langer de opbouw van pensioenaanspraken begrenst, maar alleen de inleg van pensioenpremies. Er is een uniforme, leeftijdsonafhankelijke premiegrens die voor iedereen geldt. De hoogte van de

61 Deze paragraaf is een bewerking van het artikel 'Pensioenakkoord fiscaal: het kabinet draagt wel bij, maar betaalt niet', dat eerder verscheen in Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken 2019/37.

62 Zoals opgenomen in hoofdstuk IIB Wet LB 1964.

63 Artikel 38q Wet LB 1964.

64 Artikel 38b Wet LB 1964.

65 Artikel 38r Wet LB 1964.

premie is zodanig dat daarmee een adequate pensioenopbouw mogelijk is. Randvoorwaarde hierbij is budgettaire neutraliteit.

3.3.1 Fiscale premiegrens

Op grond van de Wtp is de maximale premie voor ouderdomspensioen en het partnerpensioen bij overlijden op of na de pensioendatum in de Wet op de loonbelasting 1964 vastgesteld op 30 procent van de pensioengrondslag (= het pensioengevende loon verminderd met de franchise).⁶⁶ Premies voor het partnerpensioen bij overlijden vóór de pensioendatum, wezenpensioen, nabestaandenoverbruggingspensioen, arbeidsongeschiktheidspensioen en premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid komen hier nog bovenop.

3.3.2 Aanpassingsmechanisme

Een zogenoemd 'aanpassingsmechanisme' zorgt voor een periodieke aanpassing van de premie aan gewijzigde omstandigheden op de financiële markten.

De wettelijke basis van het aanpassingsmechanisme vinden we in artikel 18a lid 6 en 7 Wet op de loonbelasting 1964 (Wet LB 1964). De tabel daarin geeft aan welk percentage aan premie bij welk verwacht rendement hoort.

Alleen bij schokken door aanpassingen in de scenarioset van DNB waardoor de premiegrens meer dan 5 procentpunt stijgt of daalt, vindt een tussentijdse aanpassing plaats. Voor de duidelijkheid, zekerheid en stabiliteit zal de premiegrens in principe pas direct na afloop van de compensatieperiode op 1 januari 2037 voor het eerst worden aangepast, tenzij deze al eerder meer dan 5 procentpunt afwijkt van de geldende premiegrens; dan vindt aanpassing plaats op dat moment. Een wijziging van de premiegrens wordt ten minste drie kalenderjaren voor toepassing van die wijziging bekendgemaakt. Dit geeft de sociale partners de gelegenheid om dit mee te nemen in de cao-onderhandelingen.

3.4 Extra fiscale ruimte voor compensatie

De oversstap van doorsneepremie met doorsneeopbouw naar een doorsneepremie met degressieve opbouw levert overgangsproblemen op. Een deelnemer die in het nieuwe stelsel start en 42 jaar de leeftijdsonafhankelijke premie krijgt, kan hiermee eenzelfde pensioenresultaat bereiken als in het oude systeem. Bestaande deelnemers bouwen in het nieuwe systeem echter naarmate zij ouder worden op basis van de leeftijdsonafhankelijke vaste premie jaarlijks minder pensioen op. Omdat zij bij de invoering van het nieuwe systeem al een aantal jaren in het oude systeem hebben opgebouwd op basis van een jaarlijks gelijkblijvende opbouw, komen ze op de pensioendatum niet aan het beoogde ouderdomspensioen.

⁶⁶ Artikel 18a, lid 1 en lid 2 Wet LB 1964.

Er is daarom fiscale ruimte om gedurende tien jaar jaarlijks meer premie in te leggen; dit door de fiscale premiegrens tijdelijk te verhogen met 3 procentpunt.⁶⁷ De premie voor de compensatie bedraagt dus maximaal 33 procent van de pensioengrondslag, verminderd met wat is ingelegd aan reguliere premie. De extra premie kan tot 1 januari 2037 gebruikt worden voor compensatie – en niet voor andere doeleinden.

3.5 Ouderdomspensioen, partnerpensioen en arbeidsongeschiktheidspensioen

3.5.1 Ouderdomspensioen

De belangrijkste wijziging voor het fiscale kader is dat het ouderdomspensioen en het partnerpensioen bij overlijden op of na de pensioendatum alleen nog worden begrensd door de premie en niet langer op de opbouw van een periodieke uitkering. De hoogte van de uniforme premiegrens geldt voor iedereen en is zodanig vastgesteld dat die leidt tot een adequate pensioenopbouw. Het enige fiscale toetsmoment is het moment van het ter beschikking stellen van de premie. Blijft die binnen de fiscaal maximale premiegrens, dan is daarmee fiscaal de kous af. De Belastingdienst toetst de uitkering verder niet meer aan de hoogte van het pensioengevende salaris.

3.5.2 Partnerpensioen

Het partnerpensioen bij overlijden vóór de pensioendatum en het wezenpensioen voorzien in een op risicobasis verzekerde uitkering als percentage van het pensioengevend loon. De Wtp voorziet niet in een inhoudelijke wijziging ten aanzien van het partnerpensioen om het risico op overlijden op of ná de pensioendatum te dekken. Een dergelijk partnerpensioen is altijd op opbouwbasis. Vandaar dat de desbetreffende premie deel uitmaakt van de maximaal fiscaal gefaciliteerde premie. Voor de fiscale facilitering geldt dat de dekking maximaal 70 procent van het ouderdomspensioen op de pensioendatum mag bedragen. Op de pensioendatum kan een deelnemer ervoor kiezen om een deel van het partnerpensioen uit te ruilen naar ouderdomspensioen. Hiervoor heeft die dan wel de instemming van diens partner nodig. Daarin verandert niets ten opzichte van het oude stelsel. Het omgekeerde, uitruil van ouderdomspensioen naar partnerpensioen, blijft ook mogelijk. Het partnerpensioen mag in dat geval maximaal 70 procent zijn van het ouderdomspensioen ná de uitruil.⁶⁸

Het partnerpensioen ter dekking van het risico op overlijden vóór de pensioendatum kan alleen nog maar op risicobasis. Dat wil zeggen dat er jaarlijks een risicopremie wordt betaald en er geen waarde wordt opgebouwd. Hier is wél sprake van een wijziging van

⁶⁷ Artikel 38s Wet LB 1964.

⁶⁸ Artikel 61 Pensioenwet.

het fiscale maximum. In het oude systeem lag het fiscale maximum op 70 procent van het bereikbare ouderdomspensioen. In het nieuwe systeem is dit 50 procent van het laatstgenoten pensioengevend loon. Hierbij is dus geen sprake meer van een verplichte franchise. Opvallend is dat de aftopping van het pensioengevend loon (als bedoeld in artikel 18ga, lid 1 Wet LB 1964; voor 2026 € 137.800) in stand blijft, terwijl er bij een partnerpensioen op risicobasis geen sprake is van vermogensopbouw. Een pensioen op risicobasis heeft immers geen waarde. Bij de invoering van artikel 18ga Wet LB 1964 was dat juist de reden dat de beperking van het pensioengevend loon niet gold voor het arbeidsongeschiktheidspensioen.⁶⁹ Logischer was het geweest om de aftopping voor het partnerpensioen bij overlijden vóór de pensioendatum te laten vervallen. De indertijd door de regering genoemde argumentatie om het arbeidsongeschiktheidspensioen uit te zonderen van de aftopping (geen vermogensopbouw) geldt immers een-op-een ook voor het partnerpensioen bij overlijden voor de pensioendatum – zeker na de inwerkingtreding van de Wtp –, te meer omdat het partnerpensioen bij overlijden voor de pensioendatum inmiddels ook diensttijdonafhankelijk is.⁷⁰

De mogelijkheid om een partnerpensioen uit te stellen en pas te laten ingaan nadat de uitkeringen uit de Anw eindigen, is vervallen. De regering stelt dat daaraan in de praktijk geen behoefte bestaat.

3.5.3 Premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid

Veelal is sprake van het meeverzekeren van voortgezette pensioenopbouw bij arbeidsongeschiktheid. In de situatie van arbeidsongeschiktheid zet de pensioenuitvoerder de pensioenopbouw dan voort. De verzekerde vrij te stellen premie-inleg hiervoor mag niet meer zijn dan de fiscaal maximale premiegrens. Een wijziging van de maximale fiscale premiegrens is ook van toepassing op een verzekerde voortgezette pensioenopbouw bij arbeidsongeschiktheid. De premie-inleg op grond van deze premievrijstelling beweegt in de toekomst, ook na het verlenen van de premievrijstelling, mee met de maximale premie. Dit moet opgenomen worden in het pensioenreglement en in de pensioenregeling. Deze voortgezette pensioenopbouw is hierdoor op dezelfde manier fiscaal begrensd als de pensioenopbouw voor niet-arbeitsongeschikte deelnemers. Deze fiscale begrenzingen zien alleen op de premie-inleg en niet op de hoogte van de uitkeringen.

Voor regelingen die rechtstreeks bij een verzekeraar zijn ondergebracht is dit een fundamentele wijziging ten opzichte van de oude situatie. Bij dergelijke regelingen baseert de verzekeraar de vrij te stellen premie op de laatste premie die verschuldigd was vóór het intreden van de arbeidsongeschiktheid. Is de premievrijstelling eenmaal verleend, dan

⁶⁹ Kamerstukken II, 2013-2014, 33 847, nr. 11, p. 5

⁷⁰ Zie voor een uitgebreide onderbouwing hiervan E. Lutjens en H. M. Kappelle, Het partnerpensioen volgens de Wet toekomst pensioenen, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken* 2023/2.

is sprake van een rechtstreekse rechtsverhouding tussen de arbeidsongeschikte deelnemer en de verzekeraar. De werkgever is geen partij (meer) en toekomstige wijzigingen in de pensioenregeling werken niet door naar de verleende premievrijstelling. De verzekeraar is immers geen partij bij de pensioenovereenkomst.

Met name voor werknemers die in de wachttijd zitten op het moment dat de pensioenregeling wordt aangepast aan de Wtp levert dit vervelende fiscale consequenties op. Gedurende de wachttijd is nog geen sprake van voortgezette opbouw op basis van premievrijstelling. Zieke werknemers gaan in principe dus mee in de nieuwe regeling. Zijn zij na afloop van de wachttijd nog ziek, dan wordt de premievrijstelling verleend op basis van de regeling zoals die luidde op de eerste ziektedag en keren zij terug in de oude regeling. Maar, daarin zijn zij geen bestaande deelnemer meer, waardoor het overgangsregime voor hen niet geldt. De oude regeling voldoet niet aan de Wtp en deelnemers hebben dus een onzuivere pensioenaanspraak.

In het Besluit van 6 februari 2025, nr. 2025-2019⁷¹ keurt de staatssecretaris van Financiën goed dat premievrije voortzetting van pensioen bij arbeidsongeschiktheid bij rechtstreeks verzekerde regelingen kan plaatsvinden binnen de pensioenregeling zoals die gold op de eerste ziektedag van de werknemer. En dit zonder dat de pensioenregeling hierdoor onzuiver wordt, ook al is de regeling van de zieke werknemers inmiddels aangepast aan de Wtp. Hiermee loopt de staatssecretaris vooruit op een wijziging van de Wet LB 1964 op dit punt, die is opgenomen in het Wetsvoorstel toezeggingen pensioenonderwerpen. Hij lost hiermee het hiervoor beschreven knelpunt op pragmatisch op.

Bij pensioenfondsen ligt dit anders. Fondsen stellen doorgaans niet de premies vrij, maar continueren de opbouw van de aanspraken. In dat geval werken wijzigingen in de pensioenregeling wel door naar arbeidsongeschikte deelnemers.

3.6 Arbeidsvormneutraal pensioenkader

De Wtp zet een aantal stappen in de richting van een arbeidsvormneutraal pensioenkader. In een volledig arbeidsvormneutraal pensioenkader is er geen enkel verschil tussen de opbouw van een oudedags- en nabestaandenvoorziening in de tweede pijler (pensioen) en de derde pijler (lijfrenten). Die situatie bereikt de Wtp niet. Door een aantal fiscale verschillen weg te nemen tussen tweede en derde pijler ontstaan er echter wel meer mogelijkheden voor fiscaal gefaciliteerde opbouw van een oudedagsvoorziening, ongeacht de arbeidsvorm van belastingplichtigen.

Een belangrijke verbetering is het wegnemen van het verschil in de hoogte van de fiscale premieruimte tussen de tweede en de derde pijler. Het percentage in de derde pijler is verhoogd tot 30 procent van de premiegrondslag; in de toekomst volgt de derde

⁷¹ Stcrt. 26 februari 2025, nr. 5878.

pijler de tweede op dit punt. Ook is het inmiddels in de derde pijler mogelijk om, net als in de tweede pijler, aftrekbare premies te betalen tot vijf jaren na het bereiken van de AOW-leeftijd. Daarnaast zijn de franchises in de tweede en derde pijler gelijkgetrokken, waarbij de praktijk in de tweede pijler het uitgangspunt is. Een deeltijdfranchise zoals we die in de tweede pijler kennen, is volgens de regering in de derde pijler praktisch gezien niet uitvoerbaar.

De reserveringsruimte in de derde pijler is van zeven naar tien jaar uitgebreid. Het maximale bedrag van de reserveringsruimte is € 42.108. In de tweede pijler geldt voor de inhaal van de niet-benutte fiscale ruimte uit het verleden geen maximale termijn, mits er voldoende dienstjaren zijn waarover kan worden ingehaald. De omvang van wat kan worden ingehaald in de tweede pijler is niet begrensd op een absoluut bedrag in euro's, maar op hetgeen wat kan worden opgebouwd aan pensioen over dienstjaren uit het verleden. Ook hier blijft er dus een verschil tussen de tweede en derde pijler.

In het oude stelsel kenden de tweede en de derde pijler verschillende termijnen om na expiratedatum het opgebouwde pensioen- of lijfrentekapitaal om te zetten in een periodieke uitkering. Een overschrijding van deze termijn leidde er in beide pijlers toe dat het pensioen of de lijfrente niet meer voldoet aan de voorwaarden voor de fiscale faciliteiten. Hierdoor is het pensioen- of lijfrentekapitaal in het geheel in één keer belast en ook is revisierende verschuldigd. De Wtp harmoniseert deze termijnen door voor de tweede pijler aan te sluiten bij de systematiek van de derde pijler. Deze termijnen gelden ook voor de nettolijfrenten.

Bij het bepalen van een pensioentekort, waardoor er aftrekruijme in de derde pijler ontstaat, moet rekening worden gehouden met de pensioenopbouw in de tweede pijler. In de Wtp wordt de vermindering van de jaarruimte in de derde pijler in verband met de opbouw van pensioenaanspraken in de tweede pijler gerealiseerd door eenvoudigweg de premies die zijn ingelegd in de tweede pijler (exclusief de eventuele premies voor compensatie) af te trekken van de premieruimte in de derde pijler.

3.7 Directeur-grootaandeelhouder

De directeur-grootaandeelhouder (dga) valt niet onder de Pensioenwet. In de definitie van artikel 1 Pensioenwet is deze uitgezonderd van het begrip werknemer. Fiscaal is de dga echter wel werknemer in de zin van de Wet LB 1964. Deze wet raakt de dga dus op dezelfde manier als de werknemer-niet aandeelhouder. Voor een dga met pensioen in eigen beheer heeft de Wtp geen gevolgen. Pensioen in eigen beheer is met ingang van 1 april 2017 uitgefaseerd. Voor zover een dga nog pensioen in eigen beheer heeft, betreft het bevroren aanspraken. Op grond van het voorgestelde artikel 38b Wet LB 1964 blijft op deze aanspraken het oude fiscale kader onverkort van toepassing. Dat betekent dat ook voor de

dga gunstige wijzigingen van het fiscale regime niet van toepassing zijn op in eigen beheer verzekerde pensioenaanspraken.

Het invaren van in eigen beheer verzekerde pensioenaanspraken in een regeling die binnen de nieuwe fiscale kaders past vergt nadere complexe wet- en regelgeving. Omdat het pensioen in eigen beheer inmiddels is uitgefaseerd, is het fiscaal niet mogelijk om in eigen beheer verzekerde aanspraken in te varen in een nieuwe in eigen beheer verzekerde regeling. Uiteraard kan een dga het in eigen beheer verzekerde pensioen overdragen aan een professionele verzekeraar of pensioenfonds om het vervolgens om te zetten in een regeling die voldoet aan het nieuwe fiscale pensioenkader.

3.8 Oudedagsreserve

De oudedagsreserve is afgeschaft met ingang van 1 juli 2023. Vanaf die datum kan niet meer fiscaal gefaciliteerd worden opgebouwd. De oudedagsreserve die tot dat moment is opgebouwd kan nog wel op basis van de oude regels worden afgewikkeld.

4. Overgangsrecht

4.1 Algemeen: werking van de Wtp in tijd

De Wtp voorziet in beginsel nog uitsluitend in fiscale faciliteiten voor premieovereenkomsten met een vaste leeftijdsonafhankelijke premie. Uitkeringsovereenkomsten en premieovereenkomsten op basis van een actuarieel stijgende premie zijn niet meer mogelijk.

De Wtp voorziet in een overgangsfase van een kleine vijf jaar (1 juli 2023 t/m 31 december 2027) waarin sociale partners afspraken kunnen maken over het wijzigen van de pensioenregeling. Pensioenuitvoerders moeten hun pensioenadministratie aanpassen zodat zij de gewijzigde pensioenregeling en de transitieafspraken uiterlijk per 1 januari 2028 kunnen uitvoeren. Het nieuwe wettelijke kader geldt voor nieuwe pensioenregelingen die onder de werking van de Wtp zijn of worden overeengekomen. Nieuwe, op of na 1 juli 2023 overeen te komen pensioenregelingen moeten direct voldoen aan de wettelijke en fiscale eisen zoals opgenomen in de Wtp. Het oude wettelijke kader voor pensioenregelingen, waaronder het fiscale kader, blijft tot uiterlijk 1 januari 2028 van toepassing. Partijen kunnen ervoor kiezen eerder over te stappen op een nieuwe pensioenovereenkomst. Gaat de keuze ernaar uit om de bestaande aanspraken in te varen, dan geldt het nieuwe fiscale regime ook voor die ingevaren aanspraken. Bij niet-invaren blijft het oude fiscale kader gelden voor de uiterlijk op 31 december 2027 opgebouwde pensioenaanspraken.

4.2 Specifiek: progressieve premie

Voor premieovereenkomsten met een progressieve (staffel)premie en voor uitkeringsovereenkomsten met een progressieve premie die op 1 juli 2023 bij een verzekeraar zijn ondergebracht geldt specifiek het overgangsrecht. Dit overgangsrecht is bedoeld voor situaties waarin er op de dag van inwerkingtreding van de Wtp sprake is van 1) een premieregeling met een progressieve premie (ongeacht het type pensioenuitvoerder waarbij deze is ondergebracht) of 2) een uitkeringsregeling met een progressieve premie, uitgevoerd door een verzekeraar. Na 1 juli 2023 kunnen geen nieuwe pensioenregelingen met een progressieve premie worden overeengekomen. Het overgangsrecht is nadrukkelijk niet bedoeld voor de bestaande uitkeringsovereenkomsten die door pensioenfondsen worden uitgevoerd.

Deze specifieke overgangsregeling houdt in dat de mogelijkheid om progressieve premies toe te passen onder bepaalde voorwaarden wordt geëerbiedigd. Hierdoor krijgen de partijen die de pensioenregeling overeenkwamen de ruimte om voor bestaande deelnemers ook na 31 december 2027 een progressieve premie te hanteren.

Voor de bestaande, door verzekeraars uitgevoerde uitkeringsovereenkomsten met een progressieve premie geldt dat werkgevers en werknemers uiterlijk tot 1 januari 2028 de tijd krijgen om te kiezen of zij de progressieve premie willen eerbiedigen of de overstap maken naar een leeftijdsonafhankelijke premie. Bestaande, door verzekeraars uitgevoerde

uitkeringsovereenkomsten met een progressieve premie moeten – ook bij het eerbiedigen van de progressieve premiesystematiek – uiterlijk per 1 januari 2028 zijn omgezet naar een premieregeling.

Het overgangsrecht strekt zich specifiek uit tot degenen die al deelnemer zijn in een regeling op het moment van invoering van een nieuwe premieovereenkomst met een leeftijdsonafhankelijke premie voor toekomstige werknemers (uiterlijk 31 december 2027). Het overgangsrecht heeft in beginsel effect tot op het moment dat de laatste deelnemer voor wie met beroep op het overgangsrecht een progressieve premie wordt gehanteerd, gewezen deelnemer of pensioengerechtigde wordt.

Het overgangsrecht geldt niet voor deelnemers die deelnemer worden na invoering van een nieuwe premieovereenkomst met een leeftijdsonafhankelijke premie. Bij toepassing van het overgangsrecht voor de bestaande deelnemers past de betreffende werkgever dan ook ten minste twee pensioenregelingen toe: 1) de pensioenregeling met geëerbiedigde progressieve premie voor degenen die op de dag voor overstap op de nieuwe pensioenregeling voor nieuwe deelnemers al deelnemer waren en 2) de pensioenregeling met een leeftijdsonafhankelijke premie voor deelnemers vanaf het moment dat de nieuwe pensioenovereenkomst is overeengekomen. Als partijen besluiten op een eerder moment dan 1 januari 2028 over te stappen op een premieovereenkomst met een leeftijdsonafhankelijke premie, dan moet er vanaf dat moment voor alle nieuwe deelnemers een leeftijdsonafhankelijke premie worden gehanteerd. Voor degenen die op dat moment bestaand deelnemer zijn, geldt de eerbiedigende werking.

4.3 Fiscaal

Het fiscale overgangsrecht is ondergebracht in de voorgestelde artikelen 38q t/m 38t Wet LB 1964.

Artikel 38q Wet LB 1964 creëert een overgangsperiode tot en met 31 december 2027. De bestaande wet- en regelgeving blijft gedurende die periode in algemeenheid van toepassing op pensioenregelingen die na 1 juli 2023 niet voldoen aan de nieuwe wet- en regelgeving, opgenomen in hoofdstuk IIB Wet LB 1964, zoals dat vanaf 1 juli 2023 luidt. Het blijft dus tot en met 31 december 2027 mogelijk om pensioen op te bouwen binnen het bestaande fiscale kader. Ook is het gedurende deze overgangsperiode tot en met 31 december 2027 nog mogelijk dat werknemers toetreden tot een bestaande pensioenregeling onder het oude fiscale kader.

Op grond van artikel 38r Wet LB 1964 mogen ook na 31 december 2027 leeftijdsafhankelijke premies worden ingelegd voor premieovereenkomsten die voldoen aan de voorwaarden van het overgangsrecht zoals opgenomen in artikel 220e Pensioenwet, volgens de in artikel 38r Wet LB 1964 opgenomen premiestaffel. Voor deelnemers in een pensioenregeling die onder dit overgangsrecht valt, blijft de imputatie van de pensioenaanspraken

in de jaarruimte in de derde pijler plaatsvinden op basis van de oude methodiek (factor A vermenigvuldigd met 6,27).

Op grond van artikel 38r lid 2 Wet LB 1964 wordt voor de premiepercentages volgens de opgenomen staffel dezelfde methodiek toegepast als voor de leeftijdsonafhankelijke premie van artikel 18a Wet LB 1964. Dat betekent dat bij een aanpassing van het percentage, genoemd in het voorgestelde artikel 18a lid 1 Wet LB 1964, ook de premiestaffel opnieuw wordt berekend; dit op basis van het verwachte rendement dat aan dit gewijzigde percentage ten grondslag ligt.

De eerbiedigende werking geldt ook voor indexatiebepalingen en bijstortingen. Het is dus in ieder geval mogelijk om tot 1 januari 2028 indexatie, inhaalindexatie en bijstortingen te doen op basis van de oude fiscale kaders.

Bestaande bijstortings- en toeslagverplichtingen blijven in de situatie van niet-invaren fiscaal gefaciliteerd. Bestaande bijstortings- en toeslagenverplichtingen (zoals de verplichting om bij te storten bij een bepaalde dekkingsgraad of het verlenen van een toeslag op grond van reeds bestaande afspraken) worden geëerbiedigd.

4.4 Nettopensioenen

Het fiscale regime voor nettopensioenen en nettolijfrenten verandert niet wezenlijk met de Wtp. Het blijft mogelijk om een nettopensioen of nettolijfrente af te sluiten voor mensen met een pensioengevend inkomen boven de grens, zoals opgenomen in artikel 18ga Wet LB. Aangezien bij nettopensioenen per definitie sprake is van een vrijwillige regeling, mag nog steeds sprake zijn van een leeftijdsafhankelijke premie.⁷² De fiscaal maximale premie is het netto-equivalent van de maximale premie van 30 procent die geldt voor de brutopensioenregelingen. Hierdoor is er in beginsel geen overgangsrecht voor nettopensioenen noodzakelijk. Voor specifieke situaties is in artikel 10a.27 Wet IB 2001 voorzien in overgangsrecht.

⁷² Artikel 17, lid 4 Pensioenwet.

5. Samenvatting en kernboodschappen

De Wtp brengt een belangrijke verandering in het pensioenlandschap in Nederland. Vanaf uiterlijk 1 januari 2028 moeten pensioenregelingen aan de eisen voldoen van de premieovereenkomst zoals vormgegeven in de Wtp. Vanaf die datum gelden de fiscale faciliteiten voor de opbouw van pensioenen nog slechts voor de in de Wtp opgenomen i) solidaire premieregeling, ii) flexibele premieregeling en ii) premie-uitkeringsovereenkomst.

Vijf kernboodschappen zijn:

1. De gelijke premie zal – in vergelijking met de progressieve premie en de doorsneemethode – voor late(re) toetreders tot de arbeidsmarkt negatief uitwerken in het te verwerven pensioen.
2. Werknemers kunnen bij beëindiging van hun deelneming in de pensioenregeling hun recht op compensatie verliezen.
3. Bij pensioenfondsen is invaren van opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenrechten de standaard; hiervan kan slechts worden afgezien bij onevenwichtig nadeel. Het is niet aannemelijk dat dit invaren in strijd komt met het eigendomsrecht.
4. Voor pensioenregelingen met een progressieve premie bestaat overgangsrecht. Op grond hiervan mag de progressieve premie worden voortgezet voor bestaande deelnemers met opbouw van pensioen op het tijdstip van wijziging van de pensioenregeling.
5. Voor pensioenregelingen die niet uiterlijk op 1 januari 2028 zijn aangepast aan de Wtp en het daarbij horende fiscale regime, kan geen gebruik meer worden gemaakt van de fiscale faciliteiten. Zolang de pensioenovereenkomst niet rechtsgeldig is gewijzigd, blijft deze civielrechtelijk evenwel geldig en kunnen werknemers daar in beginsel rechten aan ontleen. De boodschap is daarom: wijzig de pensioenovereenkomst tijdig ter vermijding van fiscale consequentie.⁷³

73 Zie over die fiscale consequenties het memo *Fiscale gevolgen niet tijdig aanpassen pensioenregeling aan gewijzigde fiscale kaders en hoe fiscale onzuiverheid te voorkomen* van het Centraal Aanspreekpunt Pensioenen d.d. 23 oktober 2025 (<https://centraalaanspreekpuntpensioenen.belastingdienst.nl/memo-fiscale-gevolgen-niet-tijdig-aanpassen-pensioenregeling-aan-gewijzigde-fiscale-kaders-en-hoe-fiscale-onzuiverheid-te-voorkomen-gepubliceerd/>).

Hoofdstuk 10

Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance

Alwin Oerlemans
Alfred Slager

Inhoudsopgave

Samenvatting	290
1. Naar meer deelnemersgerichtheid in pensioenen	291
2. Chronologie van de prestaties en het bestuur van het Nederlandse pensioenstelsel	295
3. De waarde van pensioenuitvoerders voor deelnemers	298
4. Nederlands pensioenbestuur: ontwerpprincipes vanuit het perspectief van de deelnemers	302
5. Eerste dimensie: invloed van deelnemers op bestuur en besluitvorming	306
6. Tweede dimensie: de invloed van deelnemers op het ontwerp van pensioenproducten	311
7. Deelnemers en zeggenschap: vier governancekaders	314
8. Discussie	320
Referenties	322

Te citeren als:

Oerlemans, A. & Slager, A. (2026). *Hst.10: Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland* (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Alwin Oerlemans – APG Asset Management
Alfred Slager – Vrije Universiteit Amsterdam

Samenvatting

In dit hoofdstuk onderzoeken we¹ hoe pensioengovernance kan worden vernieuwd door deelnemers centraal te stellen. Hoewel wetswijzigingen voor de Wtp voornamelijk zijn gericht op contractontwerp en financiële houdbaarheid, kan de inrichting van de pensioengovernance tekortschieten als die onvoldoende aansluit bij de veranderende verwachtingen en betrokkenheid van deelnemers.

Aan de hand van het kader van financiële intermediatie brengen we in kaart hoe pensioenuitvoerders waarde creëren voor deelnemers en de samenleving. Wij stellen dat pensioengovernance transparantie, aanpassingsvermogen en inspraak van deelnemers moet integreren om het bestaansrecht – de *license to operate* – van pensioenuitvoerders te borgen, zowel vanuit financieel, sociaal en politiek oogpunt. We leiden tien leidende principes af om het bestuur te versterken en de uitkomsten te laten aansluiten bij de voorkeuren en behoeften van de deelnemers. Uit deze principes komen vier governancekaders naar voren: 1) *Accept or Go*, 2) *Engaged*, 3) *SharedSay* en 4) *Voice & Choice*. Die vier laten een ontwikkeling zien van geen invloed van deelnemers naar volledige medezeggenschap in bestuur en productontwerp, mogelijk gemaakt door technologie en producten die aansluiten op voorkeuren.

We concluderen dat deelnemersgerichte pensioengovernance haalbaar en noodzakelijk is. Het versterkt het vertrouwen, stemt de uitkomsten af op de verwachtingen en ondersteunt de legitimiteit op lange termijn van collectieve pensioenen in een sociaal contract dat meeweegt met de samenleving.

¹ Alwin Oerlemans werkt bij APG Asset Management. Alfred Slager werkt bij de Vrije Universiteit Amsterdam en is bestuurder en adviseur bij pensioenfondsen. De auteurs schrijven dit hoofdstuk op persoonlijke titel. De namen van de instellingen die zij vertegenwoordigen worden uitsluitend ter informatie vermeld.

1. Naar meer deelnemersgerichtheid in pensioenen

Zou er iets veranderen – en zo ja wat? – als deelnemers daadwerkelijk centraal staan in de besturing van pensioenuitvoerders? Deze vraag is relevant geworden nu de meeste Nederlandse pensioenuitvoerders in 2028 zijn overgestapt op nieuwe pensioenovereenkomsten. Met de pensioenhervormingen worden de bestaande uitkeringsregelingen (*Defined Benefit*) omgevormd tot en overgeheveld naar collectieve premieregelingen (*Collective Defined Contribution*). Vanaf 2015 lag de focus voor besturen, sociale partners, toezichthouders en politici op het succesvol organiseren van de transitie, het herontwerpen van de pensioenregeling en de pensioenadministratie en op het aanpassen van het beleggingsbeleid. Naarmate de pensioenhervormingen werden doorgevoerd, uitten deelnemers en belanghebbenden hun bezorgdheid over hun rol en invloed, zowel tijdens als na de transitie.² De vraag echter hoe en in hoeverre de inrichting en besturing van een pensioenuitvoerder³ zou moeten veranderen om de hervormingen te faciliteren – ook wel pensioengovernance genoemd – , is daarbij aanvankelijk vooruitgeschoven.⁴

Pensioengovernance is het raamwerk waarmee pensioenuitvoerders waarde creëren voor hun deelnemers en worden aangestuurd en gecontroleerd (Ambachtsheer en Ezra, 1998; Clark en Urwin, 2006). Ook biedt pensioengovernance het kader voor verdeling van invloed en rollen, op een zowel formele als praktische manier. Als zodanig moet pensioengovernance de nieuwste inzichten in de samenleving weerspiegelen over hoe verschillende actoren – van besturen, deelnemers, werkgevers en toezichthouders tot politici – met elkaar omgaan. De interactie tussen besturen en hun toezichthouders, zowel intern als extern, heeft in de governanceliteratuur van oudsher de meeste aandacht gekregen. In dit hoofdstuk onderzoeken wij de rol van deelnemers bij het ontwerp van de pensioengovernance. Aan de hand van het kader voor financiële intermediatie analyseren we hoe het nieuwe pensioencontract, de kern van de Nederlandse pensioenhervorming, de relatie tussen

2 Een voorbeeld hiervan is de politieke partij NSC, die bezwaar maakte tegen de collectieve overdracht van pensioenrechten naar de nieuwe pensioenregelingen. NSC stelde wetgeving voor (Tweede Kamer, Kamerstuk 36578-17/26, 2025) die individuele deelnemers in staat zou stellen om te stemmen over de vraag of de overdracht van pensioenrechten moest plaatsvinden – in tegenstelling tot wat de pensioensectororganisaties, sociale partners en het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) waren overeengekomen.

3 Waar we in dit hoofdstuk over pensioenuitvoerders spreken, bedoelen we een ondernemingspensioenfonds, een bedrijfstakpensioenfonds, een algemeen pensioenfonds of een premiepensioeninstelling of verzekeraar die zetel heeft in Nederland. Uitbesteding van activiteiten kan vervolgens plaatsvinden aan pensioenuitvoeringsorganisaties (PUO).

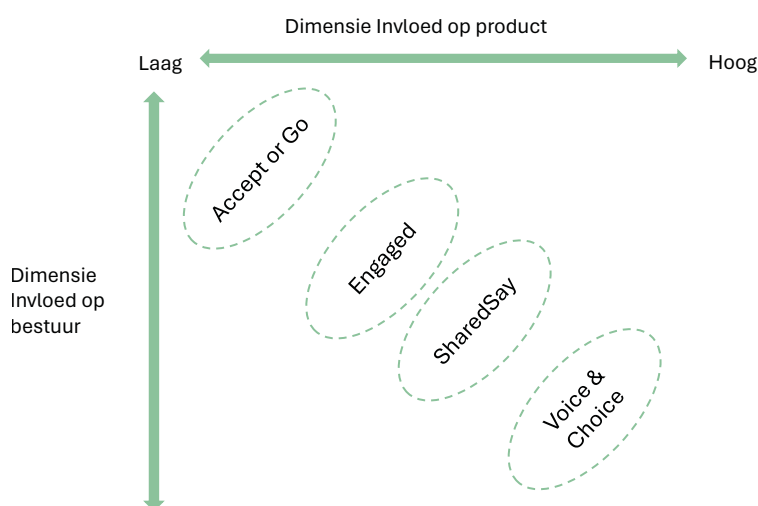
4 De Nederlandse minister van SZW gaf in 2024 aan, in antwoord op parlementaire vragen, dat de bestaande governance voor pensioenuitvoerders niet werd herzien, onder meer om de pensioenhervormingen niet onnodig ingewikkeld te maken, maar dat een evaluatie van de inspraak en verantwoording binnen de modellen op een later moment zou kunnen worden overwogen (ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2024).

deelnemer en pensioenregeling verandert. We houden daarbij rekening met ontwikkelingen in regelgeving en toezicht die erop gericht zijn om pensioenen transparanter en de pensioenregeling betrouwbaarder te maken.

De pensioenhervorming zou zijn doel kunnen missen als geen rekening wordt gehouden met de manier waarop deelnemers als groep – hoe verschillend ze ook zijn⁵ – in de loop van de tijd hun verwachtingen over hun invloed op het pensioenproduct, de uitvoering en het bestuur kunnen veranderen. Hierover wordt in de pensioensector al langer gediscussieerd (zie Nijman en Oerlemans, 2009; Kortleve en Slager, 2010; Maatman et al., 2024). Het succes en de duurzaamheid van het nieuwe pensioencontract hangen in belangrijke mate af van het realiseren van de uitkomsten die deelnemers verwachten van pensioen. Het is daarbij van belang dat deelnemers de toegevoegde waarde van deze uitkomsten ook werkelijk ervaren. Deze uitkomsten zullen ook het bestuur van pensioenuitvoerders bepalen; zij moeten in staat zijn om de (veranderingen in) verwachte uitkomsten en verwachtingen van deelnemers te vertalen naar het daadwerkelijke pensioenproduct en hun governance hierop aan te passen.

In dit hoofdstuk verkennen we vier gestileerde governancekaders die illustreren hoe pensioenuitvoerders deelnemers bij de besluitvorming kunnen betrekken (zie figuur 1). Deze kaders verschillen in de manier waarop ze de invloed van deelnemers faciliteren, zowel in de governance als in het ontwerp van het pensioenproduct.

Figuur 1. Vier governancekaders met verschillende mate van invloed op het bestuur en op het productontwerp



⁵ Zie bijvoorbeeld Vermeij en Thijssen (2024) over de sociaaleconomische vooroordelen van maatschappelijke groepen.

Een samenvatting van de belangrijkste inzichten uit de vier kaders in dit hoofdstuk:

- Het *Accept or Go*-governancekader houdt rekening met diversiteit via het ontwerp van het pensioenproduct, maar zonder vertegenwoordiging aan de deelnemers te geven. Het biedt deelnemers geen invloed: het ontwerp of de kenmerken van het pensioenproduct kunnen niet door hen worden gewijzigd. Alleen door van pensioenuitvoerder te wisselen – als die optie al bestaat – kunnen deelnemers de kloof tussen hun voorkeuren en de productkenmerken verkleinen. Over het algemeen geeft het de voorkeur aan eenvoud en kostenefficiëntie, maar beperkt het de betrokkenheid.
- Het *Engaged*-governancekader introduceert invloed via adviesraden, waardoor deelnemers input kunnen leveren over risicovoorkeuren en zij het bestuur kunnen aanspreken, hoewel de uiteindelijke zeggenschap bij het bestuur blijft.
- Het *SharedSay*-governancekader biedt deelnemers betrokkenheid door vertegenwoordiging in het bestuur van de pensioenuitvoerder toe te kennen. Dit kader lijkt op het huidige Nederlandse bestuursmodel, waarin sociale partners contracten onderhandelen en deelnemers via overwegend indirecte representatie in bestuursorganen toezicht houden op prestaties en uitkomsten.
- Het *Voice & Choice*-governancekader is een volgende stap. Dit kader combineert directe vertegenwoordiging in het pensioenbestuur met uitgebreide invloed op het productontwerp. Deelnemers stemmen over de samenstelling van het bestuur en de productkenmerken, ondersteund door technologie voor maatwerk – zoals het selecteren van stembelijd of risicovoorkeuren. Dit kader behoudt de voordelen van een collectieve regeling en geeft deelnemers tegelijkertijd meer zeggenschap als uiteindelijke risicodragers, waardoor transparantie en legitimiteit worden gewaarborgd.

Voor degenen die een toekomst voor ogen hebben waarin pensioenuitvoerders vertrouwd en relevant blijven, komt *Voice & Choice* naar voren als een verstandige uitbreiding van de structurele factoren achter de pensioenhervormingen: het transformeren van het bestuur van een door kosten en standaardisatie gedreven aanpak naar deelnemers aan het roer – deelnemersgericht, waarbij financiële intermediaatatie wordt afgestemd op democratische betrokkenheid.

Leeswijzer

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Allereerst gaan we in op de ontwikkelingen op het gebied van governance in relatie tot de veranderingen in de opzet en wetgeving van Nederlandse pensioenuitvoerders (paragraaf 2). Vervolgens analyseren we de waarde die een pensioenovereenkomst de deelnemers biedt en hoe veranderingen in pensioenovereenkomsten leiden tot veranderingen in de governance-eisen (paragraaf 3). We constateren dat de governance van pensioenuitvoerders kan worden verbeterd om het draagvlak van

Hoofdstuk 10 Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance

de pensioensector te behouden (paragraaf 4). We doen aanbevelingen om het bestuur te versterken door deelnemers te betrekken (paragraaf 5) en evalueren productontwerp en maatwerk, zodat de uiteindelijke pensioenuitkomsten in lijn blijven met de verwachtingen van deelnemers en gepensioneerden (paragraaf 6). Dit vormt de basis voor de vier governancekaders die we vergelijken en bespreken (paragraaf 7). Paragraaf 8 vormt de afsluiting van het hoofdstuk.

2. Chronologie van de prestaties en het bestuur van het Nederlandse pensioenstelsel

Het Nederlandse pensioenbestuur heeft sinds 2000 ingrijpende hervormingen ondergaan, gedreven door de behoefte aan duurzaamheid, betaalbaarheid en robuustheid. Aanvankelijk verschoof de pensioenregeling van eindloon-DB naar middelloon-CDC-systemen, terwijl pensioengovernance werd aangepast om te voldoen aan hogere normen voor risicobeheer en transparantie. De principes van de Wereldbank over toereikendheid, betaalbaarheid, duurzaamheid en robuustheid dienden als leidende benchmarks (Holzmann en Hintz, 2005).

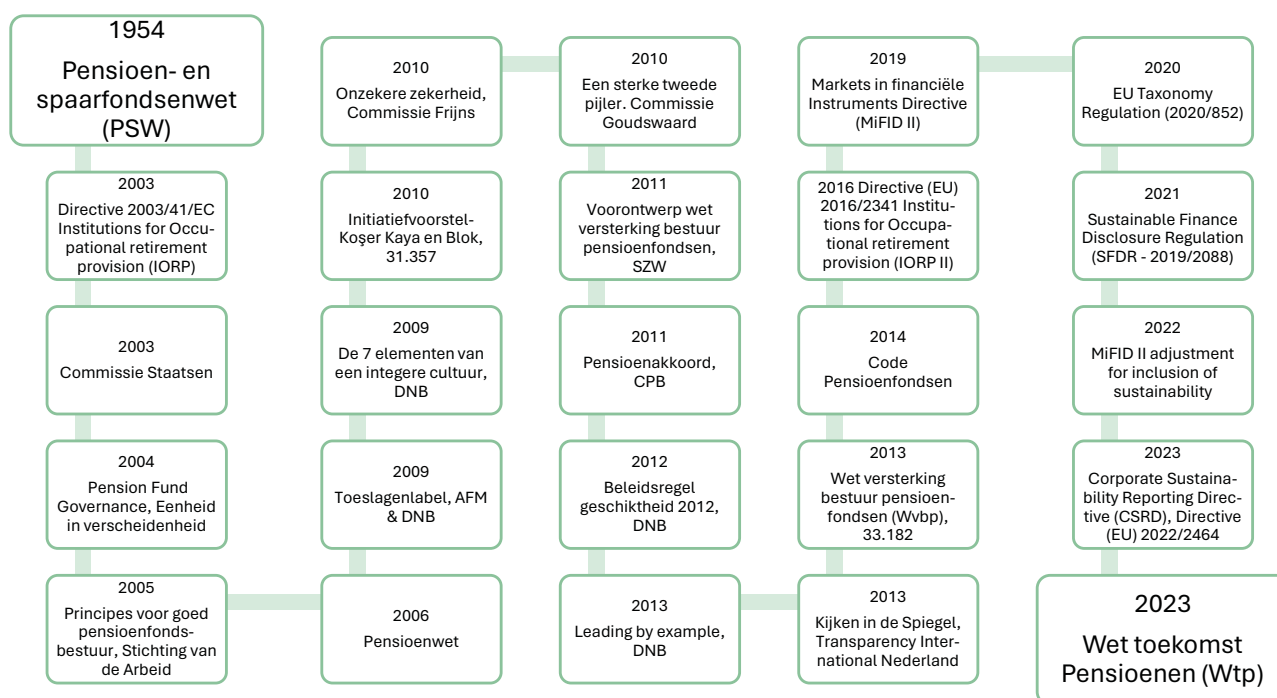
Het Nederlandse stelsel, dat zijn oorsprong vindt in de late negentiende eeuw, kwam in de tweede helft van de twintigste eeuw tot wasdom en werd een integraal onderdeel van arbeidsovereenkomsten en de sociale dialoog. Vanaf de jaren negentig ondersteunden moderne ALM-technieken (*asset liability management*) en een *prudent-person*-benadering van beleggen de verschuiving naar wereldwijd gespreide portefeuilles. De financiële crises van 2000 en 2008, dalende rente en de gestaag stijgende levensverwachting legden echter kwetsbaarheden bloot. Dat gaf aanleiding tot overheidsrapporten onder leiding van Frijs (2010) en Goudswaard (2010) waarin werd opgeroepen tot hervormingen om onvoldedige risicospreiding en ongelijke generationele overdrachten aan te pakken. Belangrijke veranderingen waren onder meer voorwaardelijke indexering, het terugtrekken van werkgevers uit risicodeling en een geleidelijke overgang naar CDC-regelingen. Deze hervormingen waren gericht op herverdeling ten gunste van deelnemers en aanpassing aan meer flexibiliteit in de arbeidsmarkt, met behoud van collectieve kenmerken zoals verplichte deelname en gezamenlijke beleggingen.

Hervormingen in pensioengovernance vorderden parallel aan wijzigingen in het pensioenproduct. Figuur 2 illustreert belangrijke mijlpalen in de regelgeving vanaf 2000, waaronder de invoering van solvabiliteitsbeheer (financieel toetsingskader; FTK), verbeterde kaders voor risicotoezicht na de crisis, vormgeving van nieuwe bestuursmodellen en instelling van verantwoordingsorganen en aanpassingen in toezicht. Deze mijlpalen zijn alle voorafgegaan aan de overgang naar de nieuwe Nederlandse pensioenregeling (Wet toekomst pensioenen; Wtp). De hervormingen waren vooral gericht op pensioengovernance en regelgevende kaders. Slechts in enkele gevallen was de invloed van deelnemers op de uitkomst en de bestuurlijke opzet het doel. Voorbeelden van dit laatste zijn de uitbreiding van de verantwoordelijkheden van het verantwoordingsorgaan in 2010 en 2013.

De nieuwe pensioenregelingen na de Wtp-hervorming spelen slechts indirect in op de voorkeuren van de deelnemers. Enerzijds zijn er uniforme pensioenpremies en beleggingsallocaties die specifiek zijn afgestemd op leeftijdsgroepen. Pensioenregelingen kunnen hun opzet daardoor beter afstemmen op de risicovoorkuren van bepaalde leeftijdsgroepen, wat de nieuwe pensioenregeling een meer op maat gemaakt karakter geeft. Tegelijkertijd

tijd blijven veel belangrijke ontwerpelementen ongewijzigd en collectief van aard, zoals beleggingsbeslissingen, verplichte deelname via (collectieve) arbeidsovereenkomsten, de opbouwfase en verplichte levenslange pensioenuitkeringen. In vergelijking met DC-oplossingen buiten Nederland blijven de beleggingskeuzes voor individuele deelnemers en de afstemming op individuele voorkeuren of behoeften beperkt en zijn deze vervangen door een op maat gemaakt ontwerp, zoals risicovoorkeuren per leeftijdsgroep. Westerhout, Ponds en Zwaneveld (2021) staan achter de hervormingen, maar sluiten niet uit dat sommige deelnemers teleurgesteld zullen zijn wanneer de voorgestelde hervorming is afgerond. De pensioenregeling voorafgaand aan de Wtp-hervorming wordt door velen niet goed begrepen en de hervorming slaagt er mogelijk niet in een pensioencontract op te leveren dat gemakkelijker te begrijpen is (Ambachtsheer, 2020, geciteerd in Westerhout et al., 2021; zie ook Kellermann, 2026). Interessant hierbij is dat de Nederlandse regering (bij de presentatie van de nieuwe pensioenwet in 2023) de begrijpelijkheid van de regeling voor de deelnemers of de rol van deelnemers niet als belangrijke drijfveer heeft aangemerkt (ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2022).

Figuur 2. Belangrijkste wijzigingen in de regelgeving voor de Nederlandse pensioensector



De directe invloed van deelnemers is hierdoor beperkt gebleven, wat aanleiding geeft tot terugkomende discussies over vertegenwoordiging en de legitimiteit van besluitvorming. De afgelopen twee decennia weerspiegelt de Nederlandse pensioengovernance een voortdurende evenwichtsoefening tussen financiële veerkracht en maatschappelijke legitimiteit. Hoewel hervormingen het bestuur en de risicokaders hebben versterkt en de nieuwe

Nederlandse pensioenwet innovatie heeft gebracht, blijven er uitdagingen bestaan bij het waarborgen van transparantie, betrokkenheid van deelnemers en begrijpelijkheid van de veranderende pensioenovereenkomst.

De meeste beleids- en regelgevingsaanpassingen waren gericht op ofwel de pensioengovernance, de opzet of de uitkomst, maar niet zozeer op de integratie tussen die elementen. Dit duidt op een impliciet principe in het pensioendebat, namelijk dat veranderingen in de bestuursopzet een vergelijkbare, maar indirectere invloed hebben op de pensioenuitkomsten. Onze volgende stap is om deze en andere keuzes en principes expliciet te maken in de toekomstige pensioengovernance na de overgang naar het nieuwe pensioencontract. We doen dit door ze te clusteren in principes voor de financiële, sociale en politieke license to operate. Als tussenstap kijken we nader naar de manier waarop pensioenuitvoerders pensioenproducten aanbieden, waarbij we de literatuur over financiële intermediairie als kader gebruiken om te analyseren wat de toegevoegde waarde is van pensioenuitvoerders binnen het financiële systeem.

3. De waarde van pensioenuitvoerders voor deelnemers

In een perfecte markt zonder transactiekosten en met goed geïnformeerde consumenten zou er geen behoefte zijn aan een pensioenuitvoerder als financiële intermediair, aangezien financiële markten en deelnemers rechtstreeks zouden kunnen handelen en ruilen. Maar er bestaan nu eenmaal marktimperfecties, zoals het onvermogen om risico's in de tijd en over generaties heen te herverdelen of te delen, evenals asymmetrische informatie en zoekkosten. Om deze marktimperfecties te overwinnen, moet een financiële intermediair beschikken over zowel technologie en schaal (*scale*) als bereik (*scope*), voordelen die resulteren in een kostenvoordeel, met name door de potentiële vermindering van transactiekosten en asymmetrische informatie. Het is eenvoudig te herkennen wie een financiële intermediair is, maar minder eenvoudig te beschrijven wat de activiteiten zijn: deze veranderen over de tijd. Het eerste Nederlandse bedrijfspensioenfonds uit 1880, opgericht door Jacques van Marken van de Nederlandse Gist- & Spiritusfabriek in Delft (zie Wennekes, 1993) is duidelijk te herkennen als pensioenuitvoerder, maar zou vandaag andere activiteiten uitvoeren en instrumenten toepassen. Zo veranderde de pensioenuitvoerder na de deregulering van de financiële markten in de jaren tachtig, toen opties, *futures* en andere instrumenten werden geïntroduceerd. Wat die van toen en nu echter gemeen hebben: ze vervullen dezelfde functies. Merton (1995) stelt dat het daarom de voorkeur verdient om functies te definiëren die stabiel zijn, in plaats van de nadruk te leggen op de organisaties die optreden als financiële intermediair. Merton en Bodie (1995) hebben een soortgelijke benadering bepleit. Vijf intermediaire functies zijn relevant voor pensioenuitvoerders (zie ook Koedijk en Slager, 2014):

1. **Bundeling van vermogen:** het bieden van een mechanisme voor het bundelen van pensioenpremies en pensioenvermogen om transactiekosten te reduceren en grootschalige investeringen te realiseren.
2. **Risicotransformatie:** het afstemmen van pensioenbeleggingen op langetermijnverplichtingen door economische middelen in de tijd en over geografische regio's en sectoren heen over te dragen. Pensioenpremies die zijn ingelegd worden omgezet in een van de volgende vormen: horizon, denominatie, type effect, kwaliteit en met behulp van ALM.
3. **Risicobeheer:** het beperken van onrendabele risico's, het behouden van rendabele risico's.
4. **Informatieasymmetrie:** een pensioenuitvoerder treedt op als een door de deelnemers aangewezen beheerder. De pensioenuitvoerder biedt een manier om de problemen rond informatieasymmetrie en prikkels aan te pakken wanneer financiële partijen over informatie beschikken waarover (individuele) deelnemers niet beschikken. Door middelen te bundelen kunnen pensioenuitvoerders expertise inbrengen om de agencykosten op financiële markten te beperken.

5. **Partij op financiële markten:** de pensioenuitvoerder biedt prijsinformatie die helpt bij het coördineren van gedecentraliseerde besluitvorming in verschillende sectoren van de economie. Door als partij op te treden, creëert deze liquiditeit en betere prijsvorming, verhoogt daarmee de efficiëntie en is daarmee welvaartsverhogend.

Tabel 1 breidt deze functies uit door te veronderstellen dat deelnemers de uitkomst en waarde van deze functies kunnen ervaren of waarnemen en dat ze er toegang toe hebben op de open markt. Deelnemers zijn niet altijd in staat om de waarde van deze functies waar te nemen of vergelijkbare alternatieven direct aan te schaffen. Ze kunnen echter wel in zekere mate invloed uitoefenen op sommige van deze functies. Hoewel deze functies in de literatuur worden geïdentificeerd als functies die waarde toevoegen voor zowel deelnemers als de samenleving, kunnen ze niet allemaal worden beoordeeld of verkregen op open markten. Het is natuurlijk mogelijk dat deelnemers de waarde van individuele functies niet kunnen beoordelen, maar wel waarde hechten aan de functies als geheel.

Nu we de financiële intermediatiefuncties voor pensioenuitvoerders hebben geïdentificeerd en hebben vastgesteld dat de meeste van deze functies niet door deelnemers op de open markt kunnen worden gegenereerd of gekocht, is de volgende vraag hoe de pensioenuitvoerder kan worden ontworpen om deze functies vorm te geven. Het doel van een governancekader is het ontwerpen van een systeem waarmee pensioenuitvoerders deze functies integraal aansturen en controleren en het kader bieden voor de verdeling van bevoegdheden en rollen op een formele, regelgevende en praktische manier, om zo het best mogelijke resultaat voor de belanghebbenden te bereiken.

De belangrijkste belanghebbende is de deelnemer die het restrisico draagt. Omdat pensioenaanspraken zich over meerdere decennia uitstrekken, hebben deelnemers een groot belang bij de financiële soliditeit en de besluitvorming van de organisatie. Het voelt onvoldoende om deelnemers met heterogene voorkeuren en kenmerken te karakteriseren als een uniforme groep, alsof ze een verzameling van vergelijkbare individuen vormen. Daarom worden verschillende perspectieven gecombineerd om dit aan te pakken.

De Nederlandse benadering van pensioenontwerp beschouwt pensioenen als een gedeelde verantwoordelijkheid van de belanghebbenden (zie Ponds en Steenbeek, 2026). Anderzijds benadrukt de literatuur over financiële intermediatie het onderscheid tussen i) iemand die een financieel product consumeert zonder dat het afhangt van de financiële toestand van de organisatie en ii) iemand wiens financiële uitkomst sterk afhangt van de financiële toestand van de organisatie. In deze context worden deelnemers vaak beschouwd als beleggers met rechten en verantwoordelijkheden, gezien hun belang bij de financiële toestand van de pensioenuitvoerder. In de huidige bestuursstructuur wordt onvoldoende rekening gehouden met dit onderscheid, aangezien deelnemers alleen via de sociale partners invloed hebben op het bestuur en er in vergelijking met het vorige contract weinig extra mogelijkheden zijn voor maatwerk. Sociale

partners benadrukken de stabiliteit van pensioenuitkeringen, waarmee ze impliciet het idee versterken dat de relatie tussen uitkeringen en de financiële gezondheid van pensioenuitvoerders wellicht minder eenduidig is dan verwacht vanwege het collectieve karakter van de pensioenregeling en de regels voor de verdeling van beleggingsresultaten.

Tabel 1. Een gestileerde weergave van het perspectief van een deelnemer op de financiële intermediatiefuncties van pensioenuitvoerders. Aangepast naar Merton (1995) en Merton en Bodie (1995)

Financiële intermediatiefuncties	Gevolgen voor deelnemers	Hoe wordt de functie waargenomen of ervaren door deelnemers?	Kunnen deelnemers een alternatief genereren of kopen op de open markt?
1. Bundeling van vermogen	Lagere kosten voor bestaande financiële instrumenten, toegang tot nieuwe financiële instrumenten die schaalgrootte vereisen.	De deelnemer kan de kosten inzien.	Gedeeltelijk. Liquide beleggingen kunnen tegen lagere kosten op open markten worden gekocht, illiquide beleggingen minder.
2. Risico-transformatie	Combinatie van risicovolle, op rendement gerichte en risicovrije, beleggingen die passen bij de risicotolerantie van de deelnemer (als groep).	Het resultaat van de risicotransformatie wordt bij pensionering geconsumeerd in de vorm van een annuïteit; de deelnemer heeft beperkte mogelijkheden om te leren of diens keuzes aan te passen.	Ja. Het toepassen van lifecycles die door commerciële pensioenuitvoerders worden aangeboden.
3. Risicobeheer	- Toegang tot gediversifieerde beleggingsportefeuilles om zo de rendement-/risicoverhouding op lange termijn te verbeteren. - Collectief beheer van strategische, operationele, financiële en nalevingsrisico's. Toezicht op risicodelings-mechanismen.	Dit komt tot uiting als er iets misgaat. Deelnemers profiteren van betere en transparante resultaten.	Gedeeltelijk. Risicodeling in financiële producten is beperkt tot bepaalde risico's, bijvoorbeeld diversificatie. Andere vormen van risicodeling zijn duur, bijvoorbeeld levensverwachting.
4. Informatie-asymmetrie	- Inkomenszekerheid door deel uit te maken van een collectief dat optreedt als een vertrouwde adviseur. - Een beter vermogen om duurzaamheidsvoorkeuren in beleggingsproducten op te nemen (bijv. in illiquide beleggingsproducten). - Beter in staat om te gaan met (on)bekende onbekenden ((un)known unknowns) en de vereiste wendbaarheid (buiten het bereik van expliciete contracten).	Het nieuwe pensioencontract vermindert informatieasymmetrie omdat deelnemers het opgebouwde vermogen en inkomensprognoses zien, maar vergroot de asymmetrie door complexe herverdelingsregels.	Gedeeltelijk. Het langetermijnkarakter van het pensioencontract garandeert onvoldoende langdurige onderlinge verbondenheid in marktoplossingen.
5. Partij op financiële markten	Indirecte, goed functionerende markten vergroten de waarschijnlijkheid. De bestuursstructuur moet zorgen voor een blijvende afstemming van belangen.	Pensioenuitvoerders maken (duurzame) beleggingen toegankelijk voor deelnemers en dragen bij aan ontwikkeling van markten. Private activa worden belegbaar.	Niet onder dezelfde voorwaarden en met dezelfde resultaten als pensioenuitvoerders.

Deze regeling kan worden geïnterpreteerd als een ‘sociaal contract’: de som van expliciete en impliciete afspraken tussen alle betrokken groepen, waarin hun wederzijdse rechten en plichten worden vastgelegd (Loewe, Zintl en Houdret, 2021). In het geval van collectieve pensioenen zien deelnemers af van de mogelijkheid om financiële intermediaire functies te organiseren of in te kopen (Tabel 1), in ruil voor collectieve financiële voordelen die de deelnemer op eigen kracht niet zou behalen. Dit sociale contract vermindert, net als andere instellingen, de transactiekosten door het bundelen van pensioenbesparingen of verbetert de voorspelbaarheid van uitkomsten in interacties door middel van risicotransformatie en risicobeheer. Het bestaan ervan ontlast de contractpartijen van het keer op keer opnieuw onderhandelen over hun wederzijdse verplichtingen. De efficiëntie en effectiviteit van het sociale contract en de daaruit voortvloeiende financiële intermediaire functies nemen toe naarmate de groep deelnemers groeit. Dit heeft (on)bedoelde gevolgen, aangezien dit heterogeniteit introduceert in de voorkeuren, financiële behoeften, waarden en normen van de deelnemers. Om het potentieel van dit contract ten volle te benutten, moet het governance-ontwerp ruimte bieden voor pensioenproducten die zoveel mogelijk heterogeniteit opvangen. Ook moet het opties introduceren waarmee deelnemers betrokken blijven, of zich in ieder geval verbinden met het afzien van de mogelijkheid om hun pensioen op een niet-collectieve manier te organiseren.

Inzichten in de heterogeniteit van grote groepen maken onderscheid tussen heterogeniteit die gemodelleerd kan worden (bijvoorbeeld levenscycli) en kenmerken die voortvloeien uit politieke of sociologische eigenschappen. Momenteel houden pensioenuitvoerders slechts in beperkte mate rekening met deze verschillen, zoals risicovoorkuren per leeftijdsgroep, keuzemogelijkheden in de levenscyclus (hoger of lager risico) of keuzemogelijkheden bij pensionering (ook onderdeel van de vroegere Pensioenwet). Risicoprofielen en duurzaamheidsvoorkeuren zijn overwegend eendimensionaal, waardoor slechts in beperkte mate rekening kan worden gehouden met de uiteenlopende behoeften, waarden en normen van deelnemers. Dit brengt risico's met zich mee van een discrepantie tussen verwachtingen en daadwerkelijke uitkomsten. Het is dan ook van cruciaal belang dat pensioengovernance robuuste feedbackloops integreert om de visies van deelnemers op verwachte uitkomsten op elkaar af te stemmen. Het adresseren van deze heterogeniteit en het opzetten van robuuste feedbackloops vereisen een governancekader dat is gebaseerd op deugdelijke principes. Dat leidt tot een pensioenproduct dat beter aansluit bij de belangen en verwachtingen van alle belanghebbenden.

4. Nederlands pensioenbestuur: ontwerpprincipes vanuit het perspectief van de deelnemers

Pensioengovernance is het systeem waarmee pensioenuitvoerders i) waarde creëren voor hun deelnemers, ii) worden aangestuurd en gecontroleerd en iii) het kader bieden voor de verdeling van macht en rollen op een formele, en praktische manier.

Binnen de pensioengovernance is een sterke *license to operate* cruciaal. Is de organisatie in staat om haar *license to operate* waar te maken, haar vermogen om langetermijnwaarde te creëren voor haar belanghebbenden, duurzame rendementen te genereren en zonder verstoringen te opereren (Slager, 2025)? Het is dus verstandig om de *license to operate* verder te specificeren en criteria te ontwikkelen om de pensioengovernance te kunnen beoordelen.

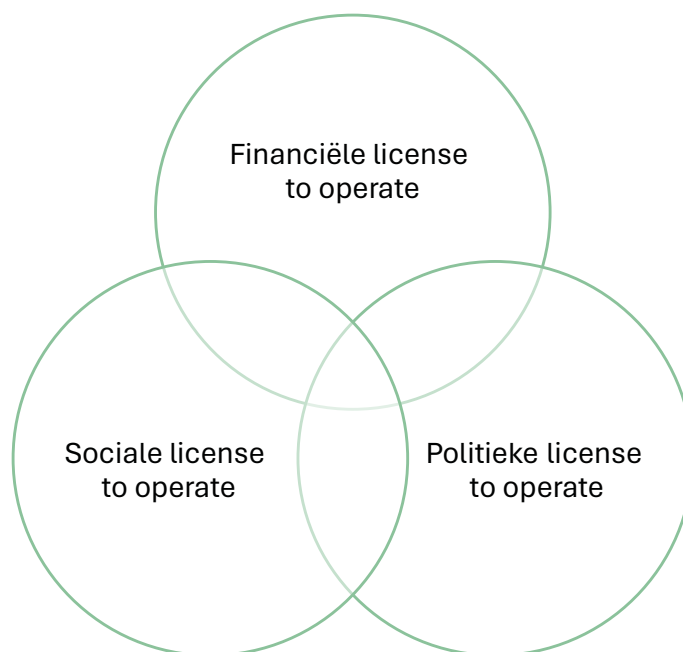
De *license to operate* omvat drie dimensies: financieel, sociaal en politiek. Als we de transformatie van de Nederlandse pensioenhervormingen bekijken door de lens van de *license to operate*, dan kunnen we deze ontwikkelingen zien als veranderingen die vanuit het perspectief van de deelnemers het volgende teweegbrengen (zie figuur 3):

Financiële *license to operate*: opeenvolgende veranderingen kunnen worden gezien als een stap in de richting van een volledig pensioencontract, waarbij de financiële risico's van het beheer van het pensioencontract explicieter en transparanter zijn gemaakt en daardoor beter moeten worden beheerd. Voor deelnemers zijn de potentiële voordelen abstract; ze zullen zich op de lange termijn moeten concretiseren, terwijl voor deelnemers de nadruk ligt op de risico's op de korte termijn.

Sociale *license to operate*: de hervorming begon als pleidooi voor veranderingen om een houdbaar pensioenstelsel voor de deelnemers te behouden. Het ontwerp van het pensioenproduct is gewijzigd om meer transparantie te creëren in de risicotoewijzing en daardoor de intergenerationele risicodeling te beperken. In het publieke debat en de communicatie stond niet de toekomstige toereikendheid, maar eerder de (bestaande) risicovolheid van pensioenen op de voorgrond, waardoor deelnemers onzeker werden over de komende veranderingen en of zij hier baat bij hebben (Van Dalen en Henkens, 2025).

Politieke *license to operate*: hoewel het een lang en ingewikkeld proces was om brede politieke steun voor de pensioenhervormingen te verkrijgen, is de steun om de hervormingen voort te zetten relatief stabiel gebleven, ook al waren de politieke debatten soms fel en werd de noodzaak van de hervormingen als zodanig ter discussie gesteld. Naarmate de voorbereidingen voor de uitvoering vorderden, ontstonden er nieuwe politieke debatten, met name over de vraag of deelnemers moesten kunnen stemmen over de overgang (waardoor de rol van de verantwoordingsorganen in het proces onder druk kwam). Een ander debat ontstond toen in het parlement werd opgeroepen dat pensioenbesturen zich moesten blijven richten op het behalen van financieel rendement, uit bezorgdheid dat pensioenbesturen hun fiduciare plichten overschreden door te investeren in duurzaamheid (Hoekstra, 2024).

Figuur 3. Financiële, sociale en politieke license to operate voor een pensioenuitvoerder



Deze aspecten bieden inzicht in de criteria waarmee de houdbaarheid van het governancekader kan worden beoordeeld, maar worden niet altijd expliciet gemaakt. Steun, betrokkenheid en vertegenwoordiging van deelnemers zijn van cruciaal belang voor het governancekader. Om blijvende toegevoegde waarde voor de deelnemers te waarborgen, moeten de uitkomsten aansluiten bij de verwachtingen en eisen van de deelnemers. Dit gaat verder dan alleen communicatie over pensioenuitkomsten en het om de vijf jaar verzamelen van voorkeuren in risico en verantwoord beleggen. Dit draagt bij aan de toegevoegde waarde van een collectief pensioenproduct in de persoonlijke financiële portefeuille van de deelnemer.

De bestuursstructuur van de pensioenuitvoerder moet ruimte bieden voor voortdurende feedback van deelnemers over gewenste pensioenuitkomsten en behoeften. Daarnaast moet die zorgen voor een beheerste en integere bedrijfsvoering van de pensioenuitvoerder en het vermogen om te gaan met verandering en weerbaar te zijn voor (on)bekende veranderingen.

De neiging bestaat om een bestuursstructuur te ontwerpen die zich concentreert op de uitvoering van de taken en de overeengekomen, gedefinieerde uitkomsten. Maar deze visie is te beperkt. Wat pensioenuitvoerders onderscheidt van andere organisaties is dat alleen deelnemers, en niet het bestuur of de toezichthouders, er over tientallen jaren nog zijn. De deelnemer zal er zijn om de materialisatie van impliciete risico's mee te maken en de gevolgen te dragen van elk type restrisico dat voortvloeit uit het pensioencontract en de pensioenuitvoering (Slager en Vos, 2023).

Een robuust bestuursontwerp richt zich dus niet alleen op het nakomen van contracten en het monitoren van prestatie-indicatoren, maar biedt ook een mechanisme voor omgang met nog onbekende impliciete risico's. Dat is dan ook het sociale contract voor nieuwe deelnemers die nog niet aan de regeling deelnemen – het bestuur moet nieuwe deelnemers tastbaar bewijs leveren dat het onder andere waarde toevoegt door nieuwe, toekomstige, impliciete risico's te identificeren en op te vangen om de beoogde pensioenuitkomsten voor de deelnemers te kunnen bereiken. Om dit te realiseren kan een bestuur transparantie bieden over de opzet van de pensioengovernance en verantwoording afleggen over de daaruit voortvloeiende implementatie. We leiden tien gestileerde ontwerpprincipes af die betrekking hebben op de financiële, sociale en politieke license to operate en bieden daarmee een kader om nieuwe pensioengovernance te beoordelen (Tabel 2).

Tabel 2. Ontwerpprincipes voor het beoordelen van kaders voor pensioengovernance

License to operate	Ontwerpprincipes op basis van de license to operate
Principes 1-3: Financiële license to operate	Principe 1: Uitkomst is leidend. Governance moet gericht zijn op de primaire taak van een bestuur, namelijk het leveren van goed pensioen aan de deelnemers. Principe 2: Een bestuur dat namens haar deelnemers optreedt, moet deze verantwoordelijkheid volledig benutten en rekening houden met de risicobereidheid en voorkeuren van de deelnemers. Principe 3: Governance moet zo worden ontworpen dat het ten minste levert wat expliciet in het pensioencontract wordt toegezegd, maar moet ook voldoende ruimte hebben om opkomende en/of impliciete ontwikkelingen te absorberen.
Principes 4-7: Sociale license to operate	Principe 4: Vertegenwoordiging, taken en samenstelling in het pensioenfondsbestuur zijn stevig geborgd in verantwoording of verantwoordelijkheid voor de uitkomsten. Principe 5: Het bestuur heeft inzicht in de heterogene voorkeuren van de deelnemers met betrekking tot pensioenuitkomsten, kosten, (verantwoord) beleggen, acceptabele risico's, advies en communicatie. Principe 6: Het ontwerp van het pensioenproduct moet zoveel mogelijk heterogeniteit bevatten in de eenvoudigst mogelijke productkenmerken die deelnemers accepteren/herkennen. Principe 7: Het ontwerp en de uitvoering van pensioenen moeten passen in het 'ecosysteem' van de deelnemer, rekening houden met diens levensgebeurtenissen en financiële planning.
Principes 8-10: Politieke license to operate	Principe 8: Directe deelname is te verkiezen boven indirecte deelname aan het bestuur. Ook hier stelt het bestuur de parameters vast voor deelnemers om deel te nemen. Principe 9: Het bestuur neemt alleen beslissingen die deelnemers als groep niet kunnen of niet willen nemen. Het bestuur organiseert de financiële intermediairfuncties en stelt (alleen) parameters vast om te waarborgen dat collectieve en langetermijnvoordelen worden gewaarborgd. Binnen deze parameters beslissen de deelnemers. Principe 10: Feedback is een hoeksteen van het bestuur. Pensioenuitvoerders opereren in financiële markten die in de loop van de tijd veranderen, waarbij feedback serieus wordt genomen en dit wordt ingebed, waardoor pensioenuitvoerders adaptief zijn. Intern toezicht speelt hierin een essentiële rol.

Veel van deze ontwerpprincipes zijn gebaseerd op andere publicaties (met name OECD, 2007; Ambachtsheer, 2017 en Maatman, 2024). We vatten ze hieronder samen.

De ontwerpprincipes bevorderen een duidelijk begrip van de doelstellingen van de pensioenuitvoerder en wat dit betekent voor de pensioengovernance. De principes gaan ervan uit dat de pensioenuitvoerder bij het ontwerpen en implementeren van governance niet slechts een 'een sluier van transparantie' biedt via de financiële intermediatiefunctie, maar ook een instelling is waar alle belanghebbenden invloed hebben. Enerzijds worden rollen en verantwoordelijkheden daarbij in evenwicht gehouden met duidelijke regels en doelstellingen, anderzijds is de governance van de pensioenuitvoerder flexibel genoeg om nieuwe, onverwachte ontwikkelingen op te vangen. Ten slotte pleiten de principes ervoor dat, waar mogelijk en relevant, invloed en participatie deel moeten uitmaken van het governance-ontwerp. Maar wat voor soort invloed en participatie? We werken dit uit aan de hand van twee dimensies.

De eerste dimensie beschouwt de invloed van deelnemers op het bestuur en daaraan gerelateerde besluitvorming. De tweede dimensie beschrijft de invloed van deelnemers op het ontwerp van pensioenproducten. Deze twee dimensies kunnen niet los van elkaar worden gezien en zijn in zekere mate een vereenvoudiging, maar het is inzichtelijk ze eerst los van elkaar te bespreken voordat we de interactie en samenloop onderzoeken. Dat doen we in de volgende paragrafen.

5. Eerste dimensie: invloed van deelnemers op bestuur en besluitvorming

Een conclusie uit paragraaf 3 is dat een vorm van collectief pensioenontwerp en het combineren van functies binnen één pensioenregeling zinvol is en voordelen biedt voor deelnemers. Maar het feit dat deze functies binnen één pensioenregeling zijn ondergebracht, betekent niet dat de deelnemer er geen invloed op kan uitoefenen of dat die dat in sommige gevallen niet zou moeten doen. Tabel 3 onderzoekt welke (intermediatie)functies waaruit een pensioenproduct bestaat, beïnvloed kunnen worden. Voor sommige functies die waarde hebben voor deelnemers ligt het voor de hand dat het bestuur de verantwoordelijkheid op zich neemt en de invloed van deelnemers beperkt, zeker als dit functies betreft die complex zijn, moeilijk waarneembaar of een langere termijn hebben om tot uiting te komen. Deelnemers zouden daar kennis van kunnen nemen, maar verwachten dat het bestuur voor hen zorgt en hen informeert over de keuzes die het namens hen heeft gemaakt. Functies zoals het bundelen van pensioenbeleggingen of risicobeheer vallen in die categorie. In theorie zou dit er zelfs toe kunnen leiden dat de wensen van deelnemers worden genegeerd als het bestuur van mening is dat hun beslissing welvaartsverhogend is voor de deelnemers als groep. Dit vereist echter dat het bestuur duidelijkheid geeft over de mate waarin de uitkomst voor een individu kan worden beperkt om de uitkomst voor andere individuen te verbeteren.

Tabel 3. Manieren waarop deelnemers worden geïnformeerd, invloed uitoefenen of beslissen over financiële intermediatiefuncties

Financiële intermediatiefunctie	Voorbeelden	Geïnformeerd	Invloed uitoefenen	Beslissen
1. Bundeling van pensioenvermogen	Bepalen van het beleggingsuniversum	Ja	Ja	Nee
2. Risicotransformatie	Vaststellen van risicovoorkeuren op lange en korte termijn	Nee	Ja	Ja
	Ontwerpen van de lifecycles	Ja	Ja	Nee
	Implementatie van duurzaamheid	Ja	Ja	Ja
3. Risicobeheer	Monitoring van risicotolerantie	Ja	Ja	Nee
	Monitoring van duurzaamheid	Ja	Ja	Ja
4. Informatieasymmetrie	Organiseren van due diligence voor financiële transacties; communicatie met leden	Ja	Nee	Nee
5. Partij op financiële markten	Selectie van tegenpartijen	Ja	Nee	Nee

Andere functies kunnen door deelnemers worden beïnvloed, waarbij het bestuur of sociale partners parameters vaststellen waarbinnen deze keuzes kunnen plaatsvinden en de keuzes binnen deze parameters vervolgens uitvoeren. De parameters worden zodanig gekozen dat alle uitkomsten binnen deze grenzen welvaartsverhogend zijn voor de deelnemersgroep als geheel, zoals het verbeteren van de diversificatie. De besluitvorming wordt overgelaten aan het bestuur, om gedragsbiases of *principaal agent*-problemen te beperken (wat weer eigen uitdagingen met zich meebrengt, omdat een bestuur ook eigen *boardroom dynamics* en gedragsvalkuilen kent). Het omgaan met asymmetrische informatie zou in die categorie vallen. Ten slotte zouden deelnemers kunnen beslissen over een functie, parameters vaststellen, bepalen hoe deze moet worden uitgevoerd, waarbij het bestuur dit accepteert en uitvoert. Dit heeft betrekking op ethische keuzes – de keuze voor de (soort) beleggingscategorieën, voorkeuren op het gebied van duurzaamheid of risicohouding en cultuur.

Gezien het feit dat er een breed palet is aan manieren waarop deelnemers kunnen worden geïnformeerd, invloed kunnen uitoefenen of beslissingen kunnen nemen over de functies in hun pensioenregeling, is de vervolgvraag: welke verschillende governancekaders zouden hieraan tegemoet kunnen komen? Of deelnemers worden geïnformeerd, invloed kunnen uitoefenen of beslissingen kunnen nemen, hangt nu af van hoe een bestuur de fiduciaire verantwoordelijkheden interpreteert – hoeveel mate van invloed dit toelaat of gewenst is.

Centraal in de governance van pensioenregelingen staan de fiduciaire verantwoordelijkheden die bestuurders verplichten te handelen in het belang van de deelnemers. Er wordt op de bestuursleden vertrouwd dat zij hun gezond verstand gebruiken. Deze besturen bestaan uit vertegenwoordigers van werkgevers, werknemers en/of vakbonden, gepensioneerden en soms professionals. Aangezien in de huidige governance ruimte is om verkiezingen te organiseren en zo (een deel van) de bestuursleden te selecteren, kan men stellen dat de belangen van de deelnemers in de huidige governance afdoende worden behartigd.

Fiduciaire verantwoordelijkheid leidt echter onvermijdelijk tot vormen van besluitvorming die losstaan van de voorkeuren van de begunstigden. In theorie, om aan de fiduciaire verplichtingen te voldoen, is het niet noodzakelijk dat de besluitvorming van het bestuur dicht bij de begunstigden staat of met hen in contact staat. Zo kan het bestuur keuzes maken die voor de groep deelnemers als geheel goed uitpakt, maar niet voor alle individuele groepen, of op basis van andere overwegingen, zoals risicomanagement, risico's op- en afschalen. Het volstaat dat bestuurders handelen in het belang van de begunstigden, op basis van het eigen inzicht.

Deze redentie is natuurlijk te kort door de bocht. Er is in het Nederlands pensioenstelsel sprake van inspraak, maar in een zwakke of sterk afgezwakte vorm (Cooper, 2021), voornamelijk via het bestaan van een verantwoordingsorgaan of door middel van enquêtes onder deelnemers. Als een deelnemer ontevreden is over de beslissingen die de pensioenuitvoerder neemt, is de keuze om uit de regeling te stappen en zich bij een andere aan te

sluiten geen optie. Omdat werkgevers de pensioenuitvoerders kunnen kiezen, zijn de keuzes die deelnemers zelf hebben ofwel zeer beperkt (in het beste geval de werkgever of sociale partner vragen uit te treden) ofwel afwezig. Het raamwerk van Hirschman over Exit, Voice en Loyalty (1970) wordt hier relevant (Cooper, 2021; Van der Lecq, 2017). Hirschman stelde dat individuen (of het nu consumenten, burgers, leden of begunstigten zijn) bij afnemende prestaties van een organisatie drie keuzes hebben: de organisatie verlaten (*Exit*), zich uitspreken en/of klagen (*Voice*) of blijven in de hoop op verbetering (*Loyalty*).

In verplichte pensioenstelsels bestaat *Exit* in feite niet als optie. Hirschman stelt dat in deze omstandigheden *Voice* de enige beschikbare optie is om ontevredenheid te uiten. Hirschman karakteriseert *Voice* als 'elke poging om de praktijken, het beleid en de output te veranderen van het bedrijf waar men koopt of van de organisatie waar men toe behoort'. *Voice* wordt hier dus gedefinieerd als een poging tot verandering in plaats van als poging om te ontsnappen aan een ongewenste situatie.

Van der Lecq (2017) stelt dat het organiseren van inspraak een belangrijk instrument is bij pensioentransities. Daarbij merkt Van der Lecq op dat burgers vanwege een terugtrekkende overheid op zichzelf teruggeworpen zijn. Ze moeten meer zelf uitzoeken en organiseren, wat als gevolg heeft dat zij zich daardoor gaandeweg meer als klant dan als deelnemer opstellen. Als zodanig eisen ze hun rechten op en willen ze met hun voeten kunnen stemmen, door op hun eigen voorwaarden van dienstverlener te wisselen. Dit leidt tot spanningen, met name bij pensioenuitvoerders. Deelnemers aan de regeling mogen immers niet opzeggen en zijn dus strikt genomen geen klanten. Hoe meer pensioenuitvoerders hen toch als klanten benaderen, hoe meer spanning ontstaat met de verplichte deelname. Weerstand tegen de autoriteitsvorm van een pensioenbestuur is dan een begrijpelijke reactie, vooral als die autoriteit eerdere beloften niet is nagekomen in de perceptie van de deelnemer. Individualisering van pensioenrechten kan de relatie transparanter maken, maar zal pas verbeteren als het 'uitstapmechanisme' wordt vervangen door een 'stemmechanisme'; een zwaardere rolinvulling met betrekking tot vertegenwoordiging, invloed en verantwoording in pensioengovernance.

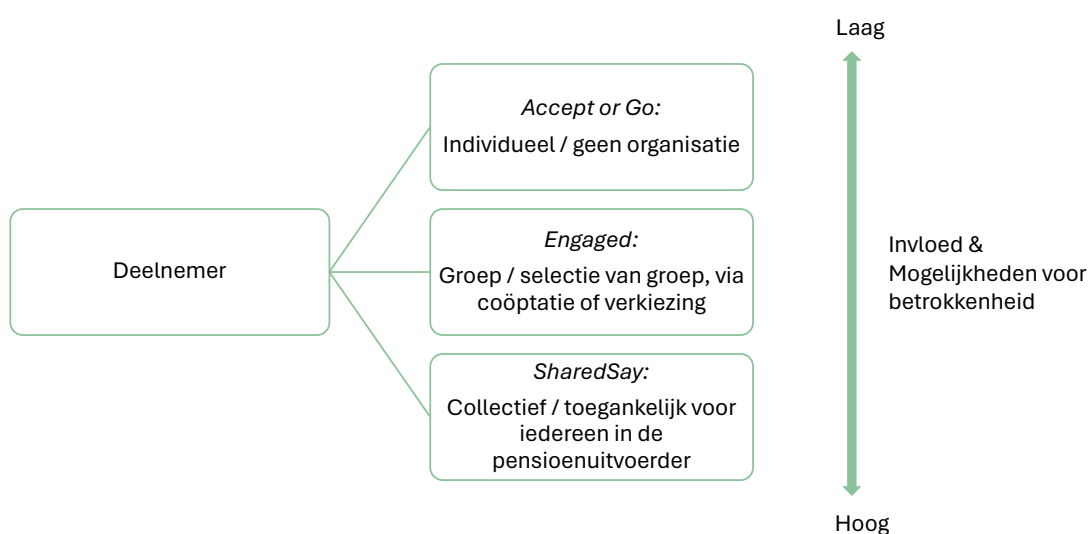
De besluitvorming van het bestuur kan worden versterkt door bestuurlijke innovaties die de stem van de deelnemers een betekenisvollere rol geven (Cooper, 2021). De auteur identificeert verschillende vormen van governance om deze te integreren: i) een stakeholderbenadering (betrokkenheid van deelnemers kan hun voorkeuren over duurzaamheid aan het licht brengen, wat een bron van kennis vormt waaruit organisaties kunnen putten bij het creëren van waarde voor dezelfde deelnemers), ii) participatieve democratie (waarbij de nadruk ligt op de rol van participatie bij kennisontwikkeling van deelnemers en de gunstige gevolgen van deze kennis voor de keuze die zij maken) en iii) deliberatieve democratie (via overleg, beraadslaging en uitwisseling van argumenten worden deelnemers beter geïnformeerd, meer betrokken en beter in staat om deel te nemen aan complexe kwesties waar-

voor nog geen voorkeuren zijn ontwikkeld, waardoor deelnemers worden aangemoedigd om niet alleen hun eigen perspectief, maar ook dat van anderen in overweging te nemen). Cooper en Bauer (2025) ontwikkelen en implementeren een burgerberaad (*deliberative mini-public*) voor Pensioenfonds Detailhandel, waarbij het bestuur voorkeuren en opvattingen over verantwoord en duurzaam beleggen uitvraagt aan een groep deelnemers, nadat zij met deskundigen hadden gesproken en op hen hadden gereageerd. Innovatief daarbij is het bestuurlijke *commitment*-effect: het bestuur verplichtte zich vooraf de keuzes en voorkeuren in het beleid toe te passen.

Als er verschillende manieren zijn waarop deelnemers geïnformeerd kunnen worden, invloed kunnen uitoefenen of beslissingen kunnen nemen over de functies in hun pensioenregeling, welk governance-ontwerp zou hieraan dan tegemoet kunnen komen? We onderzoeken daarvoor eerst drie bestaande kaders voor de invloed en betrokkenheid van deelnemers bij governance en productontwerp, namelijk de mogelijkheden 1) als individu alleen, 2) als groep als representant van de gehele deelnemersgroep en 3) als groep met invloed en betrokkenheid voor alle deelnemers in de pensioenregeling. Figuur 4 geeft dit weer.

We noemen het eerste kader *Accept or Go* ('graag of niet'), waarbij deelnemers geen invloed hebben op governance en producten. Het tweede kader, *Engaged* biedt (een groep van) deelnemers de mogelijkheid om betrokken te zijn, waardoor zij invloed kunnen uitoefenen op het bestuur en het product en veel inbreng in één richting kunnen bundelen. In het derde kader, *SharedSay*, nemen deelnemers deel aan het bestuur en de productontwikkeling, waarbij consensus ontstaat en collectief eigenaarschap van beleid en besluiten de basis vormt. In deze paragraaf gaan we dieper in op deze drie kaders.

Figuur 4. Vormen van invloed en betrokkenheid van deelnemers



In het verlengde van deze drie kaders stellen we een kwalitatieve ‘schaal’ op van progressieve bestuursinstrumenten, variërend van lage/geen betrokkenheid tot hoge/directe betrokkenheid in de governance. Deze schaal is eendimensionaal en borduurt voort op het onderzoek van Cooper door de mogelijkheid om direct stemmen toe te voegen aan de reeks instrumenten; dit om de gevolgen van governancekaders te illustreren en te onderzoeken.

Figuur 5. Instrumenten van deelnemers voor invloed en betrokkenheid bij pensioengovernance. Gebaseerd op Cooper (2021, hoofdstuk 8)



Figuur 5 illustreert dat het verrijken van bestuursstructuren met vormen van invloed en betrokkenheid pensioenuitvoerders instrumenten biedt om beter aan te sluiten bij de uiteenlopende heterogene behoeften van deelnemerssegmenten en hun persoonlijke omstandigheden. Daarbij is de achterliggende aanname dat doorontwikkeling van de governance, met het oog op betere vertegenwoordiging en invloed op het bestuur, de kloof tussen verwachtingen en uitkomsten zal overbruggen. De mate waarin valt daarbij nog te onderzoeken. Een vraag daarbij is, in het verlengde van de gedragsliteratuur, of de mogelijkheid om beslissingen te kunnen nemen op zich gewaardeerd wordt – waarbij ook ruimte is om geen beslissingen te hoeven nemen, zeker als dit aanzienlijke gevolgen kan hebben. Verbeteringen in governance met grotere nadruk op invloed zouden ook kunnen leiden tot regelmatigere aanpassingen en doorontwikkelingen van pensioenproducten, met nadruk op gepersonaliseerde begeleiding om deelnemers te helpen de beschikbare mogelijkheden ten volle te benutten. Daarmee is het onderzoeken van de invloed van deelnemers op het ontwerp van pensioenproducten een belangrijke, tweede dimensie om te verkennen.

6. Tweede dimensie: de invloed van deelnemers op het ontwerp van pensioenproducten

In de vorige paragraaf hebben we de invloed van deelnemers op het collectieve pensioenproduct via pensioengovernance besproken. In deze paragraaf kijken we naar een alternatieve benadering om de heterogeniteit van deelnemers aan te pakken bij het aanpassen van de pensioenopzet, zodat het persoonlijke pensioenvermogen voor hun eigen behoeften kan worden gebruikt.

De ontwikkeling en opzet van pensioenproducten heeft zich voornamelijk gericht op collectieve oplossingen, met ingebouwde glijpaden en/of lifecycle-fondsen. De belangrijkste invloed die deelnemers hier hebben is passief: naarmate ze ouder worden, verandert de assetallocatie.

In het bestaande pensioenproduct wordt heterogeniteit aangepakt via de risicovoorkeur en risicotolerantie van de deelnemers. Deze voorkeuren worden collectief (of per leeftijdsgroep) bepaald en vertaald naar het pensioenontwerp. Differentiatie zit in de opzet van de lifecycles, via leeftijdsgroepen in een solidaire premieregeling (SPR) of via persoonlijke keuze in risiconiveau bij een flexibele premieregeling (FPR); en in beperkte mate via actieve keuze bij pensionering, bijvoorbeeld via vervroegde uittredingsopties of de optie om de pensioenuitkeringen tijdelijk te verhogen in ruil voor lagere pensioenuitkeringen in de toekomst. In het geval van pensioenopbouw bij een Nederlandse DC-pensioenuitvoerder (zoals de premiepensioeninstelling of PPI) kunnen deelnemers bij pensionering shoppen voor een lijfrente naar keuze. In specifieke gevallen geldt dit laatste ook voor de FPR.

Wat betreft duurzaamheidsvoorkeuren moeten deze bij wet worden onderzocht en vastgesteld. Er is ervaring opgedaan met het betrekken van deelnemers bij keuzes over specifieke onderdelen van het beleggingsbeleid, zoals thematisch beleggen rond de Sustainable Development Goals van de VN of andere impactdoelstellingen.

Een ander instrument om pensioenbehoeften en -uitkomsten te personaliseren is de voorgestelde opnamemogelijkheid van 10 procent van het opgebouwde pensioenvermogen voor deelnemers. Deze extra optie zou beschikbaar komen met de invoering van de nieuwe Nederlandse pensioenwet, maar de implementatie ervan is in de loop der jaren meerdere keren uitgesteld. Ponds en Hensen (2025) onderzoeken de belangstelling hiervoor en de positieve impact op het vertrouwen indien goed wordt geadviseerd over de te maken keuze. Bij de voorbereiding van het nieuwe contract is uitvoerig nagedacht over keuzebegeleiding om deelnemers te ondersteunen bij het maken van de juiste keuze. In de praktijk blijven pensioenuitvoerders er meestal bij weg om financieel advies te geven, terwijl de toezichthouders hen aanmoedigen om de ruimte voor het begeleiden van deelnemers actief te benutten (AFM, 2023, 2025).

Samenvattend biedt het nieuwe pensioencontract, en met name de zichtbaarheid van het persoonlijke pensioenvermogen, deelnemers de mogelijkheid om meer met hun pensioenvermogen te doen, om het af te stemmen op de behoeften van hun huishouden. Het is echter aan de pensioenuitvoerder of die aanvullende diensten aanbiedt, en welke dan. De meeste pensioenuitvoerders hebben online pensioendashboards om deelnemers te ondersteunen bij hun pensioenplanning. Slechts enkele pensioenuitvoerders ondersteunen deelnemers actief bij hun persoonlijke financiële planning (meestal via derden).

Het nieuwe pensioencontract biedt zo mogelijkheden tot het uitbreiden van maatwerk gericht op de persoonlijke voorkeuren en behoeften van deelnemers. Het is de moeite waard om in te spelen op hun uiteenlopende behoeften, zowel om het opgebouwde pensioenvermogen beter te benutten als om de deelnemer meer zeggenschap te geven over diens persoonlijke pensioenvermogen. Met betere ondersteuning en meer mogelijkheden voor maatwerk zullen de tevredenheid en het besef van de waarde van het persoonlijke pensioenvermogen toenemen.

Figuur 6 toont mogelijkheden voor het gebruik van persoonlijk pensioenvermogen die de afgelopen jaren zijn besproken of naar verwachting binnenkort worden geïmplementeerd, zoals het keuzerecht bedrag ineens. De omvang van het individuele pensioenvermogen biedt hier kansen wanneer andere financieringsopties ontbreken. Deze kansen dragen allemaal bij aan de inkomensvoorziening voor later, via beter financieel inzicht en welzijn, een beter verdienvermogen in verband met een betere lichamelijke en geestelijke gezondheid, langer doorwerken en andere oplossingen. Indien gewenst (en in overleg tussen sociale partners) kunnen deze worden gecombineerd met bijpassende werkgeversbijdragen, wat de drempel voor deelnemers kan verlagen om van deze voordelen gebruik te maken. Deze opties vereisen aanvullende regelgeving, bijvoorbeeld om deze opnames fiscaal aantrekkelijk te maken of ten minste om fiscale nadelen bij gebruik te vermijden. Andere keuzemogelijkheden kunnen betrekking hebben op beleggingen en specifieke voorkeuren daarin. Dit kan impactbeleggen of andere voorkeuren omvatten. Deze mogelijkheden kunnen deels worden gecreëerd met de governancekaders die de deelnemers meer zeggenschap geven (zie paragraaf 5). De afweging tussen maatwerk in beleggingen en collectiviteit is hierbij een aandachtspunt. Evenwichtige afwegingen, solidariteit of andere beoogde voordelen staan niet direct op het spel wanneer rekening wordt gehouden met specifieke voorkeuren van deelnemers, vooral als toenemende automatisering de implementatiekosten voor maatwerk beperkt.

Figuur 6. Mogelijkheden om de heterogeniteit van deelnemersvoorkeuren aan te pakken

Uitbreiding inzet persoonlijke pensioenvermogen om heterogene voorkeuren van deelnemers te accommoderen



Vanuit praktisch oogpunt hangt de vraag of aanvullende opties kunnen worden geïntroduceerd ook af van de ruimte binnen regelgevingskaders – het is een belangrijke voorwaarde voor deze opties en financiële planning. De bescherming van deelnemersgegevens is een cruciaal onderwerp dat aan de orde komt in Europese regelgeving, zoals de AVG, PSD2 en FiDA. FiDA vereist veilige API's en standaardprotocollen, waardoor financiële instellingen met toestemming gegevens kunnen delen met andere entiteiten, de transparantie kunnen vergroten en innovatieve, gepersonaliseerde diensten voor deelnemers mogelijk kunnen maken. Er zijn echter uitdagingen, zoals kosten, aansprakelijkheid en expertise.

Het nieuwe pensioencontract biedt dus ruimte voor innovatie in productontwerp op twee vlakken die beter aansluiten bij de heterogeniteit van deelnemers. Enerzijds door deelnemers een actievere rol te geven in het pensioenbestuur (zie paragraaf 5), anderzijds door beter gebruik te maken van meer individuele opties in het pensioenproduct – die mogelijk zijn door de invoering van een persoonlijk pensioenvermogen, een ontwerpkeuze die een centraal onderdeel vormt van de pensioenhervormingen in Nederland, maar waarvan de (verstreckende) mogelijkheden nog niet volledig worden begrepen of benut.

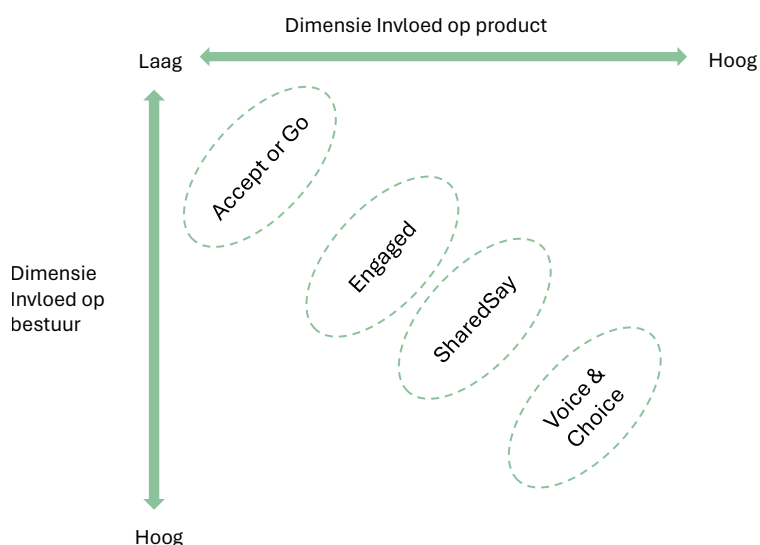
7. Deelnemers en zeggenschap: vier governancekaders

Nadat we de gevolgen van directe of indirecte vertegenwoordiging voor governance en vormen van toegenomen invloed op productontwerp hebben besproken, is de vraag nu welke kaders kunnen worden geïdentificeerd op basis van de interactie tussen deze twee assen. Tot nu toe hebben we drie gestileerde kaders voor actieve betrokkenheid en invloed van deelnemers geïdentificeerd: het *Accept or Go*-kader, het *Engaged*-kader en het *SharedSay*-kader.

Met het *Accept or Go*-kader onderscheiden we een individuele benadering zonder invloed op het pensioengovernance of het product. De deelnemer ontvangt het aangeboden product en kan de kenmerken niet beïnvloeden, maar heeft in sommige gevallen de mogelijkheid om een alternatief product van een andere pensioenuitvoerder te kiezen. Het tweede alternatief, het *Engaged*-kader, maakt invloed door de groep deelnemers mogelijk via invloed op de besturing en het product. In een collectieve benadering, het *SharedSay*-kader, kan die invloed worden verdiept door vertegenwoordiging in het bestuur van de pensioenuitvoerder die verantwoordelijk is voor de implementatie van het product. Dit faciliteert de heterogeniteit in de groep deelnemers (op collectieve wijze).

Voor elk van deze kaders schetsen we de gevolgen voor de betrokken stakeholders – deelnemers, werkgevers, bestuur en toezicht. Ook beoordelen we hoe elk raamwerk scoort op het aanpakken van heterogeniteit, het vervullen van financiële intermediaire functies, invloed en betrokkenheid en de manier waarop de ontwerpprincipes worden toegepast. De drie kaders geven meer duidelijkheid over hoe pensioenuitvoerders kunnen inspelen op de verschillende manieren waarop deelnemers invloed uitoefenen op productontwerp en bestuur, terwijl tegelijkertijd de potentiële voordelen van financiële intermediairfuncties in een collectieve context behouden blijven. Maar wat verandert er in de pensioenuitvoerder als de invloed van deelnemers op productontwerp en governance verder wordt uitgebreid en naar de logische volgende stap wordt doorgevoerd? Om dit te onderzoeken introduceren we een vierde kader, *Voice & Choice*, als uitbreiding op het bestaande *SharedSay*-kader. Figuur 7 geeft deze vier governancekaders weer. In Tabel 4 worden ze uitgewerkt naar kenmerken en overeenstemming met de ontwerpprincipes.

Figuur 7. Vier governancekaders voor invloed van deelnemers op bestuur en productontwerp



Het Accept or Go-kader: individueel, geen invloed

In dit governancekader kan de deelnemer geen invloed uitoefenen op de ontwerpkenmerken van het pensioenproduct. Het product is ontworpen om expliciet te leveren wat is beloofd, met een eenvoudig ontwerp; 'graag of niet' voor de deelnemer. Als zodanig is de rol van de deelnemer beperkt tot het leveren van de minimale input die het bestuur nodig heeft om zijn primaire taken uit te voeren, te weten het achterhalen van risicovoorkeuren (als deze niet al uit andere bronnen zijn afgeleid). Tegen de achtergrond van een eenvoudig ontwerp richt het bestuur zich op een beperkte reeks kernindicatoren voor de implementatie: performance en kosten – in absolute zin en relatief ten opzichte van de performance en de relatieve prestaties in vergelijking met andere pensioenuitvoerders. De focus op relatieve prestaties ontstaat omdat de eenvoud van het product de dreiging van 'concurrerende markten' met zich meebrengt: het product zelf heeft geen onderscheidende kenmerken, er kunnen dan vergelijkbare pensioenuitvoerders zijn die overwegen de markt te betreden met een goedkoper en beter presterend product, wat sociale partners er als opdrachtgever toe kan bewegen te wisselen van pensioenaanbieder. De deelnemer zelf zit hier misschien niet anders in. Als een pensioenproduct weinig onderscheidende kenmerken heeft en vooral als product geleverd moet worden – vergelijkbaar met bijvoorbeeld levering van gas, water en elektriciteit –, dan zou de deelnemer beperkte loyaliteit aan het pensioenproduct kunnen tonen en kunnen ontstaan voor het overstappen naar een andere uitvoerder als de gelegenheid zich voordoet. Een pensioenuitvoerder zou hierop kunnen reageren door overstapmogelijkheden binnen de eigen organisatie te organiseren, door verschillende pensioenproducten met vergelijkbare eenvoudige ontwerpen aan te bieden. Dit verhoogt de complexiteit en de administratiekosten, maar wordt gecompenseerd door de kostenbesparing bij behoud van de deelnemer.

Voorbeelden in Nederland zijn pensioenoplossingen in de derde pijler met een focus op (relatief) lage kosten en DC-pensioenoplossingen (premiepensioeninstellingen, PPI), aangeboden door werkgevers, in de tweede pijler. Australische pensioenuitvoerders bieden ook DC-opbouwregelingen aan met vrije keuze van pensioenuitvoerder.

Het Engaged-kader: beperkte invloed op het product, collectieve invloed op het bestuur

Het tweede alternatief faciliteert invloed via de groep deelnemers door invloed op het management en het product; de deelnemer kan invloed uitoefenen op de ontwerpkenmerken van het pensioenproduct. Het pensioenproduct wordt nog steeds ontworpen om expliciet te leveren wat is beloofd, maar er is ruimte voor aanvullende productkenmerken. De rol van de deelnemer is om input te leveren aan het bestuur zodat deze zijn primaire taken kan uitvoeren, namelijk het direct ophalen van risicovoorkeuren voor de ontwikkeling van het primaire product, maar ook: het ophalen van voorkeuren om met de minst mogelijke aanvullingen op het pensioenproduct zoveel mogelijk heterogeniteit op te vangen, wat met het primaire pensioenproduct nog niet mogelijk was. Deelnemers dragen ook indirect bij door adviesraden te vormen om het bestuur te adviseren en te bevragen bij belangrijke beslissingen. Het bestuur kan op zijn beurt verantwoording afleggen over zijn activiteiten aan de deelnemersraad. Deze raad kan zich daarbij richten op een beperkte reeks belangrijke indicatoren – beleggingsresultaten, kosten en relatieve prestaties in vergelijking met andere pensioenuitvoerders of op een bredere reeks doelstellingen, zoals het pensioenresultaat. De raad kan geen bestuursleden benoemen; dit is geregeld in de bestuursstructuur zelf. Bovendien ligt het initiatief bij het bestuur om de rol van de deelnemer te organiseren en te beslissen hoeveel invloed de deelnemer kan hebben. Met andere woorden, het bestuur stelt zelf de parameters vast waarbinnen deelnemers de governance en het pensioenproduct kunnen beïnvloeden.

Het SharedSay-kader: consensusgedreven

In een collectieve benadering kan het Engaged-kader worden verdiept door vertegenwoordiging in het bestuur van de pensioenuitvoerder, verantwoordelijk voor de uitvoering van het product. Heterogeniteit in de groep deelnemers wordt hierbij collectief gefaciliteerd. Dit SharedSay-kader sluit aan bij het huidige pensioenbestuur in het Nederlandse pensioenstelsel, waarbij de gepensioneerden als groep vertegenwoordigd kunnen worden in het bestuur, net als actieve deelnemers, maar bijvoorbeeld ‘slapers’ geen vertegenwoordiging hebben. De vorm van de pensioenovereenkomst en de hoogte van de premies worden onderhandeld tussen de sociale partners van de bedrijven of (bedrijfs)sectoren.

Net als bij het Engaged-kader is het de rol van de deelnemer om input te leveren aan het bestuur, zodat deze zijn primaire taken kan uitvoeren, te weten het direct ophalen van risicovoorkeuren voor de ontwikkeling van het primaire product, maar ook het ophalen van

voorkeuren om met de minst mogelijke aanvullingen op het pensioenproduct zoveel mogelijk heterogeniteit op te vangen, wat met het primaire pensioenproduct nog niet mogelijk was. Deelnemers dragen ook hier indirect bij door in adviesraden te participeren.

Tabel 4. Kenmerken van vier governancekaders

	ACCEPT OR GO	ENGAGED	SHAREDSPAY	VOICE & CHOICE
Pensioenproduct	Eenvoudig pensioenproduct ontworpen om effectief resultaat te leveren met beperkte of geen optionele mogelijkheden.	Collectief pensioenproduct met risicodeling met keuzemogelijkheden bij pensioering.	Collectief pensioenproduct met risicodeling met keuzemogelijkheden bij pensioering.	Collectief pensioenproduct (met risicodeling dat heterogeniteit faciliteert, zowel via directe representatie in bestuur als via gekozen elementen op productniveau.
Deelnemer	- Kan geen pensioenproduct kiezen. - Kan switchen van pensioenuitvoerder.	- Invoed op bestuur en product gebaseerd op gestructureerde samenwerking om diverse perspectieven te combineren. - Heterogeniteit kan op een geëgregereerde manier worden geïntegreerd. - Maakt risicodelingsmechanismen mogelijk.	- Kan invoed uitvoeren op bestuursnominaties en belangrijke strategische keuzes, soms via directe verkiezingen - Productkeuzes en voorkeuren worden indirect opgevoerd, men kan geen pensioenproduct kiezen. Heeft indirect (via bestuur of sociale partners) invloed op ontwerpkeuzes en extra functies.	- Kiest bestuurders via een democratisch proces. - Stemt rechtstreeks op bestuursleden - Kan de kenmerken van pensioenproducten direct beïnvloeden, bijvoorbeeld via stemmingen (De)juridatekeuzes en maatwerk - Specifieke beleggingsonderwerpen - Duurzaamheid en impactthema's - Stemgedrag
Actoren	- Wetgever - Kiest de geprefereerde pensioenuitvoerder. - Bestuur - De primaire taak is het ontwerpen van een product dat heterogeniteit effectief transformeert. - Richt zich op het organiseren van schaafoordelen, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Bestuur besluit over de uitvoering van ontwerpkeuzes (kosten, duurzaamheid, stemmen). - Verantwoording verschuldigd aan de deelnemers in hoeverre uitkomsten worden gerealiseerd. - Toezicht - Raad van Toezicht of niet-uitvoerende bestuurders. - Focus op onafhankelijk toezicht en strategische begeleiding. Prestaties monitoren, ethische en juridische naleving waarborgen, risico's overzien, bijdragen aan belangrijke beslissingen.	- Kiest de pensioenuitvoerder - Organiseert (quasi-)verplichte deelname - De primaire taak is het transformeren van heterogeniteit en het ontwerpen van een product dat aansluit bij de eisen van belanghebbenden. - Richt zich op het organiseren van schaafoordelen, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Bestuur besluit over de implementatie van ontwerpkeuzes (kosten, duurzaamheid, stemming) afgestemd op de groep deelnemers. - Verantwoording aan de deelnemers in hoeverre uitkomsten worden gerealiseerd. - Raad van Toezicht of niet-uitvoerende bestuurders. - Focus op onafhankelijk toezicht en strategische begeleiding. Prestaties monitoren, ethische en juridische naleving waarborgen, risico's overzien, bijdragen aan belangrijke beslissingen. - Extra focus op strategisch stakeholdermanagement en hoe heterogeniteit wordt opgenomen in governance en pensioenproducten	(Quasi-)verplichte deelname - De primaire taak is het transformeren van heterogeniteit. - Verantwoordelijk voor de verdere ontwikkeling van pensioenproducten. - Richt zich op het organiseren van schaafoordelen, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Bestuur besluit over de uitvoering van ontwerpkeuzes (kosten, duurzaamheid, stemmen) afgestemd op de groep deelnemers. - Verantwoording verschuldigd aan de deelnemers in hoeverre uitkomsten worden gerealiseerd. - Raad van Toezicht of niet-uitvoerende bestuurders. - Focus op onafhankelijk toezicht en strategische begeleiding. - Prestaties monitoren, ethische en juridische naleving waarborgen, risico's overzien, bijdragen aan belangrijke beslissingen. - Extra focus op strategisch stakeholdermanagement, begeleiding bij belangrijke beslissingen over hoe heterogeniteit wordt opgenomen in governance bij de verdere ontwikkeling van pensioenproducten versus schaafoordelen.	(Quasi-)verplichte deelname - De primaire taak is het transformeren van heterogeniteit. - Verantwoordelijk voor de verdere ontwikkeling van pensioenproducten - Richt zich op het organiseren van schaafoordelen, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Bestuur besluit over de uitvoering van ontwerpkeuzes (kosten, duurzaamheid, stemmen) in overeenstemming met de eisen van de deelnemers. - Verantwoording verschuldigd aan de deelnemers in hoeverre uitkomsten worden gerealiseerd. - Raad van Toezicht of niet-uitvoerende bestuurders. - Focus op onafhankelijk toezicht en strategische begeleiding. - Prestaties monitoren, ethische en juridische naleving waarborgen, risico's overzien, bijdragen aan belangrijke beslissingen. - Extra focus op strategisch stakeholdermanagement, interne governance gegeven een uitgebreide rol van de deelnemer, en begeleiding over hoe heterogeniteit wordt opgenomen bij het aanpassen van pensioenproducten versus schaafoordeel.
Scoren op	1. Heterogeniteit - Vangt heterogeniteit in beperkte mate. Alternatief is dat de pensioenuitvoerder verschillende vereenvoudigde pensioenproducten aanbiedt. 2. Financiële intermedietie - Focus op het bundelen van activa, risicotransformatie, risicobehoeft. 3. Invloed en betrokkenheid - Beperkt tot keuze van de uitvoerder en optionele productmogelijkheden. 4. Ontwerp-principes - Focus op financiële license to operate.	- Vangt heterogeniteit in beperkte mate. Productoplossing via een samenwerkingsproces. - Vangt heterogeniteit in beperkte mate. Productoplossing via een samenwerkingsproces waarbij consensus wordt bereikt. - Focus op het organiseren van schaafoordeel, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Beperkt; keuzemogelijkheden bij pensioering - Invloed van deelnemers op bestuursniveau en keuzemogelijkheden bij pensioering - Focus op financiële, sociale en politieke license to operate.	- Vangt heterogeniteit in beperkte mate. Productoplossing via een samenwerkingsproces waarbij consensus wordt bereikt. - Focus op het organiseren van schaafoordeel, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Focus op financiële, sociale en politieke license to operate.	- Vangt heterogeniteit op een manier waarop het voordeel van collectief en keuze-elementen en maatwerk op een evenwichtige manier worden gecombineerd. - Focus op het organiseren van schaafoordeel, risicomangement en het verminderen van asymmetrische informatie voor deelnemers. - Directe invloed van deelnemers, zowel op bestuurs- als op productniveau. Keuzemogelijkheden bij pensioering en ander maatwerk. - Focus op financiële, sociale en politieke license to operate.

De raad kan geen bestuursleden benoemen; dit is geregeld in de bestuursstructuur zelf. De rol van de deelnemersraad is hier uitgebreider dan in het Engaged-model, waarbij de raad en het bestuur overeenstemming kunnen bereiken over uitgebreidere rollen en verantwoordelijkheden, afhankelijk van de unieke kenmerken van de organisatie. Een reden hiervoor kan zijn dat de productkenmerken hiertoe aanleiding geven, wat frequentere en actievere monitoring vereist of bijvoorbeeld dat de sociale partners, als opdrachtgever van de regeling, een deel van hun monitoring van de opdrachtverlening delegeren aan de deelnemersraad. Zo zou een grotere en complexere organisatie kunnen leiden tot intensiever toezicht door deelnemersraden. Of dit al met al tot betere pensioenuitkomsten leidt, hangt af van verschillende factoren, zoals hoe het bestuur de steun van de raad waardeert tijdens overgangen of belangrijke beslissingen, en hoe toegewijd deelnemersraden zijn om een proactieve partner te zijn in discussies.

Voice & Choice-kader: directe vertegenwoordiging met uitgebreide invloed op het product

Elk van de drie eerder besproken kaders vergroot stapsgewijs de invloed van deelnemers op het bestuur en de productontwikkeling. Maar wat verandert er binnen de pensioenorganisatie als de invloed van deelnemers op de productontwikkeling en het bestuur verder wordt uitgebreid en tot de logische volgende stap wordt doorgevoerd? Om dit te onderzoeken, introduceren we een vierde kader, dat voortbouwt op het *SharedSay*-kader. De belangrijkste aanname is dat de voordelen van de financiële intermediatiefuncties die een collectieve pensioenuitvoerder bundelt, behouden blijven, maar dat de deelnemer rechtstreeks kenmerken kan kiezen, hetzij door te stemmen over het ontwerp, hetzij in de dagelijkse monitoring van de pensioenuitvoerder. Ook wordt er rechtstreeks gestemd over het bestuur, dat verantwoordelijk is voor de effectieve uitvoering van de financiële intermediatiefuncties en zorg draagt dat de keuzes van deelnemers consistent zijn en geen onbedoelde negatieve gevolgen hebben. Deelnemers zouden bijvoorbeeld de mogelijkheid kunnen krijgen om te kiezen tussen verschillende regels voor stembeleid bij beleggingen, een stap die de voorkeuren van de deelnemer verder zou afstemmen op het pensioenproduct.⁶ Een dergelijke afstemming is mogelijk voor grote pensioenuitvoerders die de schaal-grootte en middelen hebben om dit efficiënt aan te bieden. Of voor pensioenuitvoerders die de nieuwste technologieën gebruiken om deze diensten efficiënt te leveren en op te bouwen, zonder te hoeven werken met verouderde IT-systemen.

⁶ Zie bijvoorbeeld <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/blackrock-voting-choice>

8. Discussie

Zijn nieuwe governancekaders haalbaar?

Op basis van de voorgaande discussie is het antwoord ja. Pensioengovernance kan worden vernieuwd door deelnemers centraal te stellen. Er zijn veel mogelijkheden om deelnemers meer zeggenschap en invloed te geven in de Nederlandse pensioenopzet en het pensioenbestuur. De belofte van het nieuwe pensioencontract om deelnemers een persoonlijk pensioen te bieden, vereist dat er rekening wordt gehouden met de heterogeniteit in de wensen en behoeften van deelnemers. Het collectieve karakter van pensioenen en de voordelen die ze deelnemers bieden, vormen een uitdaging voor de sector om de pensioengovernance zo in te richten dat beide mogelijk zijn: een collectieve aanpak en maatwerk. In dit hoofdstuk laten we zien hoe de synthese tussen collectiviteit en maatwerk vorm kan krijgen door een verdere ontwikkeling van het governancekader. Uit een analyse van de ontwikkeling van het bestuur in de Nederlandse pensioensector door de jaren heen en een analyse van hoe financiële intermediairs waarde kunnen bieden aan deelnemers, komen ontwerpprincipes voort waarmee pensioenuitvoerders hun financiële, sociale en politieke license to operate kunnen vervullen. Vervolgens hebben we de governancekaders *Accept or Go*, *Engaged* en *SharedSay* ontwikkeld voor deelname en invloed van deelnemers op besluitvorming en bestuur. Ook schetsten we mogelijkheden om de heterogene behoeften van deelnemers in het Nederlandse pensioenproduct aan te pakken.

Zijn nieuwe governancekaders noodzakelijk?

Ook het antwoord op deze vraag is ja. Vanuit deelnemersperspectief komt uit de ontwerpprincipes naar voren dat invloed en betrokkenheid van de deelnemers essentieel is voor het borgen van de financiële, sociale en politieke license to operate op de lange termijn. Het besef dat de deelnemers individueel en collectief risicodragers zijn van het pensioenvermogen neemt toe in het nieuwe pensioencontract, wat zal leiden tot een toenemende wens tot invloed en betrokkenheid bij beslissingen over dit vermogen.

Wat zijn de belangrijkste voordelen van het opbouwen van een op deelnemers gericht governancekader?

Het opbouwen van vertrouwen met transparante, toekomstbestendige pensioenstructuren biedt meer keuze en invloed, terwijl de belangrijkste voordelen van collectieve pensioenen behouden blijven. Daarom ligt het voorgestelde *Voice & Choice*-governancekader in het verlengde van de verdere ontwikkeling van de governance in de sector. We hebben hier vastgesteld dat collectieve pensioenen, waarbij deelnemers zowel een sterke invloed hebben op het bestuur als op het productontwerp, tot de mogelijkheden behoren en een logische uitbreiding zouden zijn van de ontwikkelingen. Het effectief uitvoeren van financiële interme-

diatiefuncties zou nog steeds mogelijk zijn. Belangrijk argument hierbij is dat het ontwikkelen van dergelijke bestuursstructuren, gebaseerd op transparante principes, aan toekomstige deelnemers (die dus nog niet in de regeling zitten) het bewijs levert dat het de moeite waard is om het sociale contract aan te gaan.

Wat moet worden onderzocht?

De conclusies in dit hoofdstuk zijn niet zonder beperkingen. Het doortrekken en projecteren van trends is op zijn zachtst gezegd riskant en hangt samen met een breder maatschappelijk debat over de mate waarin individuele keuze in handen van deelnemers moet liggen. Dit moet verder worden onderzocht. Ten eerste: als het een redelijke aanname is dat het onvermogen om invloed uit te oefenen op het bestuur en/of het product het vertrouwen in de pensioenuitvoerder negatief beïnvloedt, dan kan de maatschappelijke legitimiteit om te opereren onder druk komen te staan. In een periode van transitie is het cruciaal om toekomstbestendige governancekaders te ontwikkelen, waarbij toekomstige deelnemers het gevoel hebben dat er naar hen wordt geluisterd, dat ze invloed hebben en zich comfortabel voelen bij het betalen van premies. Dit impliceert dat het ontwikkelen en valideren van principes voor goed pensioenbestuur, die transparant zijn voor huidige en toekomstige gepensioneerden, een belangrijk toekomstig onderzoekstraject is. Dit is bovendien een nieuw onderzoekstraject, aangezien onderwerpen rond vertrouwen tot nu toe zijn benaderd vanuit communicatieperspectief, vanuit de vraag wat voor soort toekomstige organisatie er moet worden opgebouwd om vertrouwen te ondersteunen en te versterken. Onderzoek naar inclusieve governancekaders die keuzevrijheid en collectiviteit in evenwicht brengen, is daarom een veelbelovende weg om te verkennen.

Referenties

- AFM (2023). *Leidraad keuzebegeleiding*, 1 juli. Amsterdam.
- AFM (2025). *Keuzebegeleiding begint bij de deelnemer*, februari 2025.
- Ambachtsheer, K. P., & Ezra, D. (1998). *Pension fund excellence: creating value for stockholders*. John Wiley & Sons.
- Ambachtsheer, K. P. (2020). Has a 'Sustainable DB Plan' become an oxymoron? Lessons from Canada, the UK, and the Netherlands, *The Ambachtsheer Letter*, August.
- Beck, U. (1992). *Risk Society: Towards a New Modernity*. London: Sage Publications.
- Clark, G. L. & Urwin, R. (2016). *Best-practice pension fund governance. Asset Management: Portfolio Construction, Performance and Returns*. Cham: Springer International Publishing, 295-322.
- Cooper, E. (2021). *Pension Schemes, Sustainable Investing and the Promise and Challenge of Governance Innovations*, University of Westminster.
- Cooper, E. & Bauer, R. (2024). *How to Democratise Pension Funds: Designing a deliberative mini-public at Pensioenfondsen Detailhandel*. Netspar Design Paper 253.
- Commissie-Frijns 2010. Frijns, J., Nijssen, J.A. & Scholtens, L. (2010). *Pensioen: Onzekere zekerheid. Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen*, Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, Kamerstukken II, 2009/10, 30 413, nr. 138.
- Commissie-Goudswaard 2010. Goudswaard, K.P., Beetsma, R.M.J.W., Nijman, T.E. & Schnabel, P. (2010). *Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen* (pp. 1-43). Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Hirschman, A.O. (1970). *Exit, voice and loyalty: Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Holzmann, R. & Hintz, R. (2005). *Old Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*. Washington, DC: The World Bank.
- Hoekstra, T. (2024). *DNB rebukes Dutch parliament call for less 'activist investing'*. 7 juni, IPE.
- Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation the Human Side of Corporate Governance*. Cambridge University Press.
- Kellermann, J. (2026). *Het nieuwe pensioenstelsel: niet eenvoudiger, wel beter*. Podcast, 12 maart 2026. PfZW. <https://www.pfzw.nl/over-pfzw/nieuws/kellermanns-kijk/kellermanns-kijk-81.html>
- Koedijk, K. & Slager, A. (2014). *Innovaties in wonen, arbeid, pensioen en de rol van pensioenfondsen*, NEA-paper 55, Tilburg, Netspar.
- Kortleve, N. & Slager, A. (2010). *Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector*, NEA-paper 27, Tilburg, Netspar.
- Kremers, J. M. (2002). Pension Reform: Issues in the Netherlands. In: *Social Security Pension Reform in Europe*. M. Feldstein & H. Siebert (red.). University of Chicago Press. URL: <http://www.nber.org/chapters/c10676>.
- Loewe, M., Zintl, T. & Houdret, A. (2021). The social contract as a tool of analysis: Introduction to the special issue on 'Framing the evolution of new social contracts in Middle Eastern and North African countries'. *World Development*, Volume 145, 104982. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.104982>.
- Maatman, R. (2020). Zonder doel kun je niet sturen. Over pensioenfondsen, doelstelling, governance en toezicht. In: Tamerus, J.H.; Dedem, C.W. van (red.), *Waartoe zijn pensioenfondsen op aarde?* pp. 141-166, Wolters Kluwer.
- Maatman, R., Melis, D., Oldenkamp, B. & Slager, A. (2024). *De governance van pensioenfondsen vanaf de stelselwijziging*. Netspar Occasional Paper 01, januari 2024.
- Merton, R. C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Silver Anniversary Commemoration (zomer 1995), pp. 23-41.

- Merton, R. & Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial environment. In: D. Crane et al. (Eds.), *The Global Financial System. A Functional Perspective* (pp. 3-32). Boston, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2022). *Memorie van toelichting Wet toekomst pensioenen*. Den Haag.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2024). *Verzamelbrief pensioenonderwerpen najaar 2023*, 9 november 2023, Kamerstukken II 2023/24, 32043 nr. 624.
- Nielsen, A. E. (2013). License to Operate. In: Idowu, S.O., Capaldi, N., Zu, L., Gupta, A.D. (red.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*. Springer, Berlijn, Heidelberg.
- Nijman, T. & Oerlemans, A. (2009). *Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten*, NEA-paper 8, Tilburg, Netspar.
- Pensioenfederatie (2014). *Code Pensioenfondsen*. Den Haag.
- Ponds, E. & Hensen, N. (2025). *Denk na over presentatie van keuze om deel pensioen ineens op te nemen*, ESB, 110(4848), 21 augustus 2025.
- Ponds, E. & Steenbeek, O. (2026). Pensioenlandschap in Nederland: Aanloop en Uitwerking. In: *Het Nieuwe Pensioenlandschap* (ed. Ponds en Steenbeek). Tilburg, Netspar.
- Slager, A. & Vos, M. (2023). *Besluitvorming voor pensioenbesturen*, Life Finance Publishers.
- Slager, A. (2025). *Wat is de waarde van institutionele beleggers?* Inaugurele Rede. Vrije Universiteit Amsterdam.
- Stantcheva, S. (2023). How to Run Surveys: A Guide to Creating Your Own Identifying Variation and Revealing the Invisible (1 September 2023). *Annual Review of Economics*, Vol. 15, pp. 205-234.
- Van Dalen, H. P. & Henkens, C. J. I. M. (2025). *Invaren of ingroeien in het nieuwe pensioenstelsel? Voorkeuren van pensioendeelnemers in een referendum*, Industry Paper 2025-03, Netspar.
- Van der Lecq, S. G. (2017). *Alles heeft zijn tijd*. Inaugurele rede. Vrije Universiteit Amsterdam.
- Vermeij, L. & Thijssen, L. (2024). *De leefwerelden van arm en rijk*. Nederlands Instituut voor Sociaal Onderzoek, Den Haag, april 2024.
- Westerhout, E., Ponds, E. & Zwaneveld, P. (2021). *Voltooiing van de Nederlandse pensioenhervormingen*. CPB-achtergronddocument. CPB, Den Haag.
- Wennekes, W. (1993). *De Aartsvaders*. Amsterdam, Olympus.

Deel III

Reflectie en evaluatie

Hoofdstuk 11

Macro-economische aspecten van de Wtp

Jan Bonenkamp
Matthijs Kokken
Erwin Lambrix
Bas Temme
Ed Westerhout

Inhoudsopgave

Samenvatting	327
1. Inleiding	328
2. Doelstellingen en criteria van pensioenstelsels	330
3. Componenten van de Wtp	333
4. Kwantitatieve analyse van de afschaffing van nominale zekerheid, introductie lifecycle beleggen en afschaffing van de doorsneesystematiek	338
5. Meer flexibiliteit	347
6. Transparantie	350
7. Doelstellingen van pensioenregelingen	351
8. Conclusies	352
Literatuur	355

Te citeren als:

Bonenkamp, J., Kokken, M., Lambrix, E., Temme, B. & Westerhout, E. (2026). *Hst.11: Macro-economische aspecten van de Wtp*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland* (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Jan Bonenkamp – APG Asset Management

Matthijs Kokken – APG Asset Management

Erwin Lambrix – APG Asset Management

Bas Temme – APG Asset Management

Ed Westerhout – Tilburg University

Samenvatting

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) maakt het tweedepijlerpensioen individueler: ongewenste herverdeling tussen verschillende groepen deelnemers verdwijnt, keuzemogelijkheden worden verruimd en inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen wordt vergroot. Deelnemers leveren welvaart in doordat minder gebruik wordt gemaakt van risicodeling tussen generaties. Dit wordt echter meer dan gecompenseerd door het maatwerk dat bij pensioenbeleggingen mogelijk wordt gemaakt. Het brede bereik van pensioenregelingen met relatief hoge vervangingsratio's blijft in het nieuwe stelsel behouden.

In het kort:

1. De Wtp maakt het tweedepijlerpensioen individueler: inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen wordt vergroot.
2. Ongewenste herverdeling tussen verschillende groepen deelnemers verdwijnt
3. Risicodeling tussen generaties wordt weliswaar minder belangrijk, maar de betekenis hiervan is beperkt.
4. Meer maatwerk bij de pensioenregeling geeft een grote welvaartswinst.

1. Inleiding

De totstandkoming van de Wtp betekent een ingrijpende hervorming van het stelsel van aanvullende pensioenen in Nederland. De hervorming leidt tot een andere balans tussen rendement en risico over de levensloop, minder herverdeling tussen werkende jongeren en werkende ouderen, een andere toedeling van risico's over jongeren en ouderen en een andere balans tussen collectiviteit en individu. De hervorming brengt ook een forse overgangsproblematiek met zich mee, gezien het besluit om in een keer over te stappen op een nieuw stelsel en niet jarenlang twee stelsels naast elkaar te laten bestaan.

Tegelijkertijd blijven veel zaken in de basis onveranderd. Het Nederlandse driepijlerstelsel is altijd een combinatie geweest van omslag en kapitaaldekking. Met de afschaffing van de doorsneesystematiek wint kapitaaldekking weliswaar aan belang, maar deze verschuiving leidt niet tot een wezenlijk andere verhouding tussen de twee financieringsprincipes. Daarnaast is verplichtstelling kenmerkend voor het Nederlandse driepijlerstelsel. Hierin verandert weinig tot niets met de introductie van de Wtp. Tot slot noemen we de in internationaal perspectief hoge vervangingsratio's in Nederland. Ook dit blijft in grote lijnen onveranderd: ook na de introductie van de Wtp wordt nog steeds substantieel pensioenpremie afgedragen.

De vraag rijst hoe de hervorming van de aanvullende pensioenen past binnen de doelstellingen die de Wereldbank meer dan dertig jaar geleden (1994) formuleerde voor pensioenstelsels met meerdere pijlers. We kunnen deze doelstellingen kort samenvatten als 1) consumptiespreiding, 2) herverdeling en 3) risicodeling. Hoewel ze niet uitputtend zijn en elkaar op punten overlappen, vormen ze toch een nuttig raamwerk om een pensioenstelsel te evalueren. De vraag luidt nu of deze doelstellingen door de hervorming dichterbij komen of juist in het geding raken? Een vraag die daaraan gerelateerd is: hoe past de hervorming binnen de criteria die het internationale toonaangevende onderzoeksinstituut Mercer hanteert om nationale pensioenstelsels te evalueren (Mercer, 2024)? Kort samengevat gaat het daarbij om toereikendheid, houdbaarheid en integriteit. Gaat ons pensioenstelsel met de totstandkoming van de Wtp beter of wellicht minder aan deze criteria voldoen? De beantwoording van deze vragen vormt de bijdrage van dit hoofdstuk.

Voor de totstandkoming van de Wtp zijn argumenten aangedragen die niet in alle gevallen zien op de fundamentele doelen van pensioenstelsels. Ze sluiten echter wel aan bij belangrijke maatschappelijke ontwikkelingen. Dan gaat het bijvoorbeeld om meer transparantie, een persoonlijker pensioen en een betere aansluiting bij een dynamischere arbeidsmarkt.

Noodzakelijkerwijs hebben we onze bijdrage op enkele punten afgebakend. We richten ons vooral op de tweede pijler van het pensioenstelsel en daarbinnen op de pensioen-

fondsen die hebben besloten in te varen.¹ Verder gaat de meeste aandacht uit naar de solidaire premieregeling (SPR), al nemen we ook de flexibele premieregeling (FPR) in onze bespreking mee.

Leeswijzer

De structuur van dit hoofdstuk is als volgt. In de eerstvolgende paragraaf gaan we dieper in op doelstellingen waaraan de tweede pijler, als onderdeel van een driepijlerstelsel, idealiter voldoet. In de paragrafen daarna analyseren we de impact van de Wtp op deze doelstellingen. We analyseren – kwalitatief – de belangrijkste kenmerken van de Wtp: minder nadruk op nominale zekerheid op pensioenaanspraken, de invoering van lifecycle beleggen en de afschaffing van de doorsneesystematiek (DSS). Vervolgens presenteren we een kwantitatieve analyse van deze elementen die – als een onderdeel van dit hoofdstuk – noodzakelijkerwijs indicatief van aard is. Daarna zoomen we in op de rol van flexibiliteit en van transparantie. Tot slot gaan we na of, en in hoeverre, het nieuwe stelsel meer of minder voldoet aan de eerder genoemde doelstellingen en criteria.

¹ Bijna driekwart van de pensioenfondsen of APF-kringen verwacht in te varen in het nieuwe pensioenstelsel. Van de uitvoerders die dat niet van plan zijn, overweegt het merendeel te liquideren (DNB, 2023).

2. Doelstellingen en criteria van pensioenstelsels

Met de Wtp komt het stelsel van aanvullende pensioenen er anders uit te zien, wat consequenties heeft voor de pensioenen van grote aantallen Nederlanders. Uiteraard is de betekenis voor totale pensioenen, bestaande uit AOW en aanvullende pensioenen, een stuk minder groot. De AOW blijft bij de Wtp immers buiten schot, hoewel in de onderhandelingen naar de aanloop van de Wtp wel aanpassingen zijn gedaan in de AOW (AOW-leeftijd, in 2019 in de Wet temporisering verhoging AOW-leeftijd). Gezien de focus van dit hoofdstuk op de aanvullende pensioenen, besteden we hier aan de AOW verder geen aandacht.

De Wtp is zowel vanuit historisch als internationaal perspectief een logische stap. In de afgelopen decennia zijn al belangrijke veranderingen opgetreden in het Nederlandse driepijlerstelsel, waaronder de verhoging van de pensioenleeftijd, het toegenomen belang van flexibiliteit en de geleidelijke overgang van traditionele *defined benefit*-regelingen (DB) naar meer hybride regelingen. Kenmerkend voor dat hybride karakter zijn de indexatiekortingen die veel pensioenfondsen jarenlang hebben toegepast.² De beweging van DB-regelingen naar *defined contribution*-regelingen (DC) is ook onderdeel van een internationale trend (Bonenkamp et al., 2017).

2.1 Wereldbank

Hiervoor benoemden we al kort de doelstellingen die traditioneel aan pensioenstelsels worden toegekend. Het gaat daarbij om het voorkomen van armoede onder ouderen/herverdeling, de spreiding van consumptiemogelijkheden over de levensloop (*consumption smoothing*) en het opvangen van schokken van buitenaf door ze over verschillende generaties te delen (intergenerationele risicodeling).

Armoedebestrijding onder ouderen is exclusief voorbehouden aan de eerste pijler, de AOW. De AOW voorziet immers in een basispensioen. De reikwijdte van de AOW verandert geleidelijk in de tijd, vanwege de verhogingen van de AOW-leeftijd. Het onderwerp staat echter formeel los van de Wtp, reden voor ons om er hier verder geen aandacht aan te besteden.

Het bredere doel van herverdeling van inkomens wordt vaak ook aan de eerste pijler toegerekend, maar is niet uitsluitend een zaak van de eerste pijler. Ook bij pensioenregelingen die op de doorsneesystematiek zijn gebaseerd, is al dan niet bedoelde inkomensherverdeling in het spel. Het gaat dan om herverdeling tussen werkende jongeren en werkende ouderen, tussen laag- en hoogopgeleiden en tussen personen met een vlak en steil carrièreprofiel.

² Om die reden wordt soms de term hybride *defined benefit*-regeling gebruikt (Westerhout et al., 2024).

Consumptiespreiding over de levenscyclus is niet een zaak van de eerste pijler alleen. Een stabiel verloop van beschikbaar inkomen over de levenscyclus wordt ondersteund door een toereikende vervangingsratio (VVR) die de verhouding weergeeft tussen het pensioeninkomen en het laatst genoten arbeidsinkomen. Hierbij spelen alle drie de pijlers van het pensioenstelsel een rol.

Bij het doel van intergenerationele risicodeling daarentegen spelen enkel de eerste en tweede pijler een rol. We onderscheiden daarbij drie risico's: 1) het risico van economische groei, 2) het kapitaalmarktrisico en 3) het macrolanglevenrisico.

De AOW deelt met de werkenden het risico van economische groei en dat van inflatie. Bij een laagconjunctuur groeien de inkomens van werkenden minder hard, maar door de koppeling van de hoogte van de AOW-uitkering aan die van de contractlonen in de marktsector geldt hetzelfde voor de AOW-uitkeringen. Doordat de belastingen dan minder hoeven te stijgen, kunnen de inkomens van werkenden worden beschermd. In een hoogconjunctuur gebeurt het omgekeerde: de AOW-gerechtigden delen in de welvaartstoename in de private sector, gefinancierd door de werkenden die een stukje van hun welvaartsgroei inleveren.

De deling van kapitaalmarktrisico's is geheel voorbehouden aan de tweede pijler. De eerste pijler is immers op omslagbasis gefinancierd, terwijl de derde pijler door het ontbreken van een verplichtstelling niet geschikt is voor risicodeling tussen generaties.

In de eerste pijler wordt het macrolanglevenrisico automatisch gedeeld. In de tweede pijler is het aan pensioenfondsen om ouderen al dan niet hiervoor te beschermen, hetzij via de solidariteitsreserve, hetzij via gerichte beschermings- en overrendementen naar leeftijdscohorten (Tweede Kamer, 2022). Naar de mate dat van deze mogelijkheid gebruikgemaakt wordt, komt dit risico niet in de reeds ingegane pensioenuitkeringen terecht.

2.2 Criteria Mercer

Nationale pensioenstelsels worden jaarlijks, door de internationale organisatie Mercer CFA Institute, met elkaar vergeleken in de Global Pension Index. Steeds meer landen worden in deze internationale vergelijking betrokken – in 2024 waren dat er 48. Nederland staat in deze editie, niet voor het eerst, op de eerste plek. De afgelopen vijf jaar (2020-2024) stond Nederland drie keer bovenaan; in 2021 en 2022 duwde IJsland Nederland naar een tweede plek.

Drie criteria spelen in deze internationale vergelijking een rol: 1) Hoe toereikend zijn de pensioenen, 2) Hoe houdbaar is het stelsel en 3) Hoe integer is het stelsel? Elk van deze drie criteria valt uiteen in een groot aantal subcriteria. Een belangrijk subcriterium bij toereikendheid zijn de vervangingsratio's van het pensioenstelsel voor verschillende inkomensgroepen. Bij houdbaarheid is een belangrijk subcriterium in hoeverre het stelsel bestand is tegen verwachte en onverwachte ontwikkelingen in de demografie. Beide criteria refereren aan het meerpijlerstelsel voor pensioenen. Een belangrijk subcriterium bij integriteit betreft

het vertrouwen dat deelnemers kunnen hebben in de private pensioenen, iets wat meer refereert aan de tweede pijler.

De Mercer-criteria benadrukken andere elementen van pensioenstelsels dan de doelstellingen die de Wereldbank heeft geformuleerd, maar de twee sets overlappen elkaar ook. In die zin zijn de criteria zoals gehanteerd door Mercer aanvullend van aard.

De bovengenoemde criteria van zowel de Wereldbank als Mercer dienen als overkoepelende graadmeter waarlangs we de ontwikkelingen in het Nederlandse pensioenlandschap kunnen evalueren. In de volgende paragrafen lopen we de belangrijkste componenten van de Wtp na. Vervolgens toetsen we die aan de bovengenoemde criteria.

3. Componenten van de Wtp

3.1. Afschaffing nominale zekerheid

In de huidige FTK-regeling (financieel toetsingskader) staat het begrip dekkingsgraad centraal: de verhouding tussen de pensioenverplichtingen en het in het fonds aanwezige vermogen. Traditioneel eist de toezichthouder een minimale dekkingsgraad ver boven de 100 procent. De omvangrijke beleggingen door fondsen in aandelen en onroerend goed maken dat het vermogen van pensioenfondsen van jaar op jaar flink kan fluctueren. Om dan de eerder toegezegde nominale pensioenen te kunnen garanderen, is voldoende afstand vereist van de dekkingsgraad tot de drempelwaarde van 100 procent.

In de Wtp komt de nadruk op nominale garanties te vervallen. Geaccepteerd wordt dat tegenvallende rendementen op beleggingen sneller een verlaging van niet-ingegane uitkeringen mogelijk maken. Daarmee wordt het minder noodzakelijk om grote buffers aan te houden. Bij de overgang van de FTK op de Wtp komt er dan ook eenmalig geld vrij dat kan worden gebruikt om eventuele negatieve overgangseffecten voor specifieke generaties te mitigeren.

Helemaal verdwijnen doen de buffers niet. Pensioenfondsen kunnen kiezen voor een solidaire premieregeling (SPR) of een flexibele premieregeling (FPR).³ Binnen de SPR dient een solidariteitsreserve te worden aangehouden die de bovenminimale dekkingsgraad van het FTK kan vervangen. Deze solidariteitsreserve is echter aan twee kanten begrensd. De reserve mag niet negatief worden en mag niet meer dan 15 procent van het collectieve vermogen van het pensioenfonds betreffen. Bovendien is intergenerationele risicodeling niet het enige doel waarvoor de solidariteitsreserve kan worden ingezet. Zowel de begrenzing van de solidariteitsreserve als het gegeven dat de reserve voor meerdere doelen kan worden ingezet, maakt dat risicodeling tussen generaties een minder prominente rol kan spelen dan bij het FTK het geval is.

Pensioenfondsen kunnen ook kiezen voor een flexibele premieregeling. Dan geldt geen solidariteitsreserve. Eventueel kan voor een risicodelingsreserve worden gekozen. De FPR is daarmee minder collectief van karakter dan de SPR.

³ Eind 2023 was de verwachting dat twee derde van de pensioenfondsen voor de solidaire premieregeling gaat kiezen en een kwart voor de flexibele premieregeling (DNB, 2023).

3.2. Introductie lifecycle beleggen

Ook lifecycle beleggen heeft gevolgen voor risicodeling tussen generaties, aangezien lifecycle beleggen meer inspeelt op de structurele verschillen in risicohouding van jonge en oude deelnemers.

Binnen het FTK zijn beleggingen van pensioenfondsen collectief. De resultaten ervan vertalen zich in de dekkingsgraad, die bepalend is voor de indexatie van pensioenrechten en -uitkeringen van deelnemers. Binnen de Wtp geldt deze uniformiteit niet langer. Voor de flexibele premiereregeling geldt een expliciet lifecycle beleggingsbeleid waarbij risicovolle beleggingen (voor het individu) worden afgebouwd met het stijgen van de leeftijd. Voor de solidaire premiereregeling geldt dat – evenals bij het FTK – nog steeds sprake is van een collectief beleggingsbeleid op fondsniveau. Maar de rendementen die op collectief niveau worden behaald, worden leeftijdsafhankelijk toebedeeld conform vooraf vastgestelde toedeelregels. Dit geeft de mogelijkheid meer in te spelen op de structurele verschillen in risicohouding tussen jong en oud. Daarmee kunnen de principes van lifecycle beleggen worden geborgd in de solidaire premiereregeling.

Er wordt onderscheid gemaakt tussen het beschermingsrendement en het overrendement. Het beschermingsrendement is gekoppeld aan de risicovrije rente. Het overrendement kan vervolgens residueel worden bepaald door dit beschermingsrendement en het gerealiseerde rendement op het vermogen van het pensioenfonds te combineren. Deze constructie impliceert dat de volatiliteit van het kapitaalmarktrendement vooral in het overrendement tot uitdrukking komt.

Door nu voor verschillende generaties verschillende risicoblootstellingen te construeren, kan worden bereikt dat jongeren relatief veel risico's dragen en ouderen relatief weinig – wat in lijn is met het lifecycle-principe. Gegeven dat ouderen minder risico's kunnen en willen dragen dan jongeren, worden hierdoor risico's en bijbehorende risicopremie daar gelegd waar ze het meest gewenst zijn. Uiteraard geldt deze redenering enkel voor gemiddelden; voor individuele deelnemers kan iets anders gelden. Toespitsing van beleggingsportefeuilles op de gemiddelde karakteristieken van verschillende cohorten betekent echter al welvaartswinst (zie Chen et al., 2019 en de berekeningen in paragraaf 4). De vooraf bepaalde blootstelling aan overrendement per leeftijd in combinatie met de persoonlijke pensioenvermogens bepaalt de verhouding tussen rendementsbeleggingen en beschermende beleggingen op fondsniveau.

Idealiter daalt de blootstelling naar overrendement van de collectieve portefeuille dus met de leeftijd van de deelnemer. Voor de jongere deelnemer kan zelfs voor een gewicht groter dan 100 procent worden gekozen. Dat betekent dat de leenrestrictie wordt opgeheven, wat de beleggingsmogelijkheden van pensioenfondsen ten opzichte van die van individuen nog verder verruimt. Wettelijk is echter bepaald dat het gewicht van het overrendement niet hoger mag zijn dan 150 procent.

3.3. Afschaffing doorsneesystematiek

Afschaffing van de doorsneesystematiek (DSS) heeft een groot aantal effecten. We onderscheiden er vier: 1) de overgang van omslag naar kapitaaldekking, 2) de consequenties daarvan voor transitiegeneraties, 3) de herverdeling tussen en binnen generaties en 4) de financiële prikkels voor individuele werknemers om hun arbeidstijd uit te breiden en later de arbeidsmarkt te verlaten.

3.3.1. Van omslag naar kapitaaldekking

Elk stelsel dat de doorsneesystematiek gebruikt kent een stukje omslag (Bonenkamp, 2009). Doordat premies renderen over de levenscyclus en de opbouw van het pensioen minder of geheel niet, zijn de premies aan het begin van de levenscyclus meer waard dan de corresponderende opbouw. Aan het einde van de levenscyclus is het precies omgekeerd. Consequentie van dit niet parallel lopen van premie en opbouw is dat premies over het eerste deel van de levenscyclus voor een (aflopend) deel overdrachten zijn aan werknemers in het tweede deel van de levenscyclus. Dit is nu juist een van de kenmerken van een omslagstelsel. Immers, een deel van de pensioenopbouw van een groep werknemers (de oudere werknemers) wordt *op hetzelfde moment* betaald uit de premies van een andere groep (de jongere werknemers). Afschaffing van de doorsneesystematiek leidt ertoe dat premie en opbouw over de levenscyclus parallel gaan lopen, waarmee deze omslagfinanciering verdwijnt.

Het wegvallen van het omslagelement leidt ertoe dat het rendement dat correspondeert met het omslagprincipe (een relatief lage economische groei) wordt ingeruild voor het rendement dat correspondeert met kapitaaldekking (een relatief hoog kapitaalmarktrendement). Afschaffing van de doorsneesystematiek bewerkstelligt zodoende dat het gemiddelde rendement op pensioenpremies hoger komt te liggen.

3.3.2. Transitiegeneraties

De afschaffing van de doorsneesystematiek heeft daarnaast consequenties voor transitiegeneraties. Doordat het nieuwe pensioenstelsel voor alle leeftijden op hetzelfde moment wordt ingevoerd, krijgen transitiegeneraties te maken met een gebroken levenscyclus. Behalve de net startende generatie en de generatie die net met pensioen gaat hebben alle generaties op het moment van invoering van het nieuwe stelsel meer premies betaald dan pensioen opgebouwd. Voor het grootste deel zou het teveel aan betaalde premies bij continuïteit van het bestaande pensioenstelsel vanzelf weer worden goedgeemaakt (afgezien van het eerder besproken omslagelement). Door in één keer op een nieuw stelsel over te stappen, moeten de te veel betaalde premies echter als verloren worden beschouwd. Deze constatering is uiteraard niet nieuw en ook niet onopgemerkt gebleven (Bonenkamp, 2009; Lever en Muns, 2017; Chen en Van Wijnbergen, 2020). Om dit probleem op te lossen, biedt

de wet de ruimte om deelnemers daarvoor bij overgang (gedeeltelijk) te compenseren uit het vermogen of extra premies. Hiermee kan het transitieprobleem in praktijk voor een belangrijk deel worden opgelost.

3.3.3. Inter- en intragenerationele herverdeling

Een ander aspect van de afschaffing van de doorsneesystematiek betreft de herverdeling tussen of binnen generaties. Vanwege de doorsneesystematiek is er herverdeling tussen jongere en oudere werknemers en tussen personen met een vlak en een oplopend carrièreprofiel. Het nieuwe stelsel behoudt wel herverdeling tussen mannen en vrouwen en tussen andere groepen met verschillende levensverwachting.

De herverdeling tussen jongere en oudere werknemers is, zoals hierboven besproken, het gevolg van het niet aansluiten van de jaarlijkse premie-inleg en -opbouw onder de doorsneesystematiek. Wordt de doorsneesystematiek afgeschaft, dan verdwijnt deze vorm van herverdeling. De herverdeling van personen met een vlak carrièreprofiel naar personen met een oplopend carrièreprofiel is hieraan gerelateerd. Bij een vlak carrièreprofiel zijn impliciete belastingen aan het begin van de carrière en impliciete subsidies aan het einde van de carrière in dezelfde orde van grootte. In geval van een oplopend carrièreprofiel zijn de impliciete subsidies aan het einde van de carrière een stuk groter. De doorsneesystematiek is dan ook relatief profijtelijk voor personen met een oplopend carrièreprofiel. Wordt de doorsneesystematiek afgeschaft, dan verdwijnt ook deze vorm van herverdeling.

Collectieve pensioenregelingen herverdelen ook tussen groepen met verschillende levensverwachting. Vrouwen leven gemiddeld langer dan mannen en hoogopgeleiden leven gemiddeld langer dan laagopgeleiden. De verschillen zijn hardnekkig. Het CBS onderscheidt drie opleidingscategorieën, voor mannen en voor vrouwen (CBS, 2025). In 2007-2010 was het verschil tussen de groep met de hoogste levensverwachting (vrouwen met hbo- of wo-opleiding) en die met de laagste levensverwachting (mannen met basisonderwijs, vmbo, mbo1) 6,1 jaar; in de meest recente periode waarover data beschikbaar zijn, 2019-2022, was dit verschil nog 5,5 jaar.

Collectieve pensioenregelingen differentiëren niet tussen seksen en opleidingscategorieën en impliceren dus automatisch herverdeling, van laagopgeleiden naar hoogopgeleiden en van mannen naar vrouwen.⁴ Deze vormen van herverdeling blijven intact wanneer de doorsneesystematiek wordt afgeschaft voor dat deel van de herverdeling dat niet het gevolg is van een verschil in carrièreprofielen.

Een belangrijke kanttekening hierbij is dat herverdeling naar sekse en opleidingsniveau niet alleen optreedt in de tweede pijler (pensioenregelingen), maar ook in de eerste pijler

4 Herverdeling van mannen naar vrouwen wordt gedeeltelijk gemitigeerd door een omgekeerde herverdeling vanuit het nabestaandenpensioen.

(AOW). De AOW herverdeelt anders, namelijk van hoogopgeleiden naar laagopgeleiden. Wordt herverdeling via de twee pijlers in samenhang gezien, dan blijkt herverdeling in de eerste pijler dominant (Bonenkamp en Ter Rele, 2013).

Afschaffing van de doorsneesystematiek vermindert dus bepaalde vormen van herverdeling. Beide vormen van herverdeling zijn waarschijnlijk nooit zo bedoeld.⁵ Dat vanwege afschaffing van de doorsneesystematiek deze vormen van herverdeling komen te vervallen, moet dan ook als positief worden beoordeeld. Het wegvallen van de herverdeling tussen jong en oud maakt het systeem immers transparanter. Hetzelfde geldt voor het wegvallen van de herverdeling tussen personen met verschillende carrièreprofielen. Daarnaast betekent het vervallen van deze herverdeling dat de inkomensverdeling gelijkmatiger wordt, wat vaak als rechtvaardiger wordt gezien.

3.3.4. Arbeidsparticipatie

Tot slot heeft de afschaffing van de doorsneesystematiek gevolgen voor de financiële prikkels die individuele werknemers (jong en oud) ervaren om hun arbeidstijd aan te passen. Jongere werknemers betalen onder de DSS een impliciete belasting op werk, ouderen ontvangen juist een impliciete subsidie op werk. Afschaffing van de DSS betekent dat deze belasting en subsidie wegvallen. Ouderen zouden onder de Wtp dan ook kunnen besluiten eerder de arbeidsmarkt te verlaten dan ze onder de FTK zouden hebben gedaan.⁶

Het slechte nieuws is dat een vermindering van de arbeidsparticipatie van ouderen niet goed past in het streven de arbeidsparticipatie te verhogen met het oog op vergrijzing van de bevolking. Het goede nieuws is dat dit probleem, zou het zich in groten getale gaan voordoen, ook weer eenvoudig op te lossen is. De overheid kan besluiten arbeid van oudere werknemers te gaan subsidiëren (met een specifieke belastingkorting bijvoorbeeld); dit gaat het wegvallen van de impliciete subsidie, die kenmerkend is voor een stelsel met doorsneesystematiek, tegen.⁷

5 De doorsneesystematiek is terug te voeren op de opstart van de DB-bedrijfstakpensioenfondsen in de jaren vijftig. Het hanteren van een kostendekkende premie zou tot een hele hoge premie hebben geleid voor de ouderen en voor jongeren juist tot een hele lage premie. Met het hanteren van een doorsneepremie voor de gehele bedrijfstak kon worden gekomen tot gelijke kosten voor jonge en oude deelnemers, en voor jonge en oude ondernemingen binnen de bedrijfstak.

6 Voor jongeren geldt uiteraard het omgekeerde. Het effect op jongeren kan echter kleiner worden ingeschat dan dat op ouderen gezien het empirische gegeven dat de arbeidstijd van oudere werknemers gevoeliger is voor financiële prikkels dan die van jongere werknemers.

7 In het verleden bestond al de Arbeidskorting voor oudere werkzame personen (2002-2008) en daarna de Doorwerkbonus (2009-2015). Van beide regelingen zijn destijds ex ante inschattingen gemaakt van het effect op de arbeidsparticipatie van de ouderen tussen de 60 en 64 jaar (CPB, 2008a; CPB, 2008b). Deze inschattingen waren 2,4 procentpunt en 0,6 procentpunt arbeidsparticipatie van respectievelijk de 60- en de 64-jarigen. Mogelijk zouden deze effecten nu groter zijn vanwege het opschuiven van de levensverwachting in feitelijke en in gezonde levensjaren.

4. Kwantitatieve analyse van de afschaffing van nominale zekerheid, introductie lifecycle beleggen en afschaffing van de doorsneesystematiek

In de paragrafen hiervoor hebben we kwalitatief gekeken naar het minder benadrukken van nominale zekerheid, de introductie van lifecycle beleggen en de afschaffing van de doorsneesystematiek. In deze paragraaf illustreren we die elementen in kwantitatieve zin. We vergelijken (een invulling van) het FTK met (een invulling van) de Wtp en analyseren wat deze overgang betekent voor de welvaart van deelnemers van verschillende leeftijden. We maken alleen berekeningen voor de SPR; een analyse van de FPR valt buiten het bereik van dit hoofdstuk.

We berekenen welvaartseffecten op basis van nutsfuncties voor deelnemers – een gebruikelijke methode in de economische wetenschap (Metselaar et al., 2020). Deze effecten zijn niet noodzakelijk hetzelfde als de effecten die zijn gebaseerd op nettoprofijs – de wettelijk voorgeschreven methode om de effecten van de stelselwijziging inzichtelijk te maken.⁸ Om precies te zijn: mogelijke efficiencywinsten van een beleidshervorming die bij de ‘nettoprofijsmethode’ buiten beeld blijven, komen nu in het vizier. Onze berekeningen geven dus inzicht in zowel welvaarts- als herverdelingseffecten.

Ten tijde van de eerdere kwantitatieve (nuts)analyses (Metselaar et al., 2020) met betrekking tot de vormgeving van de Wtp stonden we aan de vooravond van de implementatie van deze wetgeving. Vandaag de dag is meer duidelijk over de keuzes die pensioenfondsen en sociale partners daadwerkelijk maken voor de invulling van de SPR. Hierdoor kunnen we bij onderstaande kwantitatieve analyse nader aansluiten bij invullingen die in de praktijk breed worden gedragen. Zo wordt onder andere bij de uitdeelregels van de solidariteitsreserve gekozen voor een methodiek die in een later stadium is ontwikkeld, de zogenoemde Ortec-variant (De Groot en Bakker, 2022).

We baseren de analyse op een fictief pensioenfonds dat qua beleidskeuzes, zowel in het FTK als in de Wtp, een representatieve afspiegeling is van het daadwerkelijke beleid van pensioenfondsen. We streven er dus bewust niet naar het FTK of de Wtp optimaal in te vullen. Los van het feit dat het niet altijd duidelijk is wat optimaal inhoudt, willen we in kaart brengen wat de effecten zijn van de feitelijke overgang van het FTK op de Wtp. Daarbij maken we noodgedwongen enkele veronderstellingen, bijvoorbeeld over de vorm van de nutsfunctie van deelnemers, hun risico-aversie, hun carrièreprofiel en de demografische structuur van het deelnemersbestand. Het gaat in het kader van dit hoofdstuk te ver om de rol van dergelijke veronderstellingen uit te diepen. Onze analyse heeft daarmee een illustratief karakter.

⁸ Zie ook hoofdstuk 3 in dit boek voor een toepassing van het nettoprofijsprincipe.

We vullen de contracten op andere dimensies zo vergelijkbaar mogelijk in. Om precies te zijn maken we de volgende aannames⁹: i) toetreding, pensionering en overlijden zijn deterministisch en vinden plaats op respectievelijk de 25^{ste}, 68^{ste} en 88^{ste} verjaardag van de deelnemer, ii) tussen pensionering en overlijden ontvangt de deelnemer een uitkering voor ouderdomspensioen, iii) er is geen sprake van andere vormen van pensioenuitkeringen dan ouderdomspensioen, iv) alle leeftijdscohorten zijn even groot en hebben allemaal volledige pensioenopbouw. Hierbij is sprake van dezelfde leeftijdsafhankelijke reële salarismetrische groei gedurende de opbouwphase, v) de te betalen pensioenpremie gedurende de opbouwphase is 23 procent van de pensioengrondslag. Voor de berekeningen maken we gebruik van de P-scenarioset van De Nederlandse Bank (DNB).¹⁰ De beleggingsmix zoals die in het FTK wordt gehanteerd, is gelijk aan de beleggingsmix die volgt uit de gehanteerde lifecycle in de Wtp.

Aannames FTK

Bij aanvang nemen we een dekkingsgraad van 115 procent aan, vergelijkbaar met de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen eind 2024. De opbouw van pensioenaanspraken is zodanig, dat een pensioenpremie van 23 procent in elk scenario en op elk tijdstip zuiver kostendekkend is. Des te hoger de rente, des te hoger de waarde van de opbouw en vice versa. Zodoende is de premiedekkingsgraad altijd 100 procent. Hierdoor zijn FTK en Wtp vergelijkbaar qua premiestellingen en houden we dus geen rekening met de fiscale begrenzing van het maximale opbouwpercentage. De beleggingsmix is 63 procent in aandelen en 37 procent in AAA-staatsobligaties met een duratie van tien jaar. De beleggingsmix wordt aangevuld met renteswaps, zodanig dat 60 procent van het renterisico van het maximum van het vermogen en de voorziening wordt afgedekt. Verder sluiten we aan bij de in de praktijk gangbare invulling van het FTK als het gaat om indexatie- en kortingsregels.

Aannames Wtp

Ook voor de Wtp sluiten we zoveel mogelijk aan bij de invulling die naar verwachting in de praktijk wordt gekozen. Bij invaren wordt het dekkingsgraadoverschot van 15 procent van de voorziening pensioenverplichtingen aangewend voor het minimaal vereist eigen vermogen (MVEV) en operationele reserve (2%), voor vulling van de solidariteitsreserve (4,5%) en voor compensatie voor de afschaffing van de doorsneesystematiek (3%). Het resterende dekkingsgraadoverschot (5,5%) wordt over de deelnemers verdeeld met de standaardregel (met een spreidingstermijn van tien jaar). De solidariteitsreserve wordt aangewend voor het aanvullen van nominale verlagingen (conform de 'Ortec-methode', zie De

⁹ Een uitgebreide toelichting van modelaannames kan opgevraagd worden bij de auteurs.

¹⁰ We gebruiken de eerste tienduizend scenario's van de CP2022 P-scenarioset 2025 Q1.

Groot en Bakker, 2022) en ter voorkoming van negatieve persoonlijke vermogens.¹¹ Vulling vindt plaats via het afkomen van het overrendement (2%).

De toedeelregels zijn als volgt vormgegeven: de overrendementstaffel is 125 procent tot leeftijd 40 en vanaf leeftijd 40 lineair aflopend naar 40 procent op leeftijd 68. Voor jongeren wordt de leenrestrictie dus opgeheven. De beschermingsrendementsstaffel voor renterisico is 20 procent tot leeftijd 40 en vanaf leeftijd 40 lineair oplopend naar 100 procent op leeftijd 68. Verder is er sprake van een collectieve uitkeringsfase, waarbij schokken voor een derde per jaar worden gespreid. De bandbreedte voor het spreidingsvermogen is +10 procent en -10 procent als percentage van het uitkeringsvermogen. Als het spreidingsvermogen deze grenzen zou overschrijden, wordt bovenop de uitkeringsaanpassing vanwege het spreiden met een derde per jaar een aanvullende aanpassing gedaan, zodat het spreidingsvermogen binnen de grenzen blijft.

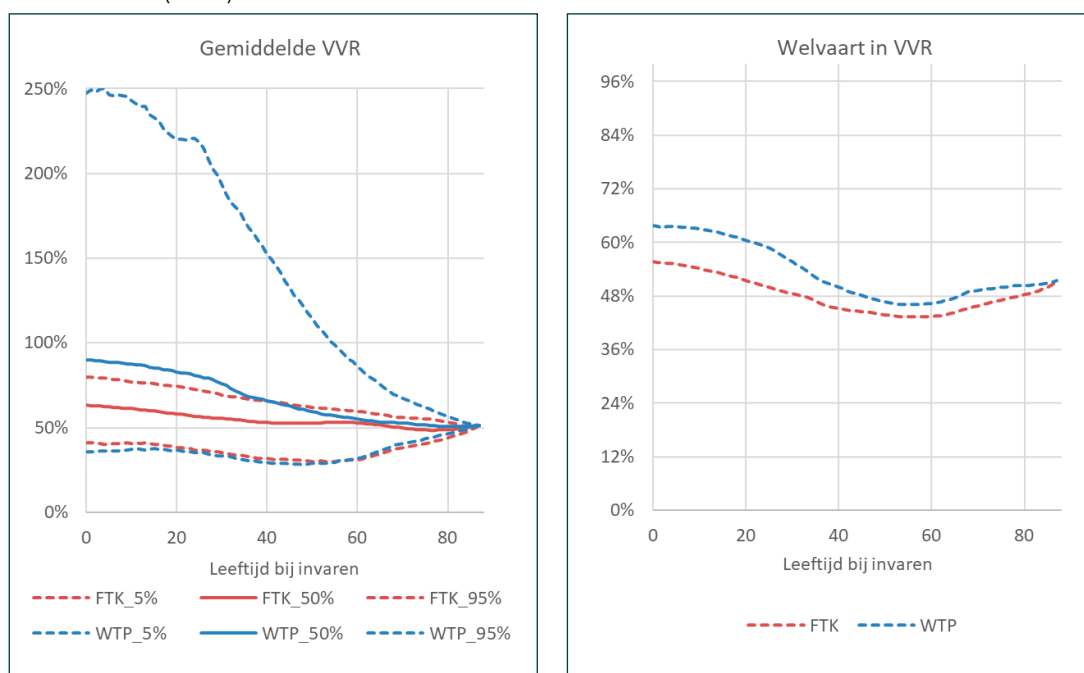
Resultaten

Figuur 1 (en volgende figuren) bestaat uit twee delen. Het linker paneel toont voor verschillende leeftijden de gemiddelde vervangingsratio's in de uitkeringsfase (gedefinieerd als pensioen in termen van het eindloon) in drie scenario's: 1) een goedweerscenario (95%-percentiel), een mediaan (50%-percentiel) en een slechtweerscenario (5%-percentiel). Het paneel rechts laat de welvaart van verschillende leeftijden zien. De welvaartseffecten tonen zekerheidsequivalente vervangingsratio's op basis van een nutsfunctie met een constante relatieve risicoaversie.¹²

11 Negatieve vermogens kunnen optreden als meer dan 100 procent beleggingsrisico wordt genomen ('opheffen leenrestrictie').

12 Zie voor de definitie van zekerheidsequivalenten Bijlage C in Metselaar et al. (2020). Voor de coëfficiënt van relatieve risicoaversie gebruiken we een waarde van 3, wat gangbaar is in de literatuur (in een meta-analyse wordt gevonden dat deze coëfficiënt in de internationale literatuur tussen de 1 en de 7 ligt (Elminjeat et al., 2025)).

Figuur 1. Vergelijking van het FTK met de Wtp op basis van gemiddelde vervangingsratio's (links) en op basis van welvaartsniveaus (rechts)



Het linker paneel van figuur 1 laat met name het effect zien van de introductie van life-cycle beleggen en, belangrijker, het loslaten van het genoeg-is-genoege-principe in de Wtp, waarvan bij het FTK in de berekeningen voor figuur 1 wel sprake is. In het FTK is de verhoging van de pensioenen gemaximeerd op het niveau van de inflatie. In de Wtp wordt die begrenzing losgelaten. In het 95%-percentiel van de Wtp leiden hoge rendementen daarmee tot even zo hoge verhogingen van de pensioenen. De keerzijde van het genoeg-is-genoege-principe bij het FTK is dat er meer capaciteit is om tegenvallende rendementen op te vangen. Toch zien we geen heel grote verschillen in het 5%-percentiel. In het rechter paneel zien we voor jongere deelnemers dat de welvaartsverbetering zo'n 9 procentpunt is en voor de oudere deelnemer zo'n 3 procentpunt.

Daarnaast laat het linker paneel van figuur 1 zien wat je zou verwachten wanneer een stuk omslagfinanciering, besloten in de doorsneesystematiek (FTK), wordt ingeruild voor financiering op basis van volledige kapitaaldekking na afschaffing ervan (Wtp): hogere gemiddelde vervangingsratio's en een grotere spreiding van vervangingsratio's. De welvaartseffecten die worden getoond in het paneel rechts geven aan dat het eerstgenoemde effect domineert: de winst van hogere gemiddelde vervangingsratio's weegt zwaarder dan het verlies vanwege een grotere spreiding van uitkomsten. Voor de oudere cohorten en die van middelbare leeftijd zijn de effecten relatief beperkt; de grootste winst zit bij de jongere cohorten.

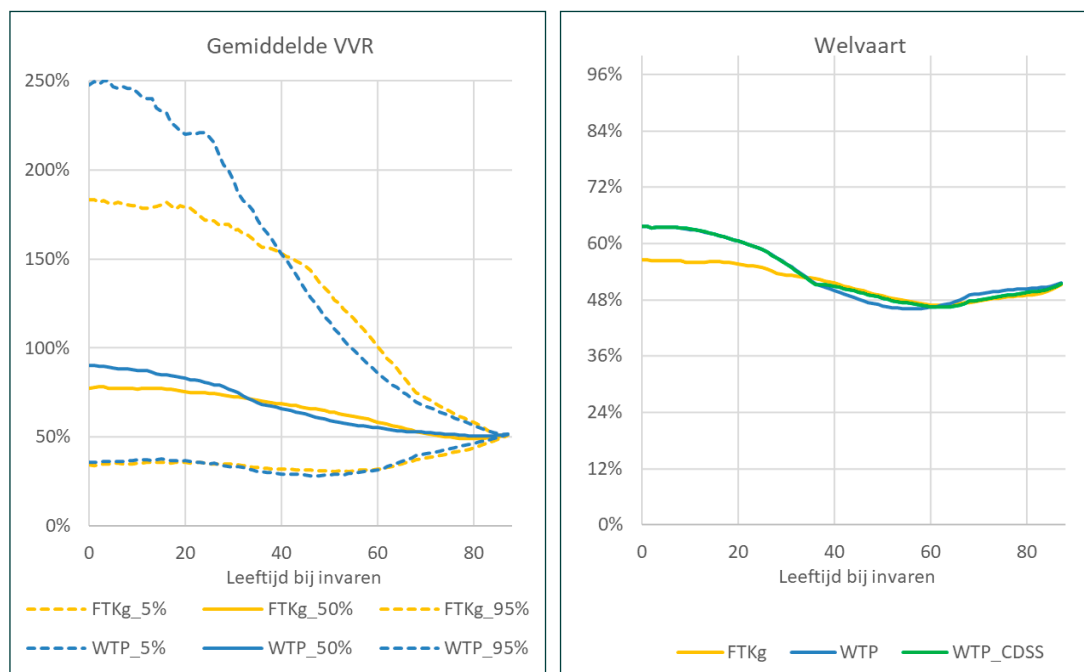
Buffervorming en doorsneesystematiek

Om het effect van het genoeg-is-genoege-principe inzichtelijk te maken, bekijken we in figuur 2 een variant op figuur 1. We laten hierbij het genoeg-is-genoege-principe in het FTK los. Dat wil zeggen dat we bij voldoende hoge dekkingsgraden (zo'n 130%) het meerdere gebruiken om de pensioenen te verhogen. De keerzijde van deze winst voor deelnemers is dat er minder vermogen beschikbaar is om tegenvallende rendementen op te vangen.

In het 95%-percentiel zien we dat het FTK zonder genoeg-is-genoege leidt tot hogere vervangingsratio's. Vooral voor de deelnemers van middelbare leeftijden (tussen de 40 en 60 jaar) leidt het FTK als genoeg-is-genoege wordt losgelaten tot hogere vervangingsratio's dan onder de Wtp, zowel voor het 95%-percentiel als voor de mediaan. Hetzelfde effect bij de deelnemers van middelbare leeftijden komt ook tot uiting in de welvaartsmaat. Voor die groepen leidt het FTK zonder genoeg-is-genoege tot hogere welvaart dan in de Wtp. Ten opzichte van figuur 1 verbetert de uitruil tussen risico en rendement als in het FTK genoeg-is-genoege wordt losgelaten. Met andere woorden, de extra bescherming van de hogere buffer (in figuur 1) weegt niet op tegen het welvaartsverlies door lagere pensioenen. Daarnaast zien we in het rechter paneel van figuur 2 dat de middengroepen (leeftijden 35 t/m 60) in de Wtp minder welvaart ervaren dan het geval zou zijn in het FTK zonder genoeg-is-genoege. Die middengroep is tevens het deel van het deelnemersbestand dat wordt geconfronteerd met het nadeel als gevolg van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Zouden we vervolgens in de Wtp hiervoor volledige compensatie geven, dan zien we het welvaartsverlies afnemen (de groene lijn in figuur rechts¹³), en wel zodanig dat de Wtp, net als in figuur 1, vrijwel voor alle deelnemers leidt tot een verbetering ten opzichte van het FTK, zelfs wanneer genoeg-is-genoege wordt losgelaten.

13 Merk op dat enkel sprake is van nadeel van het afschaffen van de doorsneesystematiek als een deelnemer wel anderen gesubsidieerd heeft (eerste helft opbouwfase), maar zelf geen volledige subsidie ontvangt (in de tweede helft van de opbouwfase). Compensatie wordt gefinancierd uit het vermogen bij overgang en kan daarmee niet voor andere doeleinden worden ingezet. Gepensioneerden ontvangen dus geen compensatie, maar betalen daar indirect via het fondsvermogen wel aan mee. Voor de allerjongsten geldt dat zij zowel geen nadeel hebben van het afschaffen van de doorsneesystematiek als geen startvermogen hebben. Vandaar dat de lijnen elkaar voor de jongere deelnemers overlappen.

Figuur 2. Vergelijking van het FTK zonder genoeg-is-genoege ('FTKg') met de Wtp op basis van gemiddelde vervangingsratio's (links) en op basis van welvaartsniveaus (rechts), met daarbij volledige compensatie afschaffen doorsneesystematiek ('WTP_CDSS')



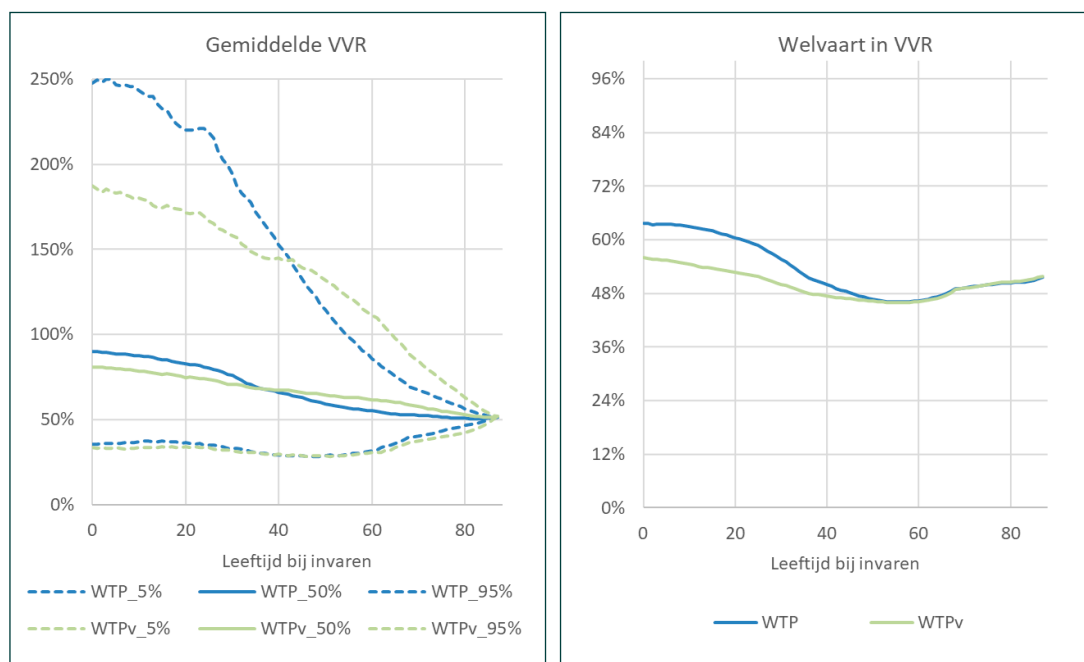
Maatwerk in beleggingsbeleid

Zoals besproken, maakt de Wtp expliciet leeftijdsafhankelijke rendementstoedeling mogelijk. Om een impressie te geven van de welvaartswinst van deze verandering in de rendementstoedeling, vergelijken we in figuur 3 de Wtp uit figuur 1 en 2 met een variant waarbij binnen de Wtp een rendement uniform wordt toebedeeld (WTPv), vergelijkbaar met het vaste beleggingsbeleid zoals gehanteerd in het FTK.¹⁴ We sluiten aan bij in de praktijk gangbare leeftijdsafhankelijke afdekking van renterisico.

In figuur 3 zien we duidelijk dat voor jongere generaties lifecycle toedelingsbeleid welvaartswinst oplevert, zo'n 8 procentpunt. Vooral jongeren hebben profijt van dit beleid, omdat zij nog een volledige lifecycle doorlopen. Voor de deelnemers die bijna of al met pensioen zijn, is echter maar zeer beperkt sprake van welvaartswinsten. Deze groep heeft niet of nauwelijks nog nieuwe opbouw, terwijl hun risicoprofiel vrij vlak is.

¹⁴ Dit vaste beleggingsbeleid in het FTK werkt niet voor alle leeftijden hetzelfde uit. Door de vormgeving van de indexatie- en kortingsregels (met spreiding) is sprake van een impliciet leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid (Mehlkopf en Van Bilsen, 2020).

Figuur 3. Vergelijking van de Wtp met een Wtp-variant met vlakke lifecycle (WTPv) op basis van gemiddelde vervangingsratio's (links) en op basis van welvaartsniveaus (rechts)



Figuur 3 laat zien dat de mediane vervangingsratio's voor oudere deelnemers hoger zijn bij deze invulling van een uniforme beleggingsmix. De 95%-percentielen liggen eveneens hoger, de 5%-percentielen lager. Dit reflecteert de grotere beleggingsrisico's die bij deze invulling van een uniforme beleggingsmix voor oudere deelnemers worden genomen en de hogere risicopremie die daarmee correspondeert.¹⁵ De effecten van grotere risico's en bijbehorende hogere risicopremie vallen grotendeels tegen elkaar weg, waardoor de effecten op de welvaart beperkt zijn. Merk op dat deze welvaartseffecten anders zouden kunnen zijn wanneer we een sterkere of zwakkere risicoaversie zouden inzetten.

Intergenerationele risicodeling via de solidariteitsreserve¹⁶

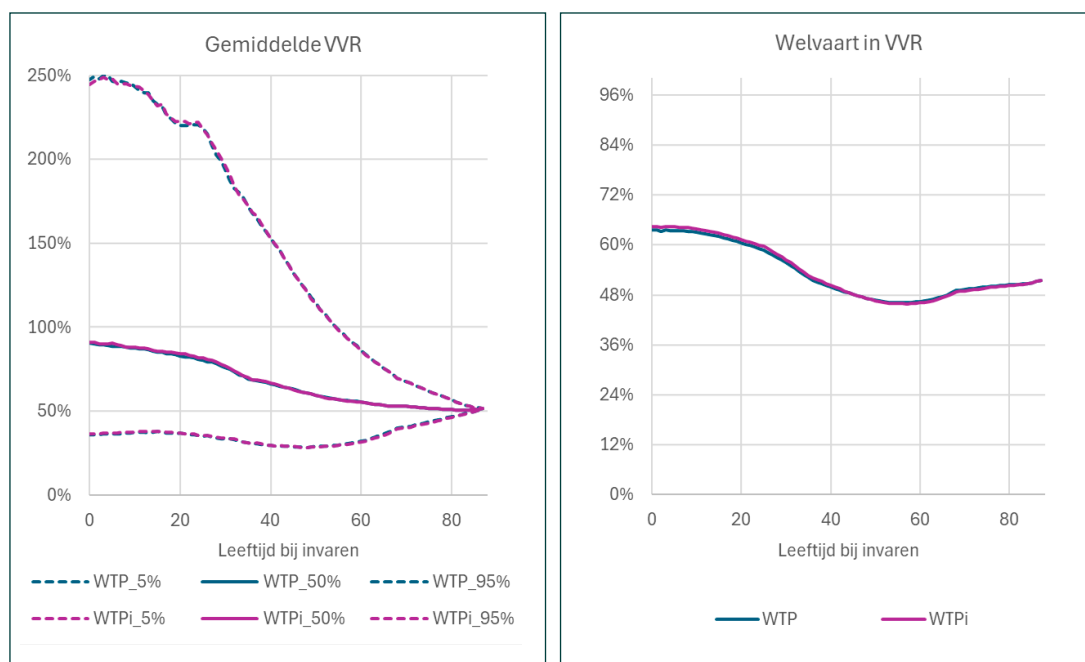
Buffervorming is een manier om intergenerationele risicodeling te realiseren in collectieve pensioencontracten. Bij intergenerationele risicodeling wordt het beleggingsrisico (en de bijbehorende vergoeding) van de huidige generaties deels doorgeschoven naar toekomstige generaties. We weten dat intergenerationele risicodeling tot welvaarswinst kan leiden (zie Cui et al., 2011). In tegenstelling tot het FTK vereist de Wtp echter niet dat er hoge buffers worden aangehouden. De resterende beperkte buffervorming in de Wtp vindt plaats binnen de solidariteitsreserve. Deze solidariteitsreserve is wettelijk beperkt in omvang (maximaal 15%).

¹⁵ Bij de lifecycle beleggingsmix is het beleggingsrisico zo'n 45 procent overrendement en 100 procent beschermingsrendement, terwijl bij de vaste beleggingsmix sprake is van 63 procent overrendement en 60 procent beschermingsrendement.

¹⁶ Zie hoofdstuk 7 in dit boek over alternatieve toepassingen van de solidariteitsreserve.

In figuur 4 bekijken we een variant met een alternatieve invulling voor de solidariteitsreserve die meer is gericht op intergenerationele risicodeling. In de basisvariant (figuur 1) wordt de reserve uitsluitend ingezet om lopende uitkeringen aan te vullen bij dreigende verlagingen. In de alternatieve invulling wordt de reserve ook ingezet om negatieve overrendementen in de opbouwfase aan te vullen. Op deze wijze wordt (in bepaalde mate) het beleggingsrisico (en bijbehorende risicopremie) via de solidariteitsreserve doorgeschoven naar toekomstige generaties.

Figuur 4. Vergelijking van de Wtp met een Wtp-variant met intergenerationele risicodeling (interactie met solidariteitsreserve; negatief overrendement aanvullen en afnemen positief overrendement, 'WTPi') op basis van gemiddelde vervangingsratio's (links) en op basis van welvaartniveaus (rechts)



We zien dat er bij jongere (toekomstige) deelnemers sprake is van welvaartswinst voor de beschreven invulling van intergenerationele risicodeling via de solidariteitsreserve, al is de omvang van die winst beperkt, zo'n 1 procentpunt. Zoals ook benoemd in Van Bilsen et al. (2021) kan extra beleggingsrisico bij restricties maar beperkt worden doorgeschoven naar toekomstige generaties. Het is namelijk zo dat de solidariteitsreserve in omvang gemaximeerd is en tegelijkertijd niet negatief mag worden. Dit verklaart dat de welvaartsverbetering in figuur 4 zo gering is. Daarbij speelt ook dat in het FTK (met genoeg-is-genoege) weliswaar sprake is van veel buffervorming, maar dat deze buffer niet (volledig) ten goede komt aan toekomstige generaties en in feite eeuwigdurend onderdeel van het fonds blijft. In de huidige regelgeving (met genoeg-is-genoege) kan de vergoeding voor het beleggingsrisico, opgeslagen in de buffer, niet volledig worden uitgekeerd aan de deelnemers. Daarmee leveren hoge buffers ook voor jongeren in het FTK weinig welvaart op. De overgang van FTK

op Wtp impliceert dus niet noodzakelijk een verlies aan welvaart door minder intergenerationale risicodeling.

Conclusie

We hebben gezien dat met name de mogelijkheid voor maatwerk in beleggingsbeleid binnen de Wtp tot welvaartswinst leidt. Op dit punt biedt de Wtp meer flexibiliteit dan het FTK. De voordelen van intergenerationale risicodeling in de Wtp (via de solidariteitsreserve) blijken daarentegen beperkt. Dat verklaart ook dat het loslaten van het genoeg-is-genoege-principe bij de overgang van FTK naar Wtp tot welvaartswinst leidt. We merken wel op dat we bij de invulling van de solidariteitsreserve zo dicht mogelijk bij de praktijk hebben aangesloten. We kunnen niet uitsluiten dat een andere invulling tot een grotere winst van intergenerationale risicodeling kan leiden.

De welvaartswinst van maatwerk in beleggingsbeleid is dus groter dan het verlies vanwege kleinere buffers. Dat lifecycle beleggen een groter welvaartseffect heeft dan intergenerationale risicodeling, komt overeen met de conclusies van Werker en Muns (2019).

We wijzen echter op de rol van de risicoaversie van de individuele deelnemer. Een deelnemer die meer risicoavers is dan de gemiddelde deelnemer van dezelfde leeftijd ervaart mogelijk minder welvaartswinst van een lifecycle beleggingsmix.

5. Meer flexibiliteit

We zien in Nederland geleidelijk een verandering optreden in het gewicht van uitkerings- en premieregelingen. Figuur 5 toont de ontwikkeling van de aandelen van de – historisch gezien – drie belangrijkste soorten pensioenovereenkomsten: de uitkeringsovereenkomsten gebaseerd op eindloon en middelloon en de premieovereenkomsten.¹⁷ De eindloonregeling kwam in 2007 al nauwelijks meer voor. Het aandeel ervan, 3,3 procent in 2007, is in de beschouwde periode verder teruggevallen tot niet meer dan 0,2 procent in 2024. Het middelloon, veruit dominant in 2007 met een aandeel van 91,7 procent, heeft iets aan marktaandeel ingeleverd, tot 88,7 procent in 2024. De premieovereenkomsten vertonen daarentegen een gestage opmars: hun aandeel steeg van 4,9 procent in 2007 tot 11,2 procent in 2024. In deze cijfers is de overgang naar de Wtp uiteraard nog niet in beeld.

Aan de opkomst van premieovereenkomsten kunnen verschillende oorzaken ten grondslag liggen. Mogelijke oorzaken zijn een toenemende behoefte aan een meer persoonlijk pensioen en veranderingen op de arbeidsmarkt.¹⁸ Vergeleken met de uitkeringsovereenkomsten kennen de premieovereenkomsten immers meer mogelijkheden om de beleggingsfase naar eigen inzicht in te vullen en kennen ze geen onderscheid tussen pensioenpremie en -opbouw zoals bij de uitkeringsovereenkomsten vanwege de doorsneesystematiek het geval is.

Een groeiende behoefte aan meer persoonlijke pensioenen zou ook kunnen verklaren dat er in de loop der tijd opties aan de pensioenwetgeving zijn toegevoegd om het pensioen meer op de individuele situatie af te stemmen. Van deze keuze-opties wordt geleidelijk meer gebruikgemaakt, zij het door een minderheid van de deelnemers. Hieronder valt de hooglaagconstructie, de mogelijkheid het pensioen eerder of later te doen ingaan en de optie van deeltijdpensioen.

Bij de hooglaagconstructie kan een deelnemer ervoor kiezen gedurende een aantal jaren een hoger pensioen te laten uitbetalen dan in de andere jaren van de pensioenfase. De keuze is beperkt tot situaties waarin de verhouding tussen het hoge en het lage pensioen niet groter is dan 100:75. De keuze kan niet anders dan bij het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd worden gemaakt. Het betreft hier dus een conditionele verruiming van flexibiliteit.

Toch wordt er van deze optie nog weinig gebruikgemaakt. Bij PfZW koos meer dan 30 procent van de deelnemers van wie het ouderdomspensioen in 2014 of 2015 inging voor de hooglaagconstructie (Willemssen en Kortleve, 2016). In de ABP-populatie koos in 2016

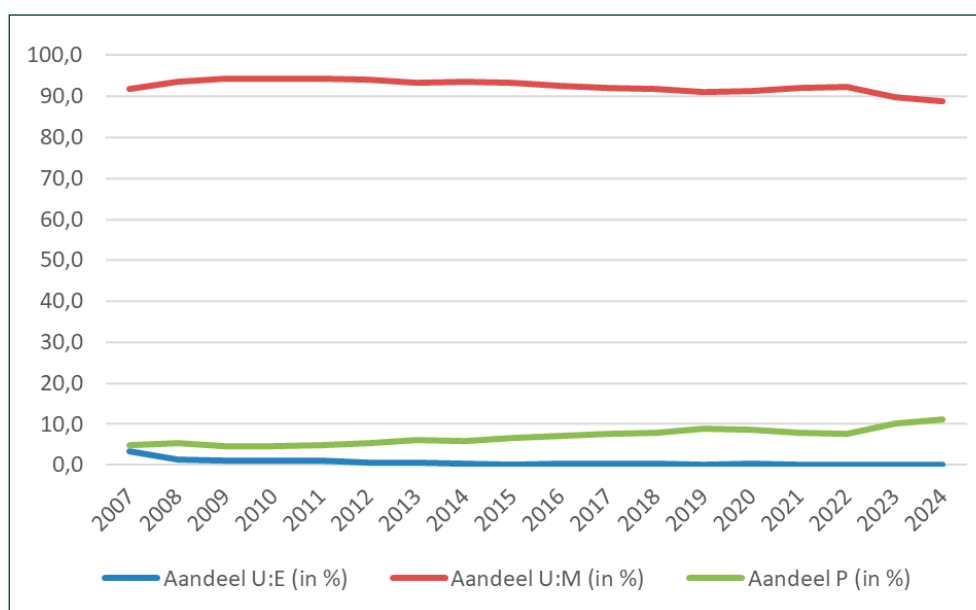
¹⁷ In 2024 bedroeg het gezamenlijke aandeel van deze drie soorten overeenkomsten 97 procent.

¹⁸ De stijging van het aandeel premieovereenkomsten kan te maken hebben met de groei van flexwerk en van het aantal zelfstandigen. Uitzendkrachten en zelfstandigen kunnen minder gebruikmaken van collectieve pensioenregelingen (Commissie Regulering van Werk, 2020).

slechts 8,5 procent voor deze optie (Folmer et al., 2018). In beide gevallen ging dat vaak gepaard met het vervroegd laten ingaan van het ouderdomspensioen en daarmee het overbruggen van de periode tot de AOW. In 2021 ging het om aanzienlijk meer deelnemers, hoewel nog steeds minder dan de helft: 19 procent van de deelnemers die vanuit een uitkeringsovereenkomst de pensioendatum bereikten en de mogelijkheid hadden om te variëren met de uitkeringshoogte van het pensioen, maakte hiervan gebruik (AFM, 2023).

Toch kan men moeilijk concluderen dat de behoefte aan een hooglaagconstructie niet al te groot is. Zo liet een survey onder PfZW-deelnemers zien dat de kennis onder deelnemers van beschikbare opties beperkt is (Willemsen en Kortleve, 2016). Daarnaast kan de beschikbaarheid van opties bijdragen aan een gevoel van vrijheid, ook wanneer er van die opties geen gebruik wordt gemaakt.

Figuur 5. Aandeel soorten pensioenregelingen (in aantallen deelnemers)



Noot:

U:E = uitkeringsovereenkomsten, gebaseerd op eindloon

U:M = uitkeringsovereenkomsten, gebaseerd op middelloon

P = premieovereenkomsten

Bron: DNB (2025)

Het eerder laten ingaan van het ouderdomspensioen, vaak in combinatie met de hooglaagconstructie, is aanmerkelijk populairder. In 2014 en 2015 koos meer dan 30 procent van de PfZW-populatie voor een eerdere ingangsdatum, terwijl in 2016 meer dan 40 procent van de ABP-populatie daarvoor koos. Ook nu zou de behoefte van deelnemers in feite groter kunnen zijn, aangezien niet iedereen van alle mogelijke opties op de hoogte is. In 2021 maakte 38 procent van de deelnemers die met pensioen gingen en de keuze hadden voor

vervroeging, hiervan gebruik (AFM, 2023). Vanaf de Pensioenwet gold dat het pensioen niet meer dan vijf jaar kan worden vervroegd. De Wtp verlengt dit echter tot tien jaar. Daarmee zou een grotere groep deelnemers kunnen worden bereikt.

Het gebruik van deeltijdpensioen is nog minder populair. In de periode 2014-2016 ging het om zo'n 5 procent van de deelnemers. In 2019 was het gebruik gestegen tot ruim 10 procent (Van Solinge et al., 2020), wat nog steeds niet veel is. Financiële factoren lijken een rol te spelen bij het beperkte gebruik (De Boer et al., 2019), net als onbekendheid met de regeling (Van Solinge et al., 2020).

Momenteel wordt gewerkt aan nog meer flexibiliteit. Doordat pensioenuitkeringen onder de Wtp worden gebaseerd op persoonlijke pensioenvermogens, wordt ook de invoering van een optionele uitkering eenvoudiger. De Wet bedrag ineens, de regeling voor vervroegde uittreding (RVU) en verlofsparen zien op het invoeren van de mogelijkheid bij pensionering een bedrag ineens uit te keren van maximaal 10 procent van het opgebouwde individuele pensioenvermogen.

Ook de afschaffing van de doorsneesystematiek die bij invoering van de Wtp een feit wordt, heeft op het punt van flexibiliteit betekenis. De Wtp verruimt de doorsneesystematiek voor een actuarieel neutrale pensioenopbouw. Daarmee verdwijnt het probleem dat het bieden van nieuwe opties in de pensioenregeling onevenwichtig uitwerkt op deelnemers van verschillende leeftijd, omdat premie en rechtenopbouw onder de doorsneesystematiek verschillend zijn. Zo is onder de DSS een tijdelijk lagere premie interessant voor jongere werkenden die meer premie afdragen dan ze aan pensioen opbouwen, maar juist niet voor oudere werkenden. Resultaat is dat uitsluitend jongere werknemers van de optie van een tijdelijk lagere premie kunnen profiteren.

De Wtp maakt zo de weg vrij voor meer flexibiliteit in de toekomst.¹⁹ Denk aan een tijdelijk lagere premie of een tijdelijke *premium holiday* (geen premie-inleg). Of aan opname van een deel van het individuele pensioenvermogen om een hypotheek af te lossen of een eigen woning mee te financieren (zoals in Zwitserland, zie Van den Heuvel-Warren, 2023). In alle gevallen kunnen nadere voorwaarden worden gesteld, zodat de juiste balans behouden blijft tussen individu en collectiviteit. En in alle gevallen lijkt een actieve rol van de pensioen-uitvoerder gewenst om te helpen voorkomen dat onwetende deelnemers keuzes maken die ze achteraf betreuren. De cijfers over het geringe gebruik van bestaande regelingen geven echter aan dat het belangrijk blijft de behoefte aan nieuwe vormen van flexibiliteit te peilen. Het zou kostbaar zijn nieuwe vormen toe te voegen aan het pensioenstelsel wanneer daar vervolgens minimaal gebruik van wordt gemaakt.

¹⁹ Zie ook hoofdstuk 12 in dit boek.

6. Transparantie

De Wtp maakt het pensioen persoonlijker. Daarmee wint het stelsel aan transparantie. Impliciete overdrachten tussen verschillende groepen verdwijnen niet compleet. Ze worden echter wel kleiner, doordat herverdeling als gevolg van de doorsneesystematiek komt te vervallen en doordat solidariteitsreserves vergeleken met de buffers onder het FTK kleiner zullen uitvallen.

Meer transparantie hoeft echter geen voordeel te zijn. Deelnemers kunnen onaangenaam verrast zijn wanneer het meer inzichtelijk wordt dat een deel van hun premie-inleg is gebruikt om een solidariteitsreserve te vullen. Wanneer een pensioenfonds een lager rendement op het pensioenvermogen heeft behaald dan andere financiële instellingen, wordt dat ook sneller duidelijk. De twee voorbeelden maken duidelijk dat het goed is om vooraf – en tussentijds – zo duidelijk mogelijk te communiceren wat deelnemers wel en niet van hun pensioen onder de Wtp kunnen verwachten.²⁰

²⁰ Zie ook hoofdstuk 8 in dit boek.

7. Doelstellingen van pensioenregelingen

Met de invoering van de Wtp wordt het individuele karakter van pensioenregelingen belangrijker. Dit past in een beweging die ook in andere landen zichtbaar is (Van den Heuvel-Warren, 2023). De Wtp laat ongewenste herverdeling tussen verschillende groepen deelnemers verdwijnen, verruimt keuzemogelijkheden en vergroot het inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen.

Sommige collectieve elementen komen onder druk: zo krijgt risicodeling tussen generaties een minder prominente plek. Het belang hiervan wordt echter meer dan gecompenseerd, doordat bij pensioenbeleggingen meer maatwerk mogelijk wordt. Tegelijkertijd blijven veel collectieve elementen bestaan die zo kenmerkend zijn voor de Nederlandse invulling van het tweedepijlerpensioen: het brede bereik en de relatief hoge vervangingsratio's.

In termen van de doelstellingen zoals de Wereldbank die heeft geformuleerd, zien we dat de functie van herverdeling beter wordt ingevuld doordat ongewenste herverdeling in de tweede pijler minder wordt. Risicodeling tussen generaties wordt minder, maar consumptiespreiding over de levenscyclus wordt beter door de introductie van meer maatwerk bij het beleggingsbeleid.

In termen van de criteria toereikendheid, houdbaarheid en integriteit (Mercer) beoordelen we de Wtp eveneens positief. Vervangingsratio's zijn in Nederland hoog, afgezet tegen zowel het EU- als het OESO-gebied (Staats en Westerhout, 2022).²¹ Vervangingsratio's zullen gemiddeld genomen niet veel veranderen en in het licht van een veranderende arbeidsmarkt wordt het stelsel houdbaarder. Het driepijlerstelsel als geheel is al eerder houdbaarder gemaakt door het besluit om de pensioenleeftijd in de AOW meer af te stemmen op de verandering in de levensverwachting. Verder maakt de Wtp het gemakkelijker om in de toekomst innovaties door te voeren die meer individualisering mogelijk maken binnen een collectief kader. De hervorming is echter nog niet klaar: de transitie naar het nieuwe stelsel is in volle gang en in het licht van een veranderende positie van deelnemers zal ook de governance van fondsen opnieuw moeten worden gezien (Maatman et al., 2024).

21 Dit geldt voor personen met een gemiddeld arbeidsinkomen en voor personen met een half of twee maal zo hoog arbeidsinkomen.

8. Conclusies

De Wtp maakt het tweedepijlerpensioen individueler: ongewenste herverdeling tussen verschillende groepen deelnemers verdwijnt, keuzemogelijkheden worden verruimd en inzicht in het opgebouwde pensioenvermogen wordt vergroot. Tegelijkertijd wordt van risicodeling tussen generaties minder gebruikgemaakt. Dit wordt echter meer dan gecompenseerd door het maatwerk dat bij pensioenbeleggingen mogelijk wordt gemaakt. Het brede bereik van pensioenregelingen met relatief hoge vervangingsratio's blijft in het nieuwe stelsel behouden.

Noodgedwongen hebben we ons in de analyse moeten beperken. Aan de FPR hebben we minder aandacht kunnen geven dan aan de SPR. Daarnaast is onze analyse beperkt tot gemiddelden. Daardoor blijft buiten beeld dat resultaten anders kunnen uitpakken voor individuele pensioenfondsen of individuele deelnemers. Toch lijkt het verantwoord te concluderen dat de Wtp beter dan de FTK is uitgerust om de uitdagingen van een dynamische omgeving aan te gaan.

Literatuur

- AFM (2023). *Sectorbeeld pensioenen 2023. De stand van zaken in de pensioensector*.
- Bilsen, S. van, Mehlkopf, R. & Pelsser, A. (2021). *De voordelen van de solidariteitsreserve ontrafeld*. Netspar Industry Paper 186.
- Boer, H. de, Kantarci, T. , van Vuuren, D. & Westerhout, E. (2019). *Deeltijdpensioen geen wondermiddel voor langer doorwerken*, Netspar Design Paper 129.
- Bonenkamp, J. (2009). Measuring Lifetime Redistribution in Dutch Occupational Pensions, *De Economist* 157, 49-77.
- Bonenkamp, J. & ter Rele, H. (2013). Herverdeling door pensioenregelingen: een integrale analyse van de AOW en de aanvullende pensioenen, *TPE digitaal* 7, 51-65.
- Bonenkamp, J., Meijdam, L., Ponds, E. & Westerhout, E. (2017). Ageing-driven pension reforms, *Journal of Population Economics* 30, 953-976.
- CBS (2025). <https://www.cbs.nl/nl-nl/cijfers/detail/84842NED> (geraadpleegd 11 mei 2025).
- Chen, D., Doll, M. & van Ool, A. (2019). *De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotoedeling binnen pensioenfondsen*, DNB Occasional Studies 17-2.
- Chen, D. & van Wijnbergen, S. (2020). Redistributive Consequences of Abolishing Uniform Contribution Policies in Pension Funds, *De Economist* 168, 305-341.
- Commissie Regulering van Werk (2020). *In wat voor land willen wij werken?*, ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, Den Haag.
- CPB (2008a). *Effecten doorwerkbonus*, CPB Notitie.
- CPB (2008b). *Effecten van participatiebeleid*, CPB Notitie.
- Cui, J., de Jong, F. & Ponds, E. (2011). Intergenerational risk sharing within funded pension schemes, *Journal of Pension Economics & Finance*, 10(1), 1-29.
- DNB (2023). TRANSITIENIEUWS – Sectorbeeld WTP-transitie: later invaren en minder gebruik transitie-ftk | De Nederlandsche Bank (geraadpleegd 6 juli 2025).
- DNB (2025). <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/pensioenovereenkomsten-jaar/dataset/d2c03ef8-1d7a-4132-bc31-35ab45588fdf> (geraadpleegd 11 mei 2025).
- Elminejad, A., Havranek, T. & Irsova, Z. (2025). Relative Risk Aversion: A Meta-Analysis, *Journal of Economic Surveys* 39, 2315-2333.
- Folmer, K., Lever, M., Ponds, E., Starink, B. & Westerhout, E. (2018). *Effecten van meer keuzevrijheid bij pensioenuitkering*, Netspar design paper 105.
- Groot, C. de & Bakker, M. (2022). *Hogere en stabielere pensioenen dankzij de solidariteitsreserve*. Ortec Finance.
- Heuvel-Warren, J. van den (2023). *De pensioenvoorziening in Nederland, Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland: een rechtsvergelijkend onderzoek*, Netspar Design paper 222.
- Lever, M. & Muns, S. (2017). *Effecten afschaffing doorsneesystematiek: een ALM-analyse*. CPB Achtergronddocument.
- Maatman, R., Melis, D., Oldenkamp, B. & Slager, A. (2024). *De governance van pensioenfondsen vanaf de stelselwijziging*, Netspar Occasional Paper 01/2024.
- Mehlkopf, R. & van Bilsen, S. (2020). *Renterisico, lifecycle en pensioencontract*, Netspar Brief, nr. 19.
- Mercer (2024). Mercer CFA Institute Global Pension Index [Online], available at <https://www.mercer.com/globalpensionindex>.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case, *The Review of Economics and Statistics* 51(3), 247-257.
- Metselaar, L., Nibbelink, A. & Zwaneveld, P. (2020). *Het doorontwikkelde contract: varianten, opties en resultaten*. CPB Achtergronddocument.

Hoofdstuk 11 Macro-economische aspecten van de Wtp

- Muns, S. & Werker, B. (2019). Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationele risicodeling. *Economisch Statistische Berichten* 4777, 427-429. Opgehaald van <https://esb.nu/esb/20056004/baten-van-slimme-toedeling-rendementen-hoger-dan-van-intergenerationele-risicodeling>.
- Staats, G. & Westerhout, E. (2022). Naar een verdere fiscalisering van de AOW?, *Weekblad voor Fiscaal Recht* 53, 351-362.
- Solinge, H. van, van Dalen, H. & Henkens, K. (2020). Deeltijdpensioen: ervaren belemmeringen bij werknemers en werkgevers, *Tijdschrift voor HRM* 3, 1-20.
- Tweede Kamer (2022). *Memorie van Toelichting Wet toekomst pensioenen*, Kamerstuk 36067.
- Wereldbank (1994). *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.
- Westerhout, E., Ponds, E. & Zwaneveld, P. (2024), Reforming the Dutch pension system to ensure sustainability, *International Social Security Review* 77, 3.
- Willemsen, M.T.M. & Kortleve, C.E. (2016). Behoefte aan meer flexibiliteit bij pensionering, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken* 22, 22-25.

Hoofdstuk 12

Vraagstukken voor ná de Wtp-transitie

Dick Boeijen †
Cindy Dolkens
Nine de Graaf
Niels Kortleve

IN MEMORIAM Dick Boeijen (1977–2026)

Op 20 februari 2026 overleed onze dierbare collega en medeauteur Dick Boeijen, een invloedrijke denker binnen het Nederlandse pensioenstelsel. Zijn scherpe analyses, creatieve blik en vermogen om complexe vraagstukken helder te verwoorden waren van grote waarde bij het schrijven van dit artikel.

Dicks visie en betrokkenheid hebben in de vierentwintig jaar dat hij bij PGGM werkte veel invloed gehad op het denken over het pensioenstelsel zowel intern als nationaal. Zijn gedachtengoed zal ook invloed hebben op de doorontwikkeling van het pensioenstelsel. Wij zijn dankbaar voor zijn bijdrage en zullen hem – als collega en als mens – zeer missen.

Inhoudsopgave

Samenvatting	358
Inleiding	359
1. Een goed pensioen voor iedereen	360
2. Toegenomen transparantie	363
3. Pensioenkloof tussen mannen en vrouwen	366
4. Verschillen tussen maar ook binnen generaties	369
5. Verschillen in levensverwachting	372
6. Behoefte aan meer inspraak van deelnemers	374
Tot slot	377

Te citeren als:

Boeijen, D.†, Dolkens, C., De Graaf N. & Kortleve, N. (2026). *Hst. 12: Vraagstukken voor ná de Wtp-transitie*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel)*.

Affiliaties

Dick Boeijen † - PGGM

Cindy Dolkens - PGGM

Nine de Graaf - PGGM

Niels Kortleve - PGGM

Samenvatting

De transitie naar de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is een noodzakelijke stap om het Nederlandse pensioenstelsel toekomstbestendig te maken, maar vormt geen eindpunt. In dit hoofdstuk verkennen we de vraagstukken die ná de transitie blijven bestaan of juist ontstaan. We bespreken zes thema's die de komende jaren onvermijdelijk aandacht vragen:

1. voldoende pensioenopbouw voor alle werkenden
2. de gevolgen van toegenomen transparantie
3. de pensioenkloof tussen mannen en vrouwen
4. grote verschillen in pensioenuitkomsten tussen en binnen generaties
5. verschillen in levensverwachting
6. de groeiende behoefte aan inspraak en maatwerk

Drie rode draden verbinden deze thema's: 1) toenemende transparantie, 2) zicht op verschillen tussen cohorten en in mindere mate tussen deelnemers en 3) de daaruit voortvloeiende behoefte aan meer maatwerk.

Daarnaast zijn ook spanningen tussen deze thema's te ontdekken. Mogelijke oplossingen voor het ene thema kunnen de problematiek bij een ander thema juist versterken. In dit hoofdstuk benadrukken we dat de zoektocht naar een houdbaar en rechtvaardig pensioenstelsel ook na de Wtp-transitie doorgaat. We hebben niet de illusie dat deze zes vraagstukken de volledige onderzoeksagenda vormen; ze zijn bedoeld als eerste aanzet voor discussie en om nieuwe ideeën te stimuleren in een snel veranderende wereld.

Inleiding

Demografische, economische, arbeidsmarkt- en maatschappelijke ontwikkelingen kunnen ertoe leiden dat een bestaand pensioenstelsel niet langer houdbaar is en dus moet worden aangepast. In Nederland is besloten over te stappen naar nieuwe premiereregelingen (de Wtp) met het doel het stelsel toekomstbestendig te maken. De vraag is echter of deze stap ook voldoende is.

Hoewel de nieuwe premiereregelingen veel van de eerder gesignaleerde zorgen en knelpunten oplossen, blijven sommige daarvan bestaan. Daarnaast leidt de overgang naar deze nieuwe regelingen tot weer nieuwe aandachtspunten en kan die bestaande, niet opgeloste zorgpunten vergroten. Ondertussen staat, ook ná de transitie, de wereld om ons heen niet stil; nieuwe ontwikkelingen leiden mogelijk tot nieuwe pensioenvraagstukken.

In dit hoofdstuk kijken we vooruit: welke vraagstukken blijven bestaan of ontstaan juist na de transitie? We bespreken zes vraagstukken die de pensioensector de komende jaren in ieder geval niet kan negeren:

1. Hoe kan iedere werkende voldoende pensioen opbouwen?
2. Welke uitdagingen brengt de toegenomen transparantie met zich mee?
3. Hoe kan de pensioenkloof tussen mannen en vrouwen verkleind worden?
4. Zijn de mogelijk zeer grote verschillen in pensioenuitkomst tussen en binnen verschillende generaties acceptabel?
5. Hoe om te gaan met de verschillen in levensverwachting tussen deelnemers in de nieuwe regelingen?
6. Hoe om te gaan met de toenemende behoefte aan inspraak in het persoonlijke pensioenvermogen?

Deze selectie is niet bedoeld als een definitieve of uitputtende opsomming. We hebben niet de illusie dat we met dit lijstje van zes de complete onderzoeksagenda voor de komende jaren neerzetten.¹ Wel weerspiegelen deze vraagstukken onderwerpen die vanuit verschillende perspectieven – beleid, uitvoering en deelnemer – regelmatig terugkeren in discussies over de toekomst van het stelsel. Het zijn daarmee logische startpunten om de discussie te openen. We willen met onze bijdrage vooral onderstrepen dat de zoektocht naar een houdbaar pensioenstelsel voor alle generaties, ook na de overgang op de nieuwe premiereregelingen, nooit ophoudt. We hopen lezers dan ook te prikkelen om zelf met nog andere belangrijke thema's te komen en aan de slag te gaan.

¹ Denk bijvoorbeeld aan het belang om het menselijke kapitaal te onderhouden in een steeds dynamischere arbeidsmarkt, ook gegeven een stijgende levensverwachting.

1. Een goed pensioen voor iedereen

De toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt vroeg de afgelopen jaren veel aandacht.² Zo bouwt inmiddels ongeveer 10 tot 25 procent van de werkenden in Nederland geen pensioen op in de tweede pijler³ en vindt er slechts beperkt opbouw plaats in de derde pijler.⁴ Een aanvullend probleem is de zogenoemde grijze vlek: werkenden die wel deelnemen aan een pensioenregeling, maar met een premie-inleg die onvoldoende is voor een adequaat pensioen.⁵ Dat is niet alleen een individueel risico, maar ook een maatschappelijk vraagstuk. Is het acceptabel dat een grote groep werkenden mogelijk onvoldoende pensioenopbouw heeft om rond te kunnen komen vanaf pensionering?

Wie bouwt er mogelijk geen of te weinig pensioen op?

Steeds meer mensen werken buiten de traditionele kaders van een vast dienstverband (of in een dienstverband zonder pensioenopbouw). Denk hierbij aan zelfstandigen, platformwerkers of mensen met tijdelijke contracten. Voor een groeiende groep werkenden is pensioenopbouw daardoor geen vanzelfsprekendheid. Dat maakt hen financieel kwetsbaar.

Zo blijkt dat slechts een klein deel van de zelfstandigen vrijwillig pensioen opbouwt. In 2023 betaalde minder dan 10 procent van de zzp'ers lijfrentepremie als pensioenvoorziening en dit aandeel is in de afgelopen jaren steeds verder gedaald.⁶ Hoewel er in de derde pijler mogelijkheden zijn voor individuele opbouw, zijn die tot nu weinig benut.⁷ Wel is na introductie van de Wtp de inleg in derdepijlerproducten in 2023 flink gestegen en houdt de overheid rekening met een hogere belastingaftrek voor de derde pijler.⁸ Daarmee ligt de hoogte van de pensioenopbouw in de derde pijler nog niet op het niveau van de tweede pijler en is de gemiste/lage opbouw in het verleden niet goedge maakt.

Ook onder werknemers is er een groep, aangeduid met 'de witte vlek', die geen aanvullend pensioen opbouwt. Uit cijfers van het CBS uit 2024 blijkt dat deze witte vlek daalde van 13,4 naar 10,6 procent: een daling van zo'n 20 procent ten opzichte van 2019.⁹ Bij elkaar opgeteld bouwt ongeveer 10 tot 25 procent van alle werkenden (dus zowel zzp'ers als werk-

2 Zie o.a. Commissie Regulering van Werk (2020), SER (2021), Netspar (2022).

3 Van Ewijk, Lutjens, Ponds en Starink Pensioen voor alle werkenden, Netspar 2024, Design Paper 249.

4 Van Ewijk, Lutjens, Ponds en Starink Pensioen voor alle werkenden, Netspar 2024, Design Paper 249.

5 Zie bijvoorbeeld 'Grijze vlek' bij DC-regelingen groter dan verwacht, waarin de AFM aangeeft dat ongeveer twee derde van de ruim één miljoen DC-deelnemers een beschikbaar premiepercentage heeft van 10 procent of minder van de pensioengrondslag.

6 Hebben zzp'ers een voorziening voor arbeidsongeschiktheid of pensioen? | CBS.

7 Hebben zzp'ers een voorziening voor arbeidsongeschiktheid of pensioen? | CBS

8 Zie: <https://pensioenpro.nl/overheid-verhoogt-verwachting-voor-belastingaftrek-derde-pijler/>

9 Voortgangsrapportage Aanvalsplan Witte Vlek, 6 maart 2024.

nemers) geen pensioen op in de tweede pijler. Dit wordt slechts gedeeltelijk gecompenseerd door extra opbouw in de derde pijler of met andere vermogensopbouw.¹⁰ Daarmee blijft een aanzienlijk deel van de beroepsbevolking kwetsbaar voor financiële onzekerheid op pensioenleeftijd.

Waarom is het erg dat niet iedereen pensioen opbouwt?

Het feit dat een grote groep werkenden geen of mogelijk te weinig pensioen opbouwt, roept vragen op. Bij onvoldoende pensioenopbouw moeten mensen rondkomen van het sociale minimum.¹¹ Daarnaast kan er sprake zijn van oneerlijke concurrentie op arbeidsvoorwaarden tussen werkenden onderling en tussen werkgevers. En onvoldoende pensioenopbouw kan ook impact hebben op de Nederlandse economie. Als grote groepen mensen als zelfstandige werken, maar in feite werknemer zijn, betalen zij niet mee aan werknemersverzekeringen (zoals de WW- of WIA-verzekering) en pensioenopbouw, terwijl zij daar mogelijk wel recht op hebben. Hierdoor worden de lasten niet eerlijk verdeeld.¹²

Wat doet de Wtp hieraan en wat gebeurt er nu al?

Een van de doelstellingen van de Wtp is het beter aansluiten bij de veranderende arbeidsmarkt. Mensen werken niet altijd meer bij dezelfde werkgever, vaker op basis van tijdelijke contracten en vaker als zelfstandige.¹³ De doorsneesystematiek (bij uitkeringsovereenkomsten) kan verstoring uitwerken op arbeidsmarktbeslissingen. Pensioenopbouw via deze systematiek is met de Wtp afgeschaft. De overstap op een stelsel met persoonlijke pensioenvermogens neemt de nadelige gevolgen van een baanverandering of switch tussen werknemerschap en zzp-schap weg.¹⁴ Tegelijkertijd introduceert de Wtp experimenteerruimte voor pensioenopbouw door zelfstandigen in de tweede pijler. Dit om te bevorderen dat zelfstandigen meer pensioen opbouwen. Vrijwilligheid blijft daarbij de basis. De Pensioenfederatie heeft echter aangegeven dat de huidige wettelijke ruimte om deze experimenten te starten niet toereikend is.¹⁵

Ook voor de witte vlek is er aandacht. Al bij het pensioenakkoord in 2019 is vastgesteld dat sociale partners met een plan moesten komen om ervoor te zorgen dat meer werknemers pensioen gaan opbouwen en te onderzoeken hoe zzp'ers gemakkelijker voor hun pensioen kunnen sparen. En bij de behandeling van de Wtp is een amendement aange-

¹⁰ Idem.

¹¹ Amendement Nijboer/Maatoug, Tweede Kamer, vergaderjaar 2022-2023, 36 067, nr. 56.

¹² Zie: Meer duidelijkheid over werken met en als zelfstandige, wetsvoorstel naar Raad van State | Nieuwsbericht | Rijksoverheid.nl.

¹³ Zie MvT Wtp p. 8.

¹⁴ MvT p. 15.

¹⁵ Huidige conceptwet Toekomst pensioenen maakt pensioenexperimenten door pensioenfondsen voor zzp'ers onmogelijk.

nomen waarin wettelijk is verankerd dat de witte vlek (werknemers zonder pensioenopbouw) per 2027 gehalveerd moet zijn ten opzichte van 2019.¹⁶

Ook buiten de Wtp om zijn er stappen gezet. Zo is per 1 januari 2025 het handhavingsmoratorium op schijnzelfstandigheid opgeheven. Dat betekent dat er weer actief wordt gehandhaafd op situaties waarin iemand formeel gezien als zelfstandige werkt, maar feitelijk werknemer is.¹⁷ Sindsdien is het aantal ingeschreven zelfstandigen bij de Kamer van Koophandel gedaald, met name in sectoren waar veel twijfelgevallen voorkomen, zoals de zorg.¹⁸ Verder werkt SZW aan het wetsvoorstel Verduidelijking beoordeling arbeidsrelaties en rechtsvermoeden (VBAR). Dit voorstel moet het gemakkelijker maken om te bepalen of iemand werknemer of zelfstandige is en introduceert een rechtsvermoeden van werknerschap bij een laag uurtarief. Werkenden aan de onderkant van de arbeidsmarkt krijgen daarmee meer bescherming en voor opdrachtgevers wordt het duidelijker wat hun verantwoordelijkheden zijn.

Kortom: er staat al veel in de steigers, maar zal dit voldoende zijn om de groep werkenden die geen pensioen opbouwt terug te dringen? En hoe kunnen gaten uit het verleden worden gedicht?

Wat is er aanvullend nodig?

Veel vragen zijn al geagendeerd door de sociale partners en de pensioensector (via het Actieplan Witte Vlekken) of de wetgeving (met het aangenomen amendement bij de Wtp of de voorstellen rondom zelfstandig ondernemerschap). Tegelijkertijd staan er nog veel vragen open die de Wtp niet oplost: Hoe kunnen werknemers zonder pensioen toch pensioen gaan opbouwen? En als dat onvoldoende lukt, zou een pensioenplicht (zoals voorgesteld bij het aangenomen amendement) dan een oplossing kunnen zijn? Of zou auto-enrolment, waarover de Europese Commissie¹⁹ onlangs een aanbeveling heeft uitgebracht, een bijdrage kunnen leveren aan het terugdringen van het aantal werkenden zonder pensioenopbouw?

Rondom zelfstandig ondernemerschap zijn de belangrijke vragen: Wie is écht zelfstandige en waar is sprake van verkapt werknerschap? Zijn er meer mogelijkheden zodat zelfstandigen ook pensioen gaan opbouwen? Wat betekent het voor diens pensioenopbouw als blijkt dat iemand die als zelfstandige werkzaam was, toch werknemer is? En welke rol zouden werkgevers, opdrachtgevers en pensioenaanbieders daarin kunnen spelen? Vragen die de komende jaren verder opgepakt moeten worden om te komen tot voldoende pensioenopbouw voor iedereen.

¹⁶ Amendement Nijboer/Maatoug, Tweede Kamer, vergaderjaar 2022-2023, 36 067, nr. 56.

¹⁷ Vanaf 1 januari 2025 volledige handhaving op schijnzelfstandigheid | Nieuwsbericht | Rijksoverheid.nl.

¹⁸ Aantal zzp'ers daalt verder | KVK.

¹⁹ Commission Recommendation (EU) 2025/2384 of 20 November 2025 on pension tracking systems, pension dashboards and auto-enrolment (notified under document C(2025) 9300).

2. Toegenomen transparantie

Bij de totstandkoming van de Wtp is de term transparantie vaak gevallen. De overstap op persoonlijke pensioenvermogens maakt het pensioen inderdaad transparanter. En dat heeft een aantal voordelen, zoals:

- Deelnemers gaan zien dat pensioen een belangrijke arbeidsvoorwaarde is; het persoonlijk pensioenvermogen dat door het fonds voor de deelnemer opzij wordt gezet is al gauw een behoorlijk groot bedrag.
- Deelnemers gaan zien dat hun eigen premie-inleg slechts een deel is van het opgebouwde vermogen. Ook de werkgever (premie) en het pensioenfonds (rendement) hebben een belangrijke bijdrage geleverd aan het persoonlijk pensioenvermogen.
- De mythe van 'Ik stop veel meer in mijn pensioenfonds dan ik ooit terugkrijg' – die nog wel eens de kop opsteekt nadat fondsen pijnlijke maatregelen hebben moeten nemen of aankondigen – kan worden ontkracht.

Bovenstaande voorbeelden laten zien dat transparantie kan leiden tot meer inzicht en begrip bij deelnemers. En dat kan weer leiden tot meer vertrouwen, zowel in het pensioen als in het pensioenfonds. In dat licht bezien is de toegenomen transparantie een zegen. Maar er kleven ook potentiële nadelen aan de toegenomen transparantie. Hieronder noemen we er drie. De uitdaging voor de pensioensector is om deze nadelen weg te nemen of zoveel mogelijk te verzachten, zodat de toegenomen transparantie over een aantal jaren geen vloek blijkt te zijn.

'Het is mijn geld!'

Het persoonlijk pensioenvermogen geeft inzicht in dat deel van het totale fondsvermogen dat is gereserveerd voor het toekomstige pensioen van de betreffende deelnemer. De deelnemer beleeft dat wellicht als 'mijn potje met geld', wat de gedachte 'en dus mag ik beslissen wat er met dat geld gebeurt' vanzelfsprekender maakt. Enerzijds kan dat leiden tot een grotere behoefte aan individuele keuzevrijheid (zie paragraaf 6: Behoeftte aan meer inspraak), anderzijds kan het de verschillende vormen van solidariteit en risicodeling onder druk zetten.

Een in het oog springend voorbeeld is het delen van microlanglevenrisico. Dat is een zeer waardevol solidariteitsmechanisme binnen het pensioenstelsel, dat ervoor zorgt dat iedere deelnemer, hoe oud die ook wordt, een levenslang pensioen krijgt. Een zojuist gepensioneerde die dodelijk ziek is zal zich vanuit de gedachte 'mijn potje met geld' echter kunnen afvragen waarom dat vermogen niet ten goede komt aan diens erfgenamen.²⁰ En zo

20 Ook prof. dr. Yves Stevens waarschuwt hiervoor. Zie 'Hoe de Wtp de identiteit van Nederland verandert', Netspar Occasional Paper 03-2023. Bij een internationale verkenning (door PGGM) kregen we dat signaal ook uit verschillende landen die al een overstap naar premieregelingen hebben gemaakt.

zullen er ook deelnemers zijn die zich gaan afvragen waarom zij niet al vóór pensioendatum kunnen beschikken over ‘mijn potje met geld’²¹ of waarom de solidariteits- dan wel risicodelingsreserve gevuld moet worden vanuit ‘mijn potje met geld’.

Naast meer aandacht voor het uiteindelijke pensioenresultaat (en daarmee voor de rendementen) zullen deelnemers ook meer zicht (willen) krijgen op de uitvoerings- en beleggingskosten. Dat kan leiden tot vraagstukken over relatief duurdere, hogerrenderende beleggingen in private markten: Hoe zorgen pensioenuitvoerders voor draagvlak daarvoor? En: kunnen zij de meerwaarde duidelijk maken?

Meer transparantie kan dus leiden tot een andere perceptie van pensioen en daarmee tot een andere houding ten opzichte van solidariteit en risicodeling. De vraag is hoe de pensioensector ervoor zorgt dat er voldoende draagvlak blijft voor deze waardevolle pensioenmechanismen.

‘Ik vind het nóg ingewikkelder!’

Een veelgehoord misverstand is dat méér transparantie automatisch leidt tot méér begrip. Dat is niet per se het geval: meer transparantie kan er ook toe leiden dat deelnemers door de bomen het bos niet meer zien. Mogelijk gevolg daarvan is dat ze pensioen als minder begrijpelijk en meer complex gaan ervaren en het minder gaan vertrouwen. In dat geval is meer transparantie een vloek. Dit vormt een uitdaging voor de pensioensector: Hoe communiceren we op een verstandige manier met de deelnemers, zodat de begrijpelijkheid en het overzicht niet hoeven te lijden onder de toegenomen transparantie? Hoe zorgen we voor een goed evenwicht tussen ‘voldoende informatie’ enerzijds en ‘niet teveel informatie’ anderzijds? En op welke punten verdienen de nieuwe regelingen wellicht aanpassing, zodat ze ook echt eenvoudiger worden?

Gaan pensioenfondsen zich anders gedragen?

Als deelnemers in de nieuwe regeling, vanwege de communicatie in termen van persoonlijk pensioenvermogen, vaker en/of aandachtiger dan nu gaan kijken naar hun pensioenoverzicht, dan komen de volgende vragen op: Worden deelnemers zenuwachtig als ze grote (negatieve) rendementssprongen zien in hun persoonlijk vermogen? Kunnen zij daar wel mee omgaan? En leidt dat tot (meer) wantrouwen jegens pensioen en pensioenfondsen? Worden er straks met enige regelmaat in de media ranglijstjes gepubliceerd van fondsen met die qua rendement het best scoren? Wat doet het met een deelnemer als diens fonds laag in zo’n lijstje staat?

21 Bijvoorbeeld voor de aanschaf van een koopwoning. Ook dat signaal kregen we terug uit de internationale verkenning (zie ook de vorige voetnoot).

Minstens zo belangrijk is de vraag hoe pensioenfondsen gaan reageren op deze toegenomen aandacht voor het behaalde rendement. Hoe gaan zij hun deelnemers geruststellen? Kunnen zij hun deelnemers straks duidelijk maken wat het verschil is tussen de rendementen op de korte termijn en het pensioenresultaat op de lange termijn? Of krijgt de prikkel om hoog te scoren in de ranglijstjes juist de overhand en gaan pensioenfondsen in hun beleidskeuzes focussen op de korte termijn? Deze vragen zijn overigens niet alleen relevant voor de behaalde rendementen, maar ook als het gaat om uitvoerings- en beleggingskosten. Fondsen krijgen een prikkel om te besparen op klantvriendelijkheid en/of beleggen in bepaalde categorieën, om zo hun kosten te drukken.

De hierboven genoemde voor- en nadelen van meer transparantie in het persoonlijke pensioenvermogen leiden op dit moment vooral nog tot veel vragen. Het is aan de pensioensector om hier de komende jaren antwoorden op te formuleren en ervoor te zorgen dat de toegenomen transparantie vooral zegenrijk zal blijken. Wellicht is een eerste goede stap om ons oor te luister te leggen in de vele andere landen waar een persoonlijk pensioenvermogen al gemeengoed is.

3. Pensioenkloof tussen mannen en vrouwen

In Nederland krijgen vrouwen gemiddeld 40 procent minder pensioen dan mannen. Hiermee heeft Nederland een van de grootste pensioenkloven tussen mannen en vrouwen in de EU (zie EU Pension Adequacy Report).²² Met de transitie naar de Wtp wordt de doorsneesystematiek afgeschaft²³ en komt de nadruk voor pensioenopbouw meer te liggen op de eerste jaren van het werkende leven. Dit maakt de kloof potentieel groter, omdat vrouwen aan het begin van hun carrière vaker een onderbreking van hun loopbaan hebben dan mannen.²⁴

Wat veroorzaakt de pensioenkloof?

De pensioenkloof lijkt in eerste instantie vooral een optelsom van alle gemaakte keuzes gedurende het (werkende) leven. Vaak wordt als verklaring van de pensioenkloof direct verwezen naar het feit dat veel vrouwen in deeltijd werken, maar dat is een veel te beperkte uitleg.

De pensioenkloof is deels ontstaan in het verleden. Zo waren er ongelijke startleeftijden voor het opbouwen van pensioen voor vrouwen en mannen, was er niet altijd sprake van pensioenopbouw of er werden strenge eisen gesteld aan de pensioenverdeling bij scheiden.²⁵

Ook op de arbeidsmarkt zijn de verklaringen te vinden voor de pensioenkloof. Want hoewel de arbeidsparticipatie van Nederlandse vrouwen Europees gezien hoog ligt, werken vrouwen nergens zo vaak parttime als in Nederland.²⁶ En naast minder gewerkte uren is er ook sprake van een loonkloof. Nog steeds verdienen vrouwen in Nederland gemiddeld 10,5 procent minder per gewerkt uur dan mannen²⁷ en werken vrouwen vaker dan mannen in lager betaalde sectoren, zoals de zorg.²⁸

Een en ander hangt ook samen met wat we onder werk verstaan. Want hoewel vrouwen minder *betaalde* uren per week werken, zien we dat vrouwen en mannen evenveel werken wanneer we ook het *onbetaalde* werk (zorg voor kinderen, mantelzorg, huishouden) meerekenen. De keuzes rondom de verdeling van betaald en onbetaald werk maken huishoudens vaak al jong in het leven, waarbij het veelal de vrouw is die minder gaat werken en de man

22 European Commission: Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion, *The 2024 pension adequacy report – Current and future income adequacy in old age in the EU. Volume I*, Publications Office of the European Union, 2024.

23 Bij de oude uitkeringsovereenkomsten legden deelnemers hetzelfde in en kregen dezelfde pensioenopbouw ongeacht hun leeftijd. Bij de Wtp krijgen jongere deelnemers naar verwachting een hoger pensioen omdat hun inleg langer kan renderen. Bij de oude premieregelingen was sprake van een oplopende premie-inleg bij een hogere leeftijd.

24 Zie MvT Wet toekomst pensioenen, p. 174-176, p. 336-240 voor het advies van het College voor de Rechten van de Mens.

25 Zie Boon/Van Loon-arrest HR 27 november 1981, ECLI:NL:HR:AG4271.

26 Zie CBS Emancipatiemonitor 2022: Gelijk in Europees perspectief? - Emancipatiemonitor 2022 | CBS.

27 Zie CBS: Loonverschil tussen mannen en vrouwen steeds kleiner | CBS.

28 Beloningsverschillen tussen mannen vrouwen | Loonkloof.

die minder gaat zorgen. Dit zien we ook terug in hoe Nederlanders denken over het arbeidspatroon. Zo vindt ruim 80 procent van de Nederlanders dat jonge moeders (met kinderen onder de 4 jaar) niet of maximaal 28 uur per week zouden moeten werken. Slechts 17 procent vindt dat moeders vier of vijf dagen per week zouden mogen werken. Voor mannen ligt die norm precies andersom: 65 procent van de Nederlanders vindt dat jonge vaders minimaal drieënhalve dag per week moeten werken.²⁹

Ten slotte zijn hier ook systeemelementen van invloed. Zo is verlof rondom kinderen krijgen niet gelijkelijk verdeeld, alhoewel hierin een enorme stap is gezet met de uitbreiding van het geboorte- en ouderschapsverlof sinds 2022. Ook de niet-flexibele en relatief dure kinderopvang (ten opzichte van het inkomen) kan een belemmering zijn om meer te werken.

Gemaakte keuzes tellen op

We zien dat vrouwen er bij elke levensgebeurtenis gemiddeld slechter uitkomen op financieel gebied dan mannen. Zo kiezen vrouwen vaker voor een minder betalende sector en blijkt dat typische mannenberoepen vaak hogere beloningen kennen dan de typisch gemengde en vrouwenberoepen.³⁰ Vrouwen gaan vaak minder werken dan mannen op het moment dat er kinderen komen. Zo daalt het inkomen van moeders gemiddeld met 32 procent na de geboorte van het eerste kind, maar verandert er bij mannen doorgaans niet veel.³¹

Ook wanneer stellen uit elkaar gaan of scheiden zien we grote verschillen. Vrouwen hebben gemiddeld een vijfde minder te besteden na een scheiding. Mannen gaan er gemiddeld 6 procent aan koopkracht op vooruit.³² Verder verlenen vrouwen vaker mantelzorg dan mannen.³³ En ten slotte gaan vrouwen eerder met pensioen dan mannen en leven zij langer. Dit alles zorgt ervoor dat de pensioenkloof toeneemt en leidt ertoe dat vrouwen gemiddeld 40 procent minder pensioeninkomen ontvangen dan mannen.

Wat kan een pensioenfonds doen?

Er is dus sprake van een kluwen aan oorzaken en verklaringen voor de pensioenkloof: oorzaken die de pensioensector niet altijd zelf kan wegnemen. Maar dit ontslaat de sector niet van de taak om ook te zoeken naar oplossingen binnen het pensioendomein en mogelijke oplossingen te bespreken met stakeholders. Zijn er bijvoorbeeld in de pensioenregeling keuzes te maken die de kloof kunnen helpen verkleinen? Mogelijke oplossingsrichtingen kunnen gelegen zijn in het verlagen van de franchise, zoeken naar de optimale balans tussen

29 Emancipatiemonitor 2022 CBS: Verdeling werk en zorg tussen vaders en moeders vaak anders dan gewenst | CBS.

30 ESB, Tang e.a. 'Meer vrouwen in beroep dempt de lonen' [furan4lPpFT6i2883BTG9SfgsY0.pdf](#).

31 ESB, Inkomen vrouwen loopt steeds minder terug na geboorte kind - ESB.

32 4. Koopkrachtontwikkeling gescheidenen | CBS.

33 Hoeveel mensen zijn mantelzorger? - Nederland in cijfers 2024 | CBS.

opbouw voor ouderdomspensioen en de dekking voor nabestaandenpensioen en kijken naar het pensioengevend maken van verlofregelingen.

Daarnaast is bekend dat levensgebeurtenissen belangrijke momenten zijn waarop de pensioenkloof kan groeien. Kunnen pensioenfondsen daarop inspelen, door deelnemers op die momenten inzicht te geven in de gevolgen van te maken keuzes (meer/minder werken, pensioen verdelen bij scheiden, keuzemogelijkheden rondom pensioneren)?

De vraag voor de pensioensector luidt uiteindelijk: Ben je alleen de administrateur van de ongelijkheid of onderneem je ook zelf actie om de kloof te verkleinen?

4. Verschillen tussen maar ook binnen generaties

De overgang naar de Wtp brengt een fundamentele verandering met zich mee in de manier waarop pensioenresultaten tot stand komen. In de uitkeringsovereenkomst hadden buffers, premies en (soms ook) sponsorbijdragen een dempende werking op de spreiding van mogelijke pensioenresultaten. Bij de Wtp schrijven fondsen – afgezien van afdrachten en onttrekkingen aan de solidariteits- of risicodelingsreserve – alle beleggingsresultaten bij op het persoonlijke pensioenvermogen. Dit maakt het pensioenresultaat inzichtelijker, maar maakt ook duidelijk dat de hoogte van het uiteindelijke pensioenresultaat, op dit moment, een grote spreiding kent.

Hoe groot zijn de verschillen?

Asset Liability Management (ALM)-analyses laten zien dat voor een jongere deelnemer de verwachte vervangingsratio rond de 80 tot 85 procent kan liggen.³⁴ Bij langdurig gunstige marktomstandigheden kan dit oplopen tot zo'n 300 procent.^{35,36} En in een langdurig slechtweerscenario kan het dalen tot 30 procent.

De ALM-analyses laten ook zien dat bij een ander (beleggings)beleid³⁷ de spreiding niet veel beperkter is. De verschillen treden bovendien niet alleen *tussen*, maar (vanwege verschillen in loopbaan) ook *binnen* generaties op – al is dat wel in een beperktere mate. Iemand die eerst zzp'er (zelfstandige zonder pensioenopbouw) en daarna werknemer is, profiteert niet van zeer goede beleggingsjaren op jongere leeftijd. Hoe meer overlap in de periode van deelname en pensioenopbouw hoe kleiner de verschillen uiteraard zullen zijn.

Let op: het is goed te realiseren dat de mogelijke spreiding gedurende de levensloop afneemt naarmate een deelnemer de pensioenleeftijd nadert. Daarbij speelt mee dat onder de Wtp pensioenfondsen het beleggingsrisico voor hun deelnemers afbouwen richting pensionering.

34 Gebaseerd op ALM-analyses van PGGM uit 2022. Recentere scenariosets geven hogere uitkomsten vanwege de huidige hogere nominale en reële rentes, waardoor een stabiel pensioen inkopen goedkoper wordt. De spreiding tussen goed- en slechtweersuitkomsten blijft echter fors.

35 Uitgaande van het 5%- resp. 95%-percentiel van mogelijke pensioenuitkomsten.

36 In de uitkeringsovereenkomsten was de spreiding beperkt, omdat hoge rendementen in de buffer kwamen vanwege het principe 'genoeg is genoeg'. ALM-analyses van uitkeringsovereenkomsten kenden juist – na periodes van langdurige gunstige rendementen – zeer hoge dekkingsgraden van soms ruim 300 procent.

37 Beleidsvarianten met meer/minder risico en een andere afbouw van zakelijke waarden in de lifecycle hebben een zeer vergelijkbare spreiding in vervangingsratio's.

Wat vinden we acceptabel?

De spreiding in uitkomsten raakt niet alleen het individuele pensioenresultaat, maar heeft ook bredere maatschappelijke implicaties. Het ene cohort kan – met een ruim pensioen – eerder stoppen met werken, terwijl het andere cohort juist (beduidend) langer moet doorwerken om een goed pensioen te kunnen realiseren (dit geldt ook binnen cohorten voor zover mensen geen volledige pensioenopbouw hebben gehad). Dit roept vragen op over rechtvaardigheid, uitlegbaarheid en solidariteit. Wat betekent het voor het vertrouwen in het stelsel als cohorten en deelnemers duidelijk uiteenlopende pensioenresultaten krijgen?

Welke mate van spreiding van pensioenresultaat is maatschappelijk aanvaardbaar? Dat is de kernvraag. Is het uitlegbaar dat een cohort drie keer zijn jaarsalaris aan pensioen opbouwt, terwijl een ander cohort na pensionering met een vervangingsratio van slechts 30 procent moet rondkomen? Hoe verhouden deze uitkomsten zich tot het oorspronkelijke doel van het pensioenstelsel: het bieden van een goed inkomen na pensionering en het kunnen voortzetten van de levensstijl? En hoe kunnen de ongewenste uittredeffecten op de arbeidsmarkt verminderd worden?

Hoe kunnen we de verschillen beperken?

De inzet van instrumenten zoals de solidariteitsreserve beperkt de (jaarlijkse) spreiding in pensioenresultaten (slechts) enigszins. Een dynamisch beleggingsbeleid kan helpen om extreme uitkomsten te dempen. In zo'n beleid zou het fonds (of de deelnemer zelf) minder risico kunnen nemen als de pensioenambitie – na meerdere vette jaren – ook met minder risico realiseerbaar is. Of die deelnemer kan toe met een lagere pensioenpremie.

Maar wat voor de ene deelnemer (die de vette jaren heeft meegemaakt) gunstig is, kan voor de ander (bijvoorbeeld een late intreder in de regeling) juist nadelig uitpakken. Een premieverlaging of defensiever beleggingsbeleid kan aantrekkelijk zijn voor deelnemers met een goedgevuld vermogen, maar werkt averechts voor wie nog moet opbouwen (of de goede jaren heeft gemist³⁸). De vraag is of een gedifferentieerd beleid – op basis van pensioenverleden – mogelijk is, en zo ja, hoe zich dat verhoudt tot het collectieve karakter van de pensioenregeling.³⁹

38 Omdat die deelnemer in die periode bijvoorbeeld werkloos of zzp'er was en dus niet als deelnemer heeft geprofiteerd van die vette jaren.

39 Dit speelt vooral bij de solidaire premieregeling. De flexibele premieregeling biedt meer mogelijkheden zonder impact op andere deelnemers. Maar daarbij is de vraag belangrijk wie het beste kan bepalen welk risico (en premieniveau) passend is: het pensioenfonds of de deelnemers zelf.

Spanning tussen maatwerk, keuzevrijheid en solidariteit

Een uniform beleid – met dezelfde lifecycle voor alle deelnemers – is uitvoerbaar, maar doet mogelijk geen recht aan de diversiteit in opbouw en gerealiseerde rendementen. Tegelijkertijd is differentiatie binnen een collectieve regeling complex. Hoe kan een fonds omgaan met deze spanning tussen maatwerk en solidariteit?

Een alternatieve benadering voor een uniform beleid is het vergroten van de keuzevrijheid voor deelnemers. Maar dat roept nieuwe vragen op. Wat als deelnemers keuzes maken die leiden tot een te laag of te volatiel pensioen, bijvoorbeeld door te weinig premie in te leggen of door risico's niet tijdig af te bouwen? Hoe verhoudt zich dat tot de verantwoordelijkheid van het fondsbestuur? En wat moet wettelijk worden vastgelegd om deelnemers te beschermen tegen suboptimale keuzes? Zie paragraaf 6 (Behoeftte aan meer inspraak) voor de afwegingen daarbij.

Wat vraagt dit van de pensioensector?

De nieuwe premieregelingen leiden ertoe dat er veel spreiding in pensioenresultaten kan ontstaan tussen cohorten en in beperkte mate ook binnen cohorten. De uitdaging voor de pensioensector is om die spreiding te beperken of beter uitlegbaar te maken. Dat vraagt om beleidskeuzes in de inrichting van de regelingen en communicatie. En vooral: om een gedeeld beeld van wat acceptabel is, voor de deelnemer én voor het collectief.

5. Verschillen in levensverwachting

De gemiddelde levensverwachting van het deelnemerscollectief is een belangrijke variabele binnen een pensioenregeling. In een uitkeringsovereenkomst beïnvloedt deze de hoogte van de premie: hoe hoger de gemiddelde levensverwachting, des te hoger de doorsneepremie. In een premieregeling is het omgekeerd: hoe hoger de levensverwachting, des te lager het pensioen dat kan worden ingekocht voor het opgebouwde vermogen.

Gelijke behandeling?

Op het vlak van langlevens is sprake van gelijke behandeling, ondanks onderlinge verschillen. In een uitkeringsovereenkomst betalen mannen, vrouwen, hoog- en laagopgeleiden voor dezelfde opbouw dezelfde premie. In een premieregeling ontvangen zij op pensioendatum voor eenzelfde opgebouwd vermogen een gelijke uitkering. Dat klinkt heel *fair*. Maar door verschillen in levensverwachting (tussen fondsen) kan dit met name in een premieregeling tot een (communicatieve) uitdaging leiden: dezelfde pensioenopbouw kan – op hetzelfde moment – voor verschillende mensen tot een lagere of juist hogere maandelijkse uitkering leiden. Nu alle deelnemers pensioen gaan opbouwen in een premieregeling, is de vraag hoe de pensioensector omgaat met deze uitdaging.

‘Waarom krijg ik bij mijn pensioenfonds een lager pensioen?’

Deelnemers zullen waarschijnlijk niet gauw klagen dat zij, vanwege een lagere individuele levensverwachting, minder lang pensioen krijgen uitgekeerd dan de andere deelnemers *binnen* het eigen fonds.⁴⁰ Maar deelnemers gaan straks wel zien dat zij, voor hun opgebouwde pensioenvermogen, *buiten* hun eigen fonds een ander pensioen zouden krijgen. In de premieregeling is straks immers expliciet zichtbaar hoeveel pensioen je bij jouw pensioenfonds ontvangt per euro opgebouwd vermogen. En dat kun je dan vergelijken met de waarde bij andere fondsen.⁴¹ Zo zullen er al gauw lijstjes ontstaan met daarop ‘gunstige’ en ‘ongunstige’ fondsen.

‘Hoe kan ik hier optimaal van profiteren?’

Deze lijstjes leiden tot prikkels. Stel, een deelnemer in een ongunstig fonds (dat wil zeggen: een fonds waarvan de populatie een hoge gemiddelde levensverwachting heeft) ontdekt dat die bij een ander fonds (waarvan de populatie een lage gemiddelde levensverwachting heeft) voor hetzelfde vermogen een aanzienlijk hogere levenslange pensioenuitkering zou

40 In dat kader is overigens wel de gevleugelde uitspraak ‘Binnen het ABP subsidieert de vuilnisman de hoogleraar’ opgemerkt.

41 Of andere partijen die een levenslange uitkering aanbieden, zoals verzekeraars.

ontvangen. Wat weerhoudt deze deelnemer er dan van om, vlak voor pensionering, van baan en dus van fonds te wisselen? Wat betekent deze prikkel voor het vertrouwen in solidariteit en de stabiliteit van het collectieve pensioenstelsel? Gaat dit leiden tot een roep om te mogen shoppen?

Wat vraagt dit van de pensioensector?

Deze prikkel om te switchen is potentieel ontwrichtend. Hoe valt het uit te leggen dat twee mensen met dezelfde leeftijd, hetzelfde geslacht, dezelfde opleiding en hetzelfde opgebouwd pensioenvermogen, maar ‘toevallig’ deelnemend in verschillende fondsen, een verschillend pensioen ontvangen?

Voor de goede orde: dit fenomeen speelt in de uitkeringsovereenkomst natuurlijk ook. Maar daar zit het ‘verstopt’ in een afwijkende premie. In de uitkeringsovereenkomst helpt het niet om vlak voor je pensioen te switchen, want dan stap je ‘met gelijke aanspraak’ over. In een uitkeringsovereenkomst zou je juist aan het begin van je loopbaan het meest gunstige fonds (met de laagste premie) moeten kiezen. Dat is een compleet andere prikkel.

De Wtp maakt het pensioenstelsel transparanter en persoonlijker. Dat heeft veel voordelen, maar legt ook zaken bloot die eerder niet zichtbaar waren, zoals de beschreven verschillen in gemiddelde levensverwachting tussen fondsen. De vraag is hoe de pensioensector hiermee omgaat. Zijn de verschillen uitlegbaar? Gaan de deelnemers die uitleg accepteren? Of is beleidsontwikkeling nodig waarmee de verschillen verdwijnen? De komende jaren zullen deze vragen steeds nadrukkelijker op tafel komen te liggen.

6. Behoeftte aan meer inspraak van deelnemers

In verschillende andere paragrafen in dit hoofdstuk hebben we laten zien dat door de Wtp de verschillen tussen deelnemers groter en beter zichtbaar worden. Dit zal invloed hebben op de beleving van het ‘persoonlijke’ van het pensioenvermogen. Deelnemers zien de ontwikkeling van dat pensioenvermogen en de impact van financiële markten, maar ze mogen niet beslissen over hun vermogen tot hun pensionering. In de perceptie van de deelnemer verschuift de nadruk van een gegarandeerd pensioeninkomen naar een financieel vermogen waarover die slechts beperkt zeggenschap heeft. Dat roept vragen op over eigenaarschap, flexibiliteit en keuzevrijheid. Naast behoefte aan meer inspraak over het persoonlijke pensioenvermogen zelf kan het ook vragen oproepen over het kunnen kiezen van premiehoogte en de uitvoerder van de pensioenregeling.

NB: deze paragraaf heeft raakvlakken met hoofdstukken 5, 8 en 10 van dit boek (het laatste gaat over governance en license to operate).

Persoonlijker, maar sluit het ook aan op het persoonlijke leven?

Hoewel het pensioenvermogen persoonlijker wordt, blijft de flexibiliteit in gebruik beperkt. Deelnemers kunnen niet vrijelijk inleggen of opnemen en hebben nauwelijks invloed op het beleggingsbeleid.⁴² Binnen de solidaire premieregeling wordt het beleggingsbeleid collectief vastgesteld per leeftijdscohort en/of status. Daarbinnen krijgen deelnemers een uniform beleid, zonder ruimte voor individuele voorkeuren of omstandigheden. Daarmee ontstaat het risico dat deelnemers zich onvoldoende herkennen in het beleid: *one size fits none*.

Een al langer lopende discussie

De behoefte aan meer flexibiliteit is niet nieuw. Zowel in wetenschappelijk onderzoek als in beleidsadviezen van de Nederlandse overheid en de EU wordt al langer gepleit voor een betere aansluiting van pensioen op de levensloop en financiële situatie van deelnemers.⁴³ Veel huishoudens hebben het grootste deel van hun vermogen vastzitten in pensioen en woning⁴⁴, wat een integrale benadering en het kunnen verzilveren van het woningvermogen

42 Het bestuur zal bij de Wtp de risicohouding wel moeten baseren op de risicovoorkeuren van deelnemers zoals uitgevraagd in een risicopreferentieonderzoek. Wel kunnen fondsen bij de flexibele premieregeling aan deelnemers de mogelijkheid bieden om een andere beleggingsbeleid/lifecycle te kiezen.

43 Zie o.a. IBO pensioenopbouw, juni 2024, over enkele flexibiliseringsopties (‘Fichebundel IBO Pensioenopbouw’) en de aanbeveling van de Europese Commissie om ook de (persoonlijke) uitgaven mee te nemen (‘2024 Pension Adequacy Report – Current and future income adequacy in old age in the EU’, 20 juni 2024). Bij Netspar verscheen een eerste verkenning over het verbinden van de domeinen wonen, zorg en pensioen in 2016 door een projectgroep (zie Frits Bart e.a., ‘De routekaart naar een meer integrale benadering van wonen, zorg en pensioen’, Netspar Industry series, 26 januari 2016).

44 Knoef, M., Been, J., Caminada, K., Goudswaard, K. en Rhuggenaath, J., 2017. De toereikendheid van pensioenopbouw na de crisis en pensioenhervormingen. Netspar Design paper 68.

wenselijk maakt.⁴⁵ De vraag is of dat past binnen een veranderende samenleving: loopbanen worden heterogener, huishoudens diverser en financiële behoeften individueller. De vraag is dan ook of het pensioenstelsel voldoende ruimte biedt om in te spelen op die veranderende realiteit.

Behoefte aan meer invloed over hoe het geld wordt belegd

De toegenomen transparantie van (de ontwikkeling van) het persoonlijke pensioenvermogen maakt (de impact van) het beleggingsbeleid zichtbaarder voor deelnemers. Zij zien direct welk rendement wordt bijgeschreven en zullen naar verwachting meer behoefte krijgen aan invloed op hoe dat rendement tot stand komt. Duurzaamheid is daarbij een belangrijk thema: sommige deelnemers willen dat hun pensioen op een verantwoorde manier wordt belegd, anderen hechten meer waarde aan financieel rendement. De vraag is hoe pensioenfondsen omgaan met deze heterogene voorkeuren en in hoeverre zij ruimte kunnen en willen bieden voor differentiatie.

De Wtp vergroot de mogelijkheden om aan te sluiten op de voorkeuren van deelnemers. Via risicopreferentieonderzoeken, leeftijdsafhankelijke risicoprofielen en – in het geval van de flexibele premieregeling – keuzevrijheid in lifecycles, houden fondsen al meer rekening met verschillen in risicovoorkeuren tussen deelnemers. Toch blijft de ruimte voor maatwerk en inspraak beperkt, zeker binnen de solidaire premieregeling.

Welk vraagstuk ligt voor?

De centrale vraag is hoe pensioenregelingen beter kunnen aansluiten op de behoeften van deelnemers. Daarbij spelen twee subvragen: welke mate van flexibilisering is wenselijk en wie is verantwoordelijk voor het maken van keuzes (deelnemer, fonds en/of sociale partners)? Flexibilisering kan betrekking hebben op flexibelere premie-inleg, opname van pensioenvermogen in de opbouwfase of differentiatie in beleggingsbeleid, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid. De verantwoordelijkheid kan liggen bij het fonds, bij de deelnemer of bij een combinatie van beide.

Wat zijn mogelijke consequenties van meer flexibiliteit?

Meer flexibiliteit klinkt aantrekkelijk, maar brengt ook risico's met zich mee. Deelnemers verschillen sterk in hun financiële kennis, betrokkenheid en gedrag. Uitstelgedrag, keuzestress en suboptimale beslissingen liggen op de loer. Het fonds beschikt over expertise, maar heeft geen volledig zicht op de persoonlijke situatie van de deelnemer. Sociale partners die de regeling vaststellen hebben beperkt zicht op deelnemerskenmerken. Wie is dan het best

⁴⁵ Zie Brounen, D., Kortleve, N., Ponds, E. 'Pensioenaanvullingen uit het eigen woningbezit', Netspar Design paper 123, juni 2019.

in staat om te bepalen wat passend is? En hoe kan het fonds deelnemers ondersteunen bij het maken van goede keuzes, zonder hen te overladen met complexiteit?

De mate van flexibilisering raakt ook aan fundamentele vragen over vertrouwen, draagvlak en solidariteit. Meer keuzevrijheid kan het gevoel van eigenaarschap versterken, maar ook leiden tot grotere verschillen in uitkomsten. Hoe verhouden individuele voorkeuren zich tot collectieve belangen? En hoe zorgen we dat pensioen uitlegbaar en rechtvaardig blijft, ook als deelnemers verschillende keuzes maken?

Wat vraagt dit van de pensioensector?

De Wtp biedt ruimte voor meer maatwerk, maar stelt de sector ook voor nieuwe vragen. Hoe ver willen en kunnen fondsen gaan in het differentiëren van beleid? Hoe zorgen ze dat keuzes aansluiten bij de behoeften van deelnemers, zonder het collectieve karakter van het stelsel te verliezen? En hoe richten ze governance zo in dat belangen zorgvuldig worden gewogen en verantwoord?

De komende jaren zullen in het teken staan van het vinden van een nieuw evenwicht tussen standaardisatie en maatwerk, tussen bescherming en autonomie, tussen eenvoud en rechtvaardigheid. Deelnemers zullen meer verwachten van hun pensioenfondsen. De uitdaging is om die verwachtingen waar te maken, zonder de fundamenten collectiviteit en solidariteit uit het oog te verliezen.

Tot slot

De zes vraagstukken die we in dit hoofdstuk hebben besproken zijn vrij divers (en zoals gemeld zeker geen volledige inventarisatie). Deze vraagstukken kennen elk een eigen context en dynamiek, maar laten gezamenlijk zien dat de transitie naar de nieuwe premieregelingen niet een eindpunt is, maar een van de vele tussenstappen. Ons pensioenstelsel zal voortdurend in ontwikkeling zijn om het toekomstbestendig te houden (net als in het verleden, zie hoofdstuk 1).

Rode draden

Hoewel de zes vraagstukken divers zijn, kunnen we er een aantal rode draden in herkennen. De eerste rode draad is toenemende transparantie. Belangrijk aspect bij elk van de zes vraagstukken is dat de nieuwe premieregelingen (veel) transparanter zijn dan de oude uitkeringsovereenkomst.

De tweede rode draad, die overigens nauw met de eerste samenhangt, is meer (zicht op) verschillen tussen cohorten en in mindere mate ook tussen individuele deelnemers. In de nieuwe premieregelingen hebben zaken als geslacht, leeftijd en reeds behaalde rendementen nog meer invloed op het (verwachte) pensioeninkomen.

De derde rode draad is de daaruit volgende behoefte aan meer maatwerk. De nieuwe premieregelingen bieden weliswaar meer maatwerk dan de huidige uitkeringsovereenkomst, maar de vraag die in de voorgaande paragrafen bovendrijft, is of dat voldoende is en wat dat betekent voor risicodeling en solidariteit.

Spanningen

Tussen de zes vraagstukken zijn niet alleen gemene delers te herkennen, maar ook spanningen. Een mogelijke oplossing voor het ene vraagstuk kan de problematiek of de urgentie op een ander vraagstuk versterken. Het streven naar meer inspraak of keuzevrijheid leidt weliswaar tot een betere aansluiting op de individuele voorkeuren, maar ook tot nog grotere verschillen in pensioenuitkomsten. De vraagstukken en de bijbehorende context kunnen dus niet altijd los van elkaar worden gezien en dus ook niet los van elkaar worden opgelost.

De veranderende wereld om ons heen

De zes vraagstukken komen voort uit reeds bekende ontwikkelingen en trends. Een internationale verkenning (door PGGM) bevestigde meerdere van deze ontwikkelingen in verschillende Europese landen die al een overstap naar premieregelingen hebben gemaakt. En hoewel deze vraagstukken op zichzelf al voldoende stof tot nadenken geven en voldoende aanleiding vormen om aan de slag te gaan, houden ze nog geen rekening met de snel veranderende wereld om ons heen. Onvoorziene economische of demografische schokken, een

sterk veranderend politiek landschap of nu nog voor onmogelijk gehouden technologische ontwikkelingen kunnen onze wereld er in een snel tempo heel anders uit laten zien.

Deze ontwikkelingen zijn niet eenvoudig te voorspellen, laat staan te modelleren. Ook hebben ze een verschillende en soms zelfs tegenovergestelde impact op pensioen. Daarmee dwingen ze ons tot de vraag hoe de pensioensector zorgt voor voldoende wendbaarheid om ons pensioenstelsel toekomstbestendig te houden.

Met deze bijdrage proberen we daaraan een bijdrage te leveren. Wij hebben niet de illusie dat we met deze zes vraagstukken compleet zijn. Maar we zien dit hoofdstuk wel als een eerste aanzet voor een nieuwe onderzoeksagenda voor ná de Wtp-transitie.

Hoofdstuk 13

Reflecties door buitenlandse experts

Sebastien Betermier
David Knox
Michael Preisel
Yves Stevens

Inhoudsopgave

1. Sebastien Betermier (Canada)	
The Dutch Pension System from a Canadian Perspective	381
2. David Knox (Australië)	
The New Dutch Pension System – An International Reflection	384
3. Michael Preisel (Denemarken)	
A Comment on the Dutch Pension Reform	387
4. Yves Stevens (België)	
Hoe Nederland verandert door een pensioenwetgeving	391

Te citeren als:

Betermier, S., Knox, D., Preisel, M. & Stevens, Y. (2026). *Hst.13: Reflecties door buitenlandse experts*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel)*.

Affiliaties

Sebastien Betermier – McGill University en International Centre for Pension Management

David Knox – Mercer, Australië

Michael Preisel – Preisel Research en Universiteit van Kopenhagen

Yves Stevens – Instituut voor Sociaal Recht (ISR), KU Leuven

1. The Dutch Pension System from a Canadian Perspective

Sebastien Betermier

The Dutch pension system differs from the Canadian system in a couple of important ways. First, Dutch households enjoy exceptional pension coverage in both public and private sectors. Industry-wide agreements, mandatory contributions, and the portability of benefits within professional sectors have resulted in near universal participation. By contrast, Canada's pension system has strong public-sector coverage but weak participation in the private sector. Fewer than 25% of private-sector employees in Canada are covered by a registered pension plan (fewer than 40% if we include other employer-sponsored plans such as group registered retirement savings plans). Dutch pension plans are also fully funded and offer high replacement rates – typically above 60%. As a result, the Dutch system consistently ranks as the top performer in the Mercer CFA Institute Global Pension Index.

Second, unlike their Canadian counterparts, Dutch defined benefit (DB) pension plans are subject to conservative solvency funding requirements that constrain investment and long-term strategy. Dutch pension plans are required to continuously maintain sufficient assets that match the market value of their bond-like liabilities. Because this market value is highly sensitive to interest rate movements, even small fluctuations can materially affect funding positions. The Dutch solvency requirements limit the ability of pension funds to pursue higher-return, long-horizon investment strategies, resulting in their conservative, liability-driven approaches. Here is how.

- **Investment Strategy.** To mitigate the risk of underfunding, Dutch pension funds allocate heavily to long-term bonds and use swap agreements as hedging tools. In my research, I found that between 2014 and 2018, Dutch funds with assets exceeding USD 10 billion allocated 47% of their portfolios to fixed-income assets, compared with 29% for Canadian funds.¹
- **Investment Returns and Contribution Rates.** Fixed-income assets typically generate lower returns than equities. The Dutch pension plans' heavy allocation in fixed-income assets thus leads to lower expected returns. To compensate, pension plans require higher contribution rates to remain fully funded. We see this in the combined employer and employee contributions that can sometimes exceed 25% of salary. By contrast, Australia's superannuation system targets a similar average replacement rate of roughly 70% while accepting greater variability in pension outcomes around that target. To achieve this, the Australian system relies more heavily on higher-re-

¹ Beath, Alexander D., Sebastien Betermier, Chris Flynn, and Quentin Spehner. 2021. "The Canadian Pension Fund Model: A Quantitative Portrait." *Journal of Portfolio Management* 47 (5): 159–177.

turn equity investments, allowing pension contributions to be significantly smaller, at about 12% of salary.

- **Risk Exposures and Communication.** Dutch pension plans do not fully hedge interest rate risk, leaving them vulnerable to falling rates. When interest rates decline, the present value of plan liabilities rises, meaning that even strong investment returns may not be enough to maintain full funding. For example, in 2019, robust equity market performance increased portfolio value, yet total plan funding still deteriorated because declining interest rates boosted liabilities. As a result, the plans can become underfunded despite positive investment outcomes, making it particularly challenging to explain to pensioners why their benefits are being reduced even when markets perform well.

From a Canadian perspective, these solvency requirements appear overly restrictive. Large Canadian public-sector defined benefit pension funds are not bound by such conservative requirements and thus avoid the challenges Dutch pension funds must manage. Canadian pension liability discount rates remain relatively stable over time, enabling them to prioritize long-term investment strategies over short-term hedging, while continuing to deliver a steady stream of pension benefits over the long term.

Collective Defined Contribution Pension Reform

The Dutch are transitioning from a predominantly DB system to a hybrid model that blends elements of both DB and defined contribution (DC) plans. As part of this shift, Dutch plans are undertaking an ambitious and innovative move toward collective defined contribution (CDC) schemes. The new system removes conservative solvency requirements and the challenges they impose. It also requires policymakers, trustees, and plan managers to be explicit about how risks are shared among members – something that DB schemes typically leave implicit. In a traditional DB plan with fixed benefits, underfunding is often addressed by increasing contributions from active workers. When this redistribution is not clearly communicated, those asked to contribute more may grow resentful over time, which can ultimately undermine the plan's credibility. In a CDC framework, this issue is addressed differently because rules governing transfers to and from the solidarity reserve are predefined and transparent, ensuring that risk-sharing is explicit and predictable for all members.

The new system is also timely. DC pension plans with pooled investment structures, such as those in Australia, Sweden, and Denmark, are actively exploring ways to improve the “decumulation,” or post-retirement, phase by pooling risks among plan members. Pooled longevity risk products, often called tontines, are experiencing a revival, with notable innovations like the Lifetime Pension offered by Australian Retirement Trust – one of Australia's largest superannuation funds – and the recent approval of variable

payment life annuities (VPLAs) in Canada. In this context, the Dutch CDC approach stands out as a comprehensive DC solution that embeds risk-sharing not only during retirement but also during the accumulation phase through the new solidarity reserve.

We have much to learn from the ongoing Dutch pension reform about the effectiveness and potential of this new approach. However, despite its promise, the system carries significant risks. One major challenge is the complexity of the risk-sharing rules. It is unclear whether members will understand them or appreciate why they vary by age and funding level. Looking at Canadian funds, which operate DB systems successfully without solvency requirements, an obvious question arises: Why not simplify the existing DB system by relaxing solvency rules rather than adopting an entirely new and more complex hybrid model?

It is also unclear whether Dutch members will become more willing to bear long-term investment risk under the new system. Dutch pension funds are required to assess members' risk preferences and design investment strategies that align with those preferences. If members accustomed to the current system continue to demand strong guarantees and no downside risk in future pension benefits, pension funds will likely remain heavily invested in low-return fixed-income assets, requiring high upfront contributions to meet those obligations.

The CDC system is untested, so there might be unintended outcomes. How will members respond to short-term performance and costs when they see regular reports on their individual accounts? Will participants accustomed to a safe DB system continue to support the new model if a stock market downturn significantly reduces the value of their pensions?

For decades, Dutch pension experts have led the field in pension design and management. The current reform continues this tradition and could inspire a global rethinking of the pension social contract. Careful implementation is essential to preserve trust in this well-established system.

2. The New Dutch Pension System – An International Reflection

David Knox

The Dutch pension system has always rated highly in international comparisons of pension systems. For example, in the last three years, the Mercer CFA Institute Global Pension Index has rated it as the best overall pension system in the world. Yet, it was not perfect, affected by ongoing changes in the labor market, the adverse impact of low interest rates on pension payments, and concerns about intergenerational equity. This led to the need for significant reform, with a shift from a collective defined benefit (DB) system to a collective defined contribution (DC) basis. That is, unlike many other systems that have shifted to an individualized DC system in recent years, several collective features have been maintained within the new structure.

Interestingly, two types of pension arrangements will be permitted, namely:

- The Solidarity Pension Scheme (SPR), which has a strong collective basis through its collective investment policy (including a mandatory solidarity reserve), pension payments that are integrated with the accumulation phase, and very limited choices available for the individual.
- The Flexible Pension Scheme (FPR), which has individual life-cycle investments, a choice of pension benefits at retirement, and a higher level of transparency concerning an individual's pension wealth, all of which make it closer (but not identical) to other DC arrangements around the world.

The choices made by each individual pension fund suggest that more than 85% of participants will be members of SPRs. This outcome is not surprising, as it represents the long-term collective nature of Dutch pension funds. However, over time, it will be interesting to observe the different outcomes that will inevitably arise between these two types of pension schemes. Such differences should not be compared over the short term (say, three to five years), as it would be expected that each type of scheme is likely to have different results with changing economic and financial conditions. Hence, a long-term perspective is necessary. Nevertheless, it is possible that one type of scheme will provide better outcomes for participants, which could lead to pressure for future reforms.

A shift from a DB to a DC system normally represents a fundamental change as to who bears the risk within an occupational-based pension system. Traditionally, the sponsoring employer has borne the risks associated with higher-than-expected inflation or salary increases and lower-than-expected investment returns. Although never specified as such through legal documents, the employer has, in effect, acted as a guarantor to the pension fund participants. Yet, this had not been the recent experience for many DB pensioners in the Netherlands due to the effect of low interest rates and the inability of some funds to

maintain or index the pensions which were in payment. Naturally, this outcome affected the confidence of the community in the overall pension system.

This non-guaranteed nature of retirement pensions will continue in the new system, although there will also be improved transparency. It is therefore critical that there be regular communication to participants so that they have a better understanding of their expected future pension and how it can change from year to year. This communication must focus on the future projected pension and not the accumulated wealth in an individual's account, as the wealth figure can easily mislead participants because it appears to represent a considerable sum of money. However, that is often a meaningless figure since it represents the value of a future pension that may be payable for 20, 30, or more years. It is also essential that the communication be expressed in words, numbers, or pictures that can be easily understood. The global pension industry has often used jargon or stipulated wording, which is not helpful.

One proposed new feature that is welcome, and that would be available under both schemes, is to enable the individual to withdraw up to 10% of their accrued pension wealth at retirement as a one-off lump sum. This innovation recognizes the heterogeneous financial positions of retirees. That is, there are considerable differences between households and the opportunity to receive a capital benefit to pay off some debt or to establish the future retirement lifestyle can be a real benefit. In fact, it could be argued that the availability of a slightly higher lump sum benefit could be advantageous for some retirees.

Although the pension reform process was very thorough and involved many stakeholders and much consultation, it seems to me that it missed an opportunity to broaden private pension coverage to include the 1.5 million self-employed workers in the Netherlands. I recognize the reforms require the self-employed to have occupational disability insurance, but this insurance does not provide a retirement pension. Of course, inclusion of the self-employed raises some important questions, including the gradual transition to a reasonable level of contributions or premiums. However, with the continued growth of non-traditional workers, including but not limited to gig workers, it is critical that pension arrangements not be limited to those with traditional employer-employee relationships.

Another area where pension coverage needs to be expanded is to those caring for others, whether it be in respect of young children or aging relatives. Many of these carers are women, who are taking time out of the workforce to provide care. Of course, in a DC pension arrangement the natural question is who would pay the contributions towards the individual's account. One option is for the government to make a limited contribution in recognition of the fact that such caring provides a great benefit to the broader community.

Notwithstanding the significant pension reform that is currently occurring in the Netherlands, it is expected that the Dutch pension system will continue to rank highly in global comparisons. The reasons are many but include the near universal level of

participation (at least among employees), the high level of contributions which are funded and invested for the long-term, the resulting high level of assets set aside for the future (when measured as a percentage of GDP), the focus on the provision of lifetime pensions during retirement, and the strong regulatory framework.

There continue to be lessons that the world can learn from the reformed Dutch pension system.

3. A Comment on the Dutch Pension Reform

Michael Preisel

The Dutch pension reform brought about by the Future of Pensions Act (WTP) is a formidable undertaking in terms of both its scope and its impact on the workers and retirees of the Netherlands. The outcome of the reform is the individualization of more than €1.6 trillion from the collective reserves of Dutch occupational pension plans into more than 19 million individual accounts. A signature feature of the reform is the decision *not* to grandfather existing benefits but to negotiate a central redistribution key to transfer all existing pension rights to the new system, which is a prime illustration of the strengths of the Dutch tradition of consensus-based negotiations – the so-called polder model.

The reform comes in two flavors: the Solidarity Pension Scheme (SPR) and the Flexible Pension Scheme (FPR). The FPR allows conversion into a more regular defined contribution (DC) model, such as that practiced in many other countries (with optional elements from the SPR), whereas the SPR is unique to the reformed Dutch pension system. The SPR is also where 90% of the new accounts are flowing and is therefore of most interest here.

The Modern Perspective

A key driver of the Dutch reform process was a gradual shift in the view of the pension agreement. The former pension system was a reformed defined benefit (DB) system in which intergenerational risk-sharing was materially improved by averaging pension benefits over career income, making indexation conditional on funded status, and even allowing benefit cuts, but it still retained the uniform accrual of benefits characteristic of DB, the so-called *doorsneesystematiek*.

In DB, population demographics are assumed to be stable, and, ideally, materialized surpluses and deficits average across cohorts over time. Most importantly, if a DB plan stays within assumptions, it is fair by construction in the sense that *ex ante*, all cohorts have the same expected outcome. Contrary to the population view is the financial view, which regards the pension contract as a financial transaction. Here, the value of the benefit earned is compared to the benefit paid, and the pension contract is considered to be fair only if those values match – preferably by each contribution. Basically, the two views represent a choice between population fairness and individual fairness.

Over time, the financial view became the “modern” view of the Dutch pension system and materialized in the form of the *Financieel Toezichtskader* (FTK), a regulatory framework for assessing the funded status of Dutch occupational pension funds similar to the pan-European Solvency II framework and the IFRS 17 accounting standard. The basic premise of FTK is to discount future expected pension benefits by a liability discount curve

as a measure of the fair (market) value of those benefits and to require that plan assets exceed this amount. The liability discount curve was enacted in 2007 by the Dutch central bank (DNB) and is based on nominal fixed income instruments only. Whether an implicit consequence – or explicitly intended – the introduction of fair value tacitly redefined the core objective of the pension system from wage replacement to income certainty, a tectonic shift in perspective that – in spirit – has been carried over into the new system.

The prolonged period of “quantitative easing” starting in 2008 resulted in a sudden spike in funding requirements for most Dutch pension plans, which were caught completely off-guard. To restore funding on this new – historically unrelated – funding scale, most plans were forced to increase contributions, postpone or ignore indexation of benefits, and in some cases even reduce pensions in payment to start hoarding cash. Unsurprisingly, the impact of these actions was a massive loss of confidence in the pension system – followed by an inevitable call for reform.

Regardless of the origins, the fair-value approach caused Dutch workers and retirees a lot of unnecessary pain – a reflection of a questionable institutional preference for nominally stable pension outcomes that seems unwarranted and amplified the impact of the emerging financial view on the pension contract. The Dutch pension reform cannot be understood without this interaction. The introduction of the FTK illustrates that despite its strengths, the polder model is a double-edged sword, in the sense that adaptation to change is slow and pain is therefore prolonged, where a more decentralized structure would allow faster adaptation.

A Formula for Solidarity

The details of the Solidarity Pension Scheme (SPR) are better described elsewhere in this publication, but for the purposes of this section it is summarized here. The center of gravity is an individual account of accumulated wealth to which contributions are made and from which benefits are drawn. In the course of time, the individual account is credited a protection return (PR) linked to age and swap rates as well as an excess return (ER) linked to a growth portfolio: Older members participate relatively more in the PR, whereas younger members participate relatively more in the ER. In combination, PR, ER, and the distribution rules constitute a life-cycle allocation strategy decided plan-wide by each pension plan on behalf of its members.

The defining feature of the SPR is the solidarity reserve (SR), which may not exceed 15% of total assets and can be funded from contributions (up to 10%) and/or the ER (up to 10%). The operation of the SR must be strictly rules based, and it can only be spent on specific objectives, including softening market blows, smoothing of pensions, and easing the adverse impacts of longevity and inflation. The SR can be interpreted as an explicit mechanism to facilitate intergenerational risk sharing (including with future generations), but in practice,

it looks more like a collective buffer of smoothed returns. For mature pension plans, the primary funding mechanism will be the ER, because contributions are dwarfed by the balance of all accounts.

With the right set of rules, there are promising applications for retirees of smoothing pensions in payment and uncertainties in longevity, whereas a wider application to smooth inflation and investment return is more doubtful. To workers in the accumulation phase, pension accounts are supposed to be volatile and a smoothing mechanism is therefore more an emotional than a rational choice, whereas volatility is truly hurtful to retirees.

Protection Return

With the PR, the protection of the nominal pension as introduced by the FTK – something also so characteristic of modern solvency regulation – is carried into the SPR. The question is: Why?

By the principles of the reform, the individual pension funds are responsible for eliciting and solving the life-cycle problem of their members' preferences. Even though it is not mandatory to hedge the PR, any unhedged residual will spill over to the ER as added volatility. While the design strongly incentivizes allocation to the PR, funds retain some flexibility in how this exposure is implemented in practice. This may still constrain boards in performing this duty and, ultimately, limit their ability to act in the best interest of their members.

As an additional point, fluctuations in long-term interest rates were a key driver of the original loss of confidence in the pension system that eventually led to the reform process. By de-risking into fixed income, future retirees will see their account value fluctuate materially with interest rates. A litmus test for the reform will therefore be if the Dutch public is more forgiving of the volatility in their new pension accounts than they were of the volatility of funding levels in the former system.

Transparency

In line with modern regulatory thinking, transparency is defined as rule based. The hubris of rule-based governance is the assertion that it is possible to foresee every world outcome and to define a set of rules that – in each of these outcomes – will work in the best interest of members. That is not possible. Rules will therefore have to be modified, and every such modification will result in changes to pension outcomes, hence, in (implicit) wealth transfer among members. From an intergenerational perspective, the new system will possibly be fairer to some but certainly not to all.

To a slowly adapting system like the Dutch pension system, a surprise can therefore be devastating to both the intent of – and trust in – the system. The best possible example is the disastrous timing of the introduction of the FTK, coming as it did just before the Great

Financial Crisis, and the fact that it took 15 years to develop a new set of rules to address this world outcome.

Conversion

The most impressive part of the Dutch pension reform is the decision not to grandfather existing benefits. The former DB system was based on life-long participation of members and – as is characteristic of DB – a level premium system. From a financial perspective, young workers paid for their expected pension benefit *plus* the option to be subsidized by future young workers. The caveat is that the value of this “option of participation” cannot be evaluated financially because it depends on non-financial terms. Simply put, there is no unique way of individualizing an open DB plan, and it is a formidable achievement that it was possible to reach general agreement on this. That said, the majority of assets were distributed proportionally to the discounted value of the expected benefit, with only a minor part spent to compensate young workers.

By the material differences in duration of expected benefits, the relative distribution of assets between, say, young workers and retirees is very sensitive to the levels of discount rates at the time of conversion. Since no attempts were made to hedge or average the conversion rates, minor changes in interest rates led to significant last-minute redistribution of wealth between generations. In particular, members of otherwise similar plans will experience material differences in the relative distribution of wealth among members simply by converting at different points in time.

Final Thoughts

From an outside observer’s perspective, the real mystery is why the reform did not go all the way to allow more individual choice. Within the SPR, Dutch workers will vote for an average risk profile that will fit almost no one instead of having the option to choose individually to fit many more.

The breakthrough of the reform is the discontinuation of the former uniform premium system. Intended or not, the formation of individual accounts can only pave the way for more individualization down the road. The new system is still biased to favor older generations inasmuch as the solidarity reserve (SR) is funded by contributions and/or the excess return (ER): the former is paid entirely by workers, while younger members contribute proportionally more through the ER by their higher participation in the life-cycle allocation.

4. Hoe Nederland verandert door een pensioenwetgeving

Yves Stevens

Inleiding en opzet

Het is een open deur intrappen dat de Wet toekomst pensioenen een hele ommezwaai betekent in het Nederlandse pensioenlandschap. Deze tekst analyseert deze (r)evolutie door een groothoeklens. In plaats van in te zoomen op specifieke elementen zoomt de tekst uit en kijkt naar de evoluties die de Wtp op ietwat langere termijn zal teweegbrengen.

Elk land is anders

Zo goed als alle landen beschikken in mindere of meerdere mate over een pensioensysteem. Vaak worden die nationale systemen in het zogenaamd 'driepijlermodel' geplaatst. De wettelijke pensioenen vormen de eerste pijler, de aanvullende pensioenen de tweede pijler en de individuele pensioenen zijn de derde pijler. Dit eenvoudige model laat toe om overal ter wereld het eigen nationale systeem te (h)erkennen. Juridisch blijkt dit evenwel een vorm van collectief schimmenspel. Juridische vergelijkingen tussen landen zijn helemaal niet 'pijler-geïnspireerd'. De Franse tweede pijler (Agirc-Arcco) is door de verplichte repartitie (in Nederland gekend als omslagstelsel) bijvoorbeeld niet te vergelijken met de Nederlandse pensioenen die in kapitalisatie (in Nederland gekend als kapitaaldekking) zitten. In Nederland zijn rentes (levenslange uitkeringen) in de tweede pijler de norm, terwijl dit systeem in België zo goed als onbestaand is. De Belgische uitkeringen zijn allemaal 'bedrag ineens'. In Duitsland worden de *Betriebsalterversorgungen* verplicht herverzekerd, omdat ze ingeschreven zijn op de balans van de onderneming (*bookreserves* of balansprovisies). Dat is in vrijwel alle Europese landen verboden. In Finland is de eerste pijler in kapitalisatie (kapitaaldekking) en de tweede pijler in repartitie (omslag) en zijn ze – tot op een bepaalde hoogte – communiocerende vaten. Men kan zo juridische voorbeelden blijven geven.

Het gevolg is eenvoudig: elk land is vanuit juridisch oogpunt echt uniek. Geen enkel land heeft eenzelfde mechanisme. De verschillen zijn legio. Men zou dan ook kunnen stellen dat elk land – door historische en culturele keuzes – daadwerkelijk enig in zijn soort is. Die uniciteit leidt tot een vorm van pensioenidentiteit voor elk land. De juridische keuzes van het verleden bepalen daarbij hoe het huidig systeem eruitziet. Dit creëert ook zogenaamde padafhankelijkheden. Bepaalde gemaakte keuzes hebben verregaande gevolgen waarvan niet zomaar kan worden afgeweken. Het verleden kan niet aangepast worden. Men is dus goeddeels afhankelijk van het genomen pad. Theoretisch kan men pensioensystemen dan wel volledig ondersteboven gooien, maar praktisch is dat onmogelijk. Wetten zijn nu eenmaal geen vrijblijvende suggesties of raadgevingen; ze dienen nageleefd en opgevolgd te

worden. Bovendien creëert het recht vaak vermogensrechtelijke aanspraken op beloftes die in het verleden gedaan zijn.

Meer dan armoedebestrijding en inkomensvervanging: verschillende pensioenconcepten

Naast het juridisch schimmenspel over de pijlers bestaat een tweede vorm van collectieve waanvoorstelling erin dat pensioenen slechts twee doeleinden hebben: armoedebestrijding en/of inkomensvervanging. Sociaaleconomisch is dat ongetwijfeld erg nuttig en zelfs heel legitiem. Alleen botst dat op nationaal vlak vaak met rechtsregels. Mensen krijgen hun pensioen juridisch niet vanuit een bepaald sociaaleconomisch gedachtengoed, maar omwille van een juridische grondslag. Die grondslag kan botsen met dat gedachtengoed. Hoe komt dat? Sociaaleconomisch worden pensioenen geanalyseerd als 'systemen'. En dat klopt ook. Maar mensen zien hun eigen pensioen niet als onderdeel van een systeem maar veeleer als een vorm van aanspraak die losstaat van een systeem. Het recht faciliteert die aanspraak in de vorm van een legitieme verwachting, een verworven recht of zelfs een eigendom. Het is niet verwonderlijk dat heel wat sociaaleconomische denkers het rechtssysteem als hinderlijk ervaren. De puzzel past voor hen niet. Het omgekeerde geldt evenzeer voor juristen die naar pensioensystemen kijken.

Die juridische aanspraak op een pensioen is gebaseerd op zogenaamde verschillende pensioenconcepten. Mensen eisen hun pensioen op omwille van heel verschillende gronden. Dat leidt tot een multidimensionaal pensioenconcept waarbij mensen zeggen dat ze recht hebben op een pensioen omdat ze invalide zijn, sociaal verzekerd zijn, ervoor gespaard hebben, recht op rust hebben, altijd in een bepaald land gewoond hebben en dergelijke meer.

In totaal zien we zo in internationale vergelijkingen niet minder dan elf pensioenconcepten opduiken:

1. een pensioen omdat men ziek of invalide is
2. een pensioen omdat men een verdienste heeft voor het vaderland
3. een pensioen als vorm van sparen
4. een pensioen als loon
5. een pensioen als verdiende rust
6. een pensioen als eigendom
7. een pensioen als individuele levensverzekering
8. een pensioen als collectieve levensverzekering
9. een pensioen als sociale verzekering
10. een pensioen als sociale bijstand
11. een pensioen als onderdeel van ingezetenschap

Niet al die vormen komen in alle landen voor. België kent bijvoorbeeld geen pensioen als onderdeel van ingezetenschap, terwijl dat juist zo specifiek is aan de Nederlandse AOW.

Door de verplichtstelling en de solidariteitsmechanismes is de Nederlandse tweede pijler met levenslange rentes (levenslange uitkering) echt een toonbeeld van sociale verzekering (nr. 9 in bovenstaande lijst). In België is de tweede pijler daarentegen bijvoorbeeld veel meer geënt op het pensioen als loon en collectieve levensverzekering.

Nationale pensioenidentiteiten en pensioenconcepten evolueren over de tijd. Bovendien overlappen heel wat van de elf bovenstaande concepten. Het Nederland van net na de Tweede Wereldoorlog is ook niet te vergelijken met het Nederland van vandaag. Alles evolueert permanent.

Met de Wtp breekt dan een nieuw tijdperk aan. Volgens mij worden een aantal pionnen op het dambord van de pensioenidentiteit van Nederland verzet.

Goede redenen voor de Wtp

Voor alle duidelijkheid, deze tekst is geen aanval op de Wtp of op de achterliggende ideeën daarvan. Het zou van mijn kant compleet fout zijn om de Wtp te problematiseren. Als buitenstaander zie ik tal van – op het eerste gezicht – gerechtvaardigde redenen. Zo worden met de Wtp enkele pensioentechnische problemen opgelost en de belangentegenstellingen tussen jong en oud meer ingeperkt. Bovendien worden de kosten van het langlevensrisico beter geabsorbeerd en heeft de afschaffing van de klassieke doorsneepremie een nivellerende tot gevolg.

Alle landen passen hun pensioenwetgeving continu aan. De Wtp is vanuit dat standpunt ook niet meer dan een aanpassing van het systeem. En toch ... De Wtp voorstellen als een louter technische aanpassing zou fout zijn met het oog op de hierboven genoemde elf pensioenconcepten. De wijzigingen gaan namelijk veel verder dan alleen technische aanpassingen.

Vijf fundamentele veranderingen voor de bestaande pensioenconcepten

Met de Wtp en het pakket aan belendende maatregelen verandert Nederland haar pensioenidentiteit, omdat de onderliggende pensioenconcepten opschuiven. Dit gebeurt continu, in alle landen, en is tevens een proces van (heel) lange adem. Het is ook niet goed of slecht, het gebeurt gewoon. Het enige waarvoor men moet opletten, is dat men zich rekenschap kan geven van deze langetermijnevoluties. Er zijn volgens mij vijf fundamentele veranderingen.

1. Verschuiving naar DC-regeling

Nederland schuift – zoals heel de wereld – verder en verder op naar een DC-land. Dit is al een tijdje bezig. De Wtp versnelt enkel een ingezet proces. Het pensioen wordt daardoor persoonlijker en volatieler. In heel wat landen verschuiven daardoor ook wel wat risico's naar het individu. Opvallend is dat het debat in Nederland ietwat verschilt van

de discussies in andere landen. Elders draait de discussie vaak rond de implementering van IAS 19 of IFRS 17, waarbij bedrijven of sectoren niet langer de boekhoudkundige volatiliteit willen inboeken. In Nederland was en is deze reden veel meer afwezig en gaat het over de implementatie van het soort pensioenplan. Dit wordt losgekoppeld van de boekhoudkundige normering. Door het opschuiven naar een DC-regeling wordt het loonkarakter van het pensioen wel sterker benadrukt dan voorheen. Nederland kiest als het ware voor individuele ‘pottekies’.

2. Invaren

In Nederland worden bestaande rechten mee omgezet. Dit zogenaamde ‘invaren’ is – voor zover mij bekend – echt uniek in de wereld. Bestaande rechten worden meestal niet omgezet naar een nieuw systeem. Men behoudt de oude rechten in het oude systeem en heeft een startdatum voor het nieuw systeem. Dat zadelt heel veel landen op met verschillende juridische tijdsvakken voor de pensioenopbouw. Vaak is dit in functie van het geboortjaar. Nederland kiest voor een radicale uniformiteit met één systeem. Vele landen nemen een dergelijke optie niet, voornamelijk om twee redenen. Ten eerste is er de datakwaliteit. De omzetting van bestaande rechten naar een nieuw systeem is voor veel landen een nachtmerrie. De onderliggende datakwaliteit van de opgebouwde rechten is niet afdoende om een dergelijke operatie te kunnen doen slagen. Ten tweede is er een zeer grote politieke en juridische angst voor procedures op de schending van het eigendomsrecht. In veel landen zijn pensioenaanspraken ergens vermogensrechtelijk verankerd. Dat was in Nederland – hoe opmerkelijk ook – nog niet het geval. Het land met de grootste pensioenreserves in de EU kende geen vermogensrechtelijke verankering zoals de meeste andere landen die wel kenden. Net om te vermijden dat er permanente processen gevoerd zouden worden over een schending van een legitieme verwachting op een eigendomsrecht, zullen de meeste landen het verleden laten voor wat het is. Door het invaren gaat men in Nederland wel het eigendomsrechtelijke karakter van het pensioen meer benadrukken dan voorheen.

3. Meer leeftijdsonafhankelijke premies

Jongeren gaan wat meer krijgen door het invoeren van meer leeftijdsonafhankelijke premies. Dit is gekoppeld aan zowel het zogenaamde compensatievraagstuk als aan de vraag hoe de gemiddelde langetermijnrendementen eruit zullen zien. Dit zijn terechte vragen. De legitimiteit van de vragen toont evenwel aan dat de regeling het pensioen meer doet opschuiven naar een arbeidsrechtelijke voorwaarde dan voorheen.

4. Bedrag ineens

In Nederland woedt het debat over ‘bedrag ineens’. De zogenaamde lumpsum is de

standaard in heel wat landen,² waaronder België, VK, USA en Australië. Nederland is daarentegen klassiek een land van rentes. Dit heeft in het verleden wel geleid tot vragen over de indexatie van deze rentes, maar niet over het afschaffen ervan. Nochtans is het invoeren van een beperkt 'bedrag ineens' een hellend vlak. In het Verenigd Koninkrijk wilde men eerst slechts 10 procent van de opgebouwde reserve als bedrag ineens uitkeren. Dit bleek snel onhoudbaar. Want hoe legt men de 10 procent uit? Waarom geen 15 procent? Of 20? Of 35? Of zelfs heel het bedrag? Men moet al een heel goed narratief hebben om het concept af te blokken. Bovendien zijn er wereldwijd nogal wat pensioeninstellingen die omwille van solvabiliteitsredenen de rentes liever kwijt zijn dan rijk. Door het 'bedrag ineens' verschuiven immers zowel het langlevensrisico als het beleggingsrisico naar het individu. Voor een pensioeninstelling kan dat goed uitvallen. De Europese regelgeving inzake solvabiliteit maakt het immers mogelijk dat minder buffers aangelegd moeten worden bij pensioeninstellingen die in kapitalen uitkeren. Dit komt door de verschuiving van het langlevensrisico en beleggingsrisico na pensionering in de richting van het individu. Met het 'bedrag ineens' verandert echt het pensioen van concept. Mensen gaan zich ook veel meer zien als consument dan als sociaal verzekerde. Het leidt ook heel snel tot de (h)erkenning van eigendom: 'dit is mijn geld'. En dan komt de vraag: waarom mag ik niet zelf mijn eigen geld beleggen? In Australië heeft het ongeveer twintig jaar geduurd, maar met *member direct option in superannuation* wordt het beleggingsbeleid wel bij het individu gelegd. Ik beweer niet dat het zo snel zal gaan in Nederland. Wat ik wel wil benadrukken, is dat ervaringen uit het buitenland aantonen dat 'bedrag ineens' een snel hellend vlak is, waardoor het pensioen ver weg kan glijden van het bestaande Nederlands narratief dat het pensioen een sociale verzekering is. 'Bedrag ineens' zet meer in op de individuele levensverzekeringsgedachte.

5. Fiscaal gelijkschakelen tweede en derde pijler

Een vijfde element rond de Wtp is de fiscale gelijkstroming tussen tweede en derde pijler. Als men kijkt naar de situatie van zzp'ers en het concept van *auto-enrolment* dat men meer mensen in het systeem wil krijgen, dan is die fiscale gelijkstroming echt legitiem. Door de fiscaliteit gelijk te schakelen en *auto-enrolment* te koppelen, zullen de mensen die niet gedekt zijn, moeten aangeven dat ze niet gedekt willen zijn. Zo ver is het nog niet in Nederland. Maar de grote tendensen en achterliggende narratieven zijn heel helder. De vraag is alleen hoe dit op de lange termijn zou kunnen inspelen op de verplichtstelling. De verplichtstelling is vandaag een absolute pijler van het Nederlands pensioensysteem

2 Nederland heeft ondertussen nog geen regeling aangenomen inzake 'bedrag ineens'. De invoering ervan is al enkele malen uitgesteld. Dit heeft met veel zaken te maken. Onder meer met de zorgplicht die op uitvoerders rust, de fiscaliteit die goed uitgeklaard moet worden en mogelijke effecten op huur- of zorgtoeslagen.

en maakt integraal deel uit van de Nederlandse pensioenidentiteit. Met de gelijkstroming van tweede en derde pijler bestaat er een niet geheel denkbeeldig risico dat werkgevers en sociale partners op termijn het individu centraal stellen voor de eigen pensioenopbouw. Dat maakt dat pensioenen, meer nog dan vandaag, gezien worden als een arbeidsvoorwaarde.

Hoe verandert het?

De Wtp schuift eigenlijk drie pensioenconcepten sterker naar voor dan vroeger het geval was: 1) pensioen als eigendom, 2) pensioen als loon met inbegrip van arbeidsvoorwaarde en 3) pensioen als individuele verzekering. Het idee van de sociale verzekering schuift hierdoor ietwat meer naar achter.

Pensioen als eigendom

De eigendomsgedachte is heel manifest aanwezig in de Wtp. De Wtp voert namelijk voor het eerst in de Nederlandse geschiedenis persoonlijke individuele reserves en prestaties in. Het gaat niet alleen over dit zogenaamde 'eigen potje', maar ook over de mogelijke invoering van 'bedrag ineens'. Mensen zullen hierdoor hun aanvullend pensioen steeds meer beschouwen als een eigen vermogen. Op termijn leidt dat tot vragen zoals: Waarom kan ik het nu (voor de pensioenleeftijd) niet krijgen? Waarom mag ik het niet zelf beleggen? Waarom moet ik een deel afstaan voor een solidariteit waarvan ik nooit kan genieten? Waarom kan ik het niet zelf helemaal overdragen aan mijn kinderen, partner of andere derde? Op zich hoeven deze vragen niet problematisch te zijn en kunnen ze zelfs legitiem zijn. Ze illustreren alleen maar dat men in een andere wereld wakker wordt.

Pensioen als arbeidsvoorwaarde

Het pensioen was in Nederland al goeddeels een arbeidsvoorwaarde. De Wtp versterkt de loongedachte nog verder doordat de premie leeftijdsonafhankelijk wordt. Het gehele compensatievraagstuk maakt dit helder. Ook hier hoeft dat op zich niet gecompliceerd te zijn, maar er moet wel rekening mee worden gehouden op termijn. Loon wordt namelijk meestal gezien als een persoonlijke beloning voor geleverde arbeid en niet zozeer als een gevolg van een collectief verzekeringssysteem.

Pensioen als individuele verzekering

Het geheel van de ruk naar het individu maakt duidelijk dat het pensioen ook meer gezien wordt als een vorm van individuele dan als sociale verzekering. Het individu beschouwt zichzelf daarbij niet zozeer als sociaal verzekerde, maar wel als consument en wil ook zo behandeld worden.

In traag tempo

Deze verschuivingen in pensioenconcepten voltrekken zich uiteraard niet van de ene op de andere dag. Pensioenidentiteiten veranderen erg traag. Het vergt tijd alvorens de verschillende pensioenconcepten doordeesemd zijn. Dit gebeurt door een wisselwerking van media, politieke ontwikkelingen en actoren die bepaalde commerciële keuzes wel of niet maken. Zo zijn er zeker ook tegengewichten in de Wtp die het proces vertragen. Ik denk daarbij in de eerste plaats natuurlijk aan het inzetten van de solidariteitsreserves. We zien dat deze in eerste instantie nog vaak gebruikt worden om de nominale uitkering voor bestaande uitkeringsgerechtigden te beschermen. Maar hoe lang blijft dat overeind? Op een bepaald ogenblik zijn de jongeren van vandaag natuurlijk de gepensioneerden van morgen.

Nog verder uitzoemen: na de Wtp

Wat maakt het Nederlands pensioensysteem nu zo sterk en waar zitten dan de uitdagingen nadat de Wtp is doorgevoerd?

Er zijn drie elementen die het Nederlandse pensioensysteem robuust maken. Ten eerste is er een sterke AOW die een quasi-universele basisbescherming biedt. Ten tweede is er het sterk paritarisme of sociaal overleg. In Nederland werken werkgevers en werknemers samen om het beleid te bepalen. Dit maakt dat beslissingen gedragen worden en opgebouwd zijn rond compromissen. Zo voorkomt men maatschappelijke crisissen in vertrouwen. Die zijn funest voor pensioensystemen. Ten derde is er de verplichtstelling die vorm geeft aan de onderliggende solidariteit van het systeem.

Deze drie krachtpunten geven ook aan wat er eigenlijk behouden zou moeten blijven in het Nederlandse pensioensysteem als men voorstander is van de bestaande sociale verzekeringsgedachte.

In die optiek is het bijvoorbeeld zeker niet verstandig om het zogenaamd 'travallistisch' discours te laten doorsijpelen naar de AOW. Met andere woorden: de AOW mag niet opschuiven richting arbeidsvoorwaarde, maar moet gekoppeld blijven aan ingezetenschap.

Ook moet de representativiteit van de sociale partners behouden blijven. Dat vormt in vele (Europese) landen echt een uitdaging. In Nederland is dat ook zo. Als de sociale partners – aan weersijden van de onderhandelingstafel – onvoldoende vertegenwoordigingskracht hebben, dan wankelt het vertrouwen op termijn.

Minstens even belangrijk is het juist inschatten en correct afbakenen van de politieke druk die op termijn zal ontstaan op basiselementen van het systeem. Meer bepaald op vormen van individuele keuzevrijheid voor elke werknemer inzake aansluiting, deelname, belegging en uitkering.

Waarover gaat de Wtp onderliggend eigenlijk?

Het langdurige debat (in aanloop naar) de Wtp stelt een fundamenteel vraagstuk voorop. Namelijk, wiens (eind)verantwoordelijkheid is het pensioen? Dus niet alleen wie het pensioen moet regelen maar ook de vraag wie het *kan* regelen. Dat zijn geen futiele vragen. Die verantwoordelijkheid moet immers altijd minstens gedeeld wordt over verschillende spelers én heeft ongelijke zwaartepunten in functie van het type pensioen (de AOW is geen bedrijfstakpensioen) en in functie van de maatschappelijke evoluties.

De verschillende spelers op het Nederlandse speelveld zijn de overheid, de sociale partners, de werkgever, de werknemer, de zelfstandige en de individuele burger. Dit is gelijkwaardig voor heel wat Europese landen. Door de verschuiving naar loon, individuele verzekering en eigendom verschuiven de zwaartepunten evenwel veel meer richting het individu. En zoals eerder gesteld: die bekijkt het pensioen niet als een systeem. Daarnaast is die in de nieuwe constellatie veel meer een consument dan een sociaal verzekerde.

Hoofdstuk 14

Vooruitkijken na de transitie

Eduard Ponds
Onno Steenbeek

Inhoudsopgave

1. Inleiding	401
2. Het Nederlandse karakter van de transitie	402
3. Performance: eerste empirische inzichten	405
4. Toekomstige uitdagingen	409
5. Blik van buiten	412
6. Slot: de balans na de transitie	413
Literatuur	414

Te citeren als:

Ponds, E. & Steenbeek, O. (2026). *Epiloog: Vooruitkijken na de transitie*. In E. Ponds & O. Steenbeek (red.), Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland (Netspar Wtp-bundel).

Affiliaties

Eduard Ponds – Tilburg University, APG AM, Netspar
Onno Steenbeek – Tilburg University, APG AM, Netspar, EUR

1. Inleiding

Eduard Ponds en Onno Steenbeek¹

De transitie naar het nieuwe Nederlandse pensioenstelsel is bij het verschijnen van deze bundel in belangrijke mate voltooid (zomer 2026), maar de eigenlijke toetsing begint nu pas. Heeft het nieuwe contract de doelen waargemaakt die in het Pensioenakkoord van 2019 zijn beschreven? Kan het omgaan met toekomstige schokken die niemand vandaag voorziet? En hoe zal de balans er over twintig jaar uitzien?

In deze epiloog kijken we terug op wat de transitie uniek maakt, evalueren de eerste empirische inzichten uit backtests en blikken vooruit op openstaande vragen. Kunnen koopkracht en pensioenopbouw worden gewaarborgd in een wereld die onzeker blijft door geopolitieke spanningen, veranderingen op de arbeidsmarkt en klimaatrisico's? En leidt de pensioenhervorming, met haar nadruk op persoonlijke vermogens en keuzevrijheid, tot een verschuiving in de identiteit van het Nederlandse pensioenstelsel met verlies van de traditionele rol van sociale oriëntatie en collectieve doelstellingen?

De analyse in dit hoofdstuk bouwt voort op hoofdstuk 1 van deze bundel (Ponds & Steenbeek, 2026), waarin we de doelstellingen van de pensioenhervorming formuleren. In deze epiloog evalueren we het nieuwe pensioencontract langs drie kernambities uit het pensioenakkoord van 2019:

1. het vergroten van transparantie en het persoonlijker maken van het pensioen
2. het bieden van beter perspectief op koopkrachtbehoud
3. een betere aansluiting bij ontwikkelingen op de arbeidsmarkt.

¹ De auteurs danken de Netspar Editorial Board voor de constructieve feedback op een eerdere versie.

2. Het Nederlandse karakter van de transitie

Veel landen hebben de afgelopen decennia een verschuiving doorgemaakt in de tweedepijlerpensioenen van *defined benefit* (DB) naar *defined contribution* (DC). De Nederlandse hervorming onderscheidt zich op een aantal belangrijke punten. De combinatie van schaal, transitiestrategie en brede institutionele inbedding is internationaal uitzonderlijk.

a. Volledige overgang in plaats van gefaseerde co-existentie

De Nederlandse pensioentransitie kent in de wereld geen evenknie. Waar de meeste landen bij grote pensioenhervorming kiezen voor een opdeling naar bestaande en nieuwe aanspraken – waarbij nieuwe deelnemers onder een nieuw contract vallen terwijl bestaande rechten ongemoeid blijven² ('bevriezen') – heeft Nederland gekozen voor een volledige overgang via invaren. Dit betekent dat (bijna) alle opgebouwde DB-rechten en circa 1.500 miljard euro aan pensioenvermogen, ongeacht de leeftijd of loopbaanfase van de deelnemer, worden omgezet naar persoonlijk pensioenvermogen binnen de nieuwe DC-contracten.³ Deze keuze maakt de Nederlandse hervorming internationaal uniek (Van Popta & Steenbeek, 2021). Een bevriezing creëert weliswaar minder transitierisico op korte termijn, maar leidt tot decennialange co-existentie van verschillende regelingen binnen een systeem of pensioenfonds. Dit verhoogt uitvoeringskosten, vermindert transparantie en compliceert solidariteit tussen generaties. Door voor volledig invaren te kiezen, maakt Nederland een definitieve breuk met het verleden mogelijk. Een verplichte, volledige overgang vereist wel dat uitvoerders zorgen voor een evenwichtige en maatschappelijk geaccepteerde verdeling van de transitie-effecten. In hoofdstuk 3 van deze bundel worden de hierbij gehanteerde methodiek en de resultaten toegelicht (Chen & Samwel, 2026). De juridische en fiscale randvoorwaarden van deze transitie, waaronder het invaren van bestaande aanspraken en de verhouding tot het eigendomsrecht, worden uitgebreid geanalyseerd in hoofdstuk 9 van deze bundel (Kappelle & Luttjens, 2026).

2 Vergelijk bijvoorbeeld de hervormingen van de eerstepijlerpensioenen in Zweden in de jaren negentig en die in Chili begin jaren tachtig. De rechten van de oudere cohorten werden afgewikkeld in de oude regeling, de jongere cohorten zaten gedeeltelijk of geheel in de nieuwe regelingen. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk werden eind vorige eeuw de kapitaalgedekte tweedepijler-DB-regelingen in pensioenfondsen uit de marktsector gesloten voor nieuwe opbouw. Oude rechten werden volgens de oude regeling afgewikkeld of ondergebracht bij verzekeraars. Pensioenopbouw kon daarna alleen voortgezet worden op vrijwillige basis in DC-regelingen.

3 Een klein aantal pensioenfondsen vaart niet in (37 fondsen van de 189 fondsen met 3,5 procent van de deelnemers; vergelijk hoofdstuk 1 van de bundel). Dit betreft onder meer de gesloten pensioenfondsen. Vaak kiezen die voor een pension buy-out. Bij een buy-out draagt een pensioenfonds de verplichtingen over aan een verzekeraar en wordt het fondsvermogen gebruikt om gegarandeerde uitkeringen in te kopen. De totale markt voor buy-outs wordt op 20 tot 30 miljard euro geschat (Pensioen Pro, 4 november 2025).

b. Ongekeende schaal en financiële omvang

De schaal van de Nederlandse operatie is omvangrijk. Met ongeveer 1,5 biljoen euro aan pensioenvermogen (medio 2026) beheert Nederland naar verhouding een van de grootste pensioensectoren ter wereld, overeenkomend met circa 150 procent van het jaarlijks BBP. Ter vergelijking: voor de OECD bedraagt het pensioenvermogen per land gemiddeld 91 procent van het BBP (OECD, 2025).

Bij het omzetten van het collectief vermogen naar individuele vermogens diende de sector een aantal complexe taken simultaan uit te voeren:

- herwaardering van alle opgebouwde aanspraken naar marktwaarde
- omzetting van collectieve rechten naar individuele vermogensposities voor ruim zes miljoen actieve deelnemers en drie miljoen gepensioneerden (totaal meer dan negentien miljoen afzonderlijke rekeningen),
- toedeling van buffers over cohorten volgens wettelijke normen voor evenwichtigheid
- communicatie van deze complexe transitie naar alle betrokkenen
- implementatie van nieuwe administratieve systemen en governance-arrangementen

Ruim 150 pensioenfondsen, die samen 70 procent van alle Nederlandse werkenden bedienen, zijn betrokken bij deze operatie. Elk fonds heeft hiervoor een eigen invaarplan moeten opstellen, dit moeten toetsen op evenwichtigheid en hiervoor goedkeuring moeten verkrijgen van toezichthouders en sociale partners – en dat allemaal binnen een krappe tijdshorizon en onder strenge wettelijke voorwaarden.

c. Collectiviteit binnen een DC-structuur: een derde weg

Internationaal gezien resulteert de trend richting DC doorgaans in het Angelsaksische model: individuele accounts, persoonlijke verantwoordelijkheid voor beleggingskeuzes en een directe koppeling tussen inleg en uitkering zonder herverdeling. In dit model worden marktrisico's integraal neergelegd bij de deelnemer en is intergenerationele solidariteit en risicodeling (grotendeels) afwezig. Er is doorgaans geen collectieve verzekering tegen langlevenrisico, individuen moeten zich wenden tot de aankoop van individuele annuïteiten. Veelal zijn de deelnemers vrij om bij pensionering het pensioenkapitaal geheel of deels als bedrag ineens op te nemen (Lever et al., 2015).

De Nederlandse hervorming kiest bewust voor een ander traject. Hoewel de institutionele vorm van het pensioencontract in Nederland is veranderd, blijven fundamentele kenmerken van het naoorlogse Nederlandse pensioenstelsel behouden:

- de driepijlerstructuur (vergelijk hoofdstuk 2 van deze bundel; Arts & Den Toom, 2026)
- het aanvullend pensioen in de tweede pijler is een arbeidsvoorwaarde, overeengekomen door sociale partners
- verplichte deelname op basis van wettelijke verplichtstelling

- levenslange uitkering met collectieve deling van het langlevenrisico
- collectief beheer, waarbij professionals de kernbeslissingen nemen namens deelnemers, onder meer over: premieniveau, leeftijdsgerelateerd beleggingsbeleid en uitkeringsprofiel

Dit hybride model in de tweede pijler vormt een ‘derde weg’ tussen traditionele DB-systemen (onhoudbaar in een marktwaarde-omgeving met toenemende rijping van pensioenfondsen) en volledig geïndividualiseerde DC-regelingen van het Angelsaksische model (met vaak de als onwenselijk geachte keuzevrijheid in deelname, premie en tussentijdse opname van kapitaal).

Deze derde weg⁴ combineert de nieuwe premieregelingen met expliciete risicodelingsarrangementen, zoals de solidariteitsreserve in de SPR (solidaire premieregeling; vergelijk Hoofdstuk 7 Van Bilsen & Mehlkopf, 2026) en de risicodelingsreserve in de FPR (flexibele premieregeling). Daarnaast manifesteert de derde weg zich in de wettelijke verplichting om pensioenvermogen bij pensionering om te zetten in een levenslange uitkering.⁵ ‘Bedrag ineens’ (lumpsum) komt als optie beschikbaar, maar dan slechts tot maximaal 10 procent van het kapitaal bij pensionering.

d. Politieke legitimiteit en het poldermodel

De hervorming is niet het resultaat van een crisis of top-down overheidsingrijpen, maar van langdurig maatschappelijk overleg. Het pensioenakkoord uit 2019 (SER, 2019) werd gesloten tussen vakbonden, werkgeversorganisaties en de regering en kreeg vervolgens parlementaire bekrachtiging via de Wet toekomst pensioenen in 2023. Deze consensusgerichte aanpak heeft bijgedragen aan brede maatschappelijke steun, maar heeft tegelijkertijd geleid tot compromissen die de verdere uitwerking van het stelsel hebben gecompliceerd.

De vraag is in hoeverre het Nederlandse polderproces de gestelde doelen van het pensioenakkoord heeft bediend. Een belangrijke kanttekening is dat de beoogde consensus een prijs heeft gehad: zij heeft geleid tot een complex stelsel dat op gespannen voet staat met de wens voor een transparant en uitlegbaar contract. Het uiteindelijke pensioenstelsel ademt duidelijk de uitkomst van politieke onderhandelingen, met ruimte voor verschillende contractvormen (SPR en FPR) en brede beleidsvrijheid voor individuele pensioenfondsen.

4 Dit hybride model wordt treffend omschreven met de term Defined Ambition (Tamerus 2011, Boeijen, Kortleve & Tamerus, 2010). Met Defined Ambition is al in 2010 een perspectief geschetst van een tussenweg tussen DB en DC: een collectieve, reële ambitie met gedeeld risico en zonder de ballast van nominale garanties.

5 Betermier (2026) in hoofdstuk 13 beveelt deze Nederlandse invulling van de uitkeringsfase aan als voorbeeld voor andere landen met een sterke rol voor kapitaalgedekte pensioenregelingen.

3. Performance: eerste empirische inzichten

Na de implementatie gaat het uiteindelijk om de vraag of het nieuwe stelsel ook naar verwachting presteert. In lijn met de in hoofdstuk 1 geformuleerde doelstellingen evalueren we de eerste ervaringen langs drie kernambities uit het pensioenakkoord van 2019: 1) het vergroten van transparantie en het persoonlijker maken van het pensioen, 2) het bieden van beter perspectief op koopkrachtbehoud en 3) een betere aansluiting bij ontwikkelingen op de arbeidsmarkt.

De eerste ervaringen zijn gemengd positief: de transitie verloopt onder gunstige financiële omstandigheden en historische simulaties wijzen op robuuste uitkomsten, maar koopkrachtbehoud, deelnemersbegrip en volledige dekking van alle werkenden blijven structurele uitdagingen.

3.1 Transparantie en persoonlijk pensioen

Een belangrijk doel van de hervorming is het vergroten van transparantie door de overgang naar persoonlijke pensioenvermogens en expliciete toedelingsregels. In formele zin is dit doel gerealiseerd: rechten zijn vertaald naar individuele vermogens en risico's worden zichtbaar gemaakt in de ontwikkeling van deze vermogens en de bijbehorende uitkeringen. Tegelijkertijd roept deze transparantie nieuwe vragen op. De complexiteit van de toedelingsregels, zoals de verdeling tussen beschermingsrendement en overrendement, maakt het voor deelnemers moeilijk om de dynamiek van hun pensioen te doorgronden. Transparantie in economische zin betekent niet automatisch dat de regeling begrijpelijk is voor deelnemers.

Een bijkomend spanningspunt betreft de mate van individuele keuzevrijheid. De kern van de lifecycle-theorie is dat individuen hun risico- en consumptiepad optimaal afstemmen op leeftijd, voorkeuren en economische omstandigheden. Juist op dit punt botst de institutionele praktijk met de theorie: hoewel leeftijdsafhankelijk beleggen substantiële welvaarts-winsten kan opleveren, gaat een belangrijk deel daarvan verloren doordat deelnemers geen keuze hebben over hun premie en beleggingsprofiel (Van den Goorbergh, hoofdstuk 4; Bonenkamp et al., hoofdstuk 11; Alserda & Van den Bergh, hoofdstuk 6). Wanneer ook gedragsmatige voorkeuren zoals verliesaversie in de afweging worden betrokken, neemt die spanning verder toe: het stelsel biedt collectief maatwerk, maar niet het individuele maatwerk dat de theorie en veel deelnemers veronderstellen (Goossens & Potter van Loon, hoofdstuk 5).

Daarbij komt dat de toegenomen zichtbaarheid van schommelingen in pensioenuitkomsten kan leiden tot onzekerheid bij de deelnemer. Waar in het oude stelsel risico's impliciet en vertraagd zichtbaar werden, manifesteren die zich nu direct in het individuele pensioenvermogen.

Kortom: het stelsel gebruikt lifecycle-theorie als legitimatie, maar de implementatie is eerder een hybride compromis dan een volledige doorvertaling. Institutionele randvoorwaarden en uitvoerbaarheid perken de theoretische belofte in. Dit kan op termijn gevolgen hebben voor het ervaren draagvlak, zeker naarmate de heterogeniteit onder deelnemers toeneemt.

3.2 Koopkrachtperspectief

Het tweede doel van de hervorming betreft het bieden van beter perspectief op koopkrachtbehoud. De eerste empirische inzichten laten zien dat het nieuwe contract in staat is om schokken op te vangen en op lange termijn robuuste uitkomsten te genereren, maar dat koopkrachtbescherming niet vanzelfsprekend is.

De transitie zelf vindt plaats onder buitengewoon gunstige financiële omstandigheden. De sterke rentestijging van de afgelopen jaren naar niveaus rond de 3 procent heeft de dekkingsgraden volgens het FTK (financieel toetsingskader) opgestuwd naar boven de 120 procent (medio 2026). Dit maakt de zogeheten dubbele transitie financieel haalbaar: fondsen beschikken over voldoende reserves om zowel de compensatie voor de afschaffing van de doorsneesystematiek te financieren als een zogeheten invaarbonus uit te keren aan deelnemers. Die bonus verhoogt toekomstige en ingegane uitkeringen structureel, variërend van enkele procentpunten tot meer dan 20 procent voor verschillende pensioenfondsen. Deze gunstige uitkomst is echter in belangrijke mate tijdgebonden: de vraag dringt zich op hoe een vergelijkbare transitie had uitpakkt bij de lage rentestand van 2020 of de lage dekkingsgraden van 2012. De soepele overgang zegt dus weinig over de structurele robuustheid van het nieuwe stelsel.

Historische backtests geven een genuanceerd beeld. Sprenkels (2025) simuleerde een fictief SPR-pensioenfonds vanaf 1925 en toonde aan dat het nieuwe stelsel alle grote crises van de afgelopen eeuw zou hebben doorstaan zonder nominale verlagingen. Met een solidariteitsreserve van slechts 8 procent zouden pensioenen gemiddeld 19 procent hoger zijn geweest dan onder de oude regeling bij gelijke premie-inleg, al zijn er over deze lange horizon van 100 jaar wel grote generatieverschillen. De studie van Alserda & Warren (2025) bevestigt dit beeld voor de periode 2000-2024: uitkeringen lagen gemiddeld 16 procent hoger, maar volledig koopkrachtbehoud bleef buiten bereik en na 25 jaar kan het koopkrachtverlies oplopen tot 24 procent.⁶ Opvallend is ook de variatie tussen fondsen:

6 Backtests zijn gevoelig voor de gehanteerde aannames. Zo zullen bij deze studies naar de solidaire premiereregeling de keuze van het startjaar en de samenstelling van de lifecycle-portefeuilles van invloed zijn op de resultaten. Waarom zijn de gemiddelde resultaten van de solidaire beter dan die van de FTK regeling? In de nieuwe regeling komt er op termijn persoonlijk vermogen bij door – zeker voor jongere deelnemers – met meer risico te beleggen én doordat de buffers flink kleiner zijn dan in de oude regeling.

verschillen in beleidskeuzes leiden tot uitkomstverschillen van wel 9 procentpunt voor gepensioneerden bij gelijke premie-inleg.

Koopkrachtbehoud blijft daarmee een fundamentele uitdaging. In de nieuwe contracten is indexatie niet langer gegarandeerd. Hoewel de solidariteitsreserve nominale kortingen moet voorkomen, is reële koopkrachtbescherming niet verzekerd, zelfs niet in periodes met gemiddeld gunstige rendementen. Mogelijke oplossingen kennen elk hun eigen afwegingen, vergelijk hiervoor de verkenning van DNB (2026) van enkele oplossingen: een lagere startuitkering met inflatiereserve, risicovoller beleggen of herverdeling via de solidariteitsreserve waarbij werkenden inflatierisico overnemen van gepensioneerden. Welk instrument ook wordt gekozen, inflatiebescherming blijkt kostbaar te zijn. De gemaakte keuzes moeten bovendien zijn afgestemd op de voorkeuren van de deelnemers.

3.3 Aansluiting op de arbeidsmarkt

Het derde doel betreft een betere afstemming op ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en in de samenleving. De overgang naar een premieregeling met persoonlijke vermogens en leeftijdsafhankelijk beleggen past in beginsel beter bij meer flexibele en heterogene loopbanen. De introductie van lifecycle-beleggen vormt hierbij een belangrijk element: door risico's af te stemmen op de leeftijd van deelnemers wordt meer recht gedaan aan verschillen in risicodraagvlak over de levensloop. In de praktijk blijft de implementatie echter een hybride compromis. De collectieve inrichting van het stelsel beperkt de mate van individuele keuzevrijheid in beleggingsbeleid, premieniveau en uitkeringsprofiel, terwijl gedragsmatige heterogeniteit slechts gedeeltelijk wordt meegenomen. Hierdoor is het systeem gericht op collectief maatwerk, maar niet op individueel maatwerk.

Ook de dekking van het stelsel blijft een belangrijk aandachtspunt. Zelfstandigen en flexwerkers zijn nog altijd slechts beperkt geïntegreerd in de tweede pijler, een vraagstuk dat uitgebreid wordt besproken in hoofdstuk 12 (Boeijen e.a. 2026). Daarnaast rijst de vraag of de tweede pijler voldoende ruimte biedt voor aanvullende pensioenopbouw voor deelnemers met langdurig onderbroken loopbanen vanwege bijvoorbeeld ouderschap of mantelzorg. Zolang deze groepen structureel achterblijven in pensioenopbouw, blijft de ambitie van een pensioenstelsel voor alle werkenden slechts gedeeltelijk gerealiseerd.

3.4 Tussenbalans

De eerste ervaringen met het nieuwe pensioenstelsel laten zien dat belangrijke stappen zijn gezet richting de geformuleerde doelstellingen, maar dat deze slechts gedeeltelijk worden gerealiseerd. Transparantie is toegenomen, maar gaat gepaard met complexiteit en een groter gevoel van onzekerheid bij deelnemers. Het koopkrachtperspectief is verbeterd in termen van robuustheid, maar zonder garantie op reële stabiliteit. De aansluiting op de

arbeidsmarkt is versterkt, maar blijft onvolledig door institutionele beperkingen en heterogene loopbaanpatronen.

De uiteindelijke beoordeling van het stelsel hangt af i) van de mate waarin deze spanningen – tussen transparantie en complexiteit, financiële robuustheid en koopkrachtbehoud, en collectiviteit en individualisering – in de praktijk beheersbaar blijken en ii) van de vraag in hoeverre deelnemers de daaruit voortvloeiende uitkomsten begrijpen en accepteren.

4. Toekomstige uitdagingen

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel brengt een aantal structurele kwetsbaarheden met zich mee die bepalend kunnen zijn voor de houdbaarheid en maatschappelijke legitimiteit van het contract op langere termijn. Deze kwetsbaarheden komen zowel van binnenuit het stelsel als van buitenaf. Het Nederlandse pensioenstelsel heeft zich sinds 1950 bewezen als adaptief. Ook voor het nieuwe contract zal deze wendbaarheid cruciaal zijn.

4.1 Intern

Het nieuwe stelsel kent potentieel spanningen die van binnenuit komen en voortkomen uit de manier waarop het contract in de praktijk wordt ingevuld en ervaren. Onderstaande twee kwetsbaarheden kunnen het systeem van binnenuit onder druk zetten.

a. Te lage premie

Ook in de nieuwe regelingen zal gelden dat een adequaat pensioen eerst en vooral een adequate premie-inleg vereist. AFM heeft eerder signaleerd dat zeven op de tien DC-regelingen een laag premieniveau kent, gemiddeld van minder dan 10 procent van de pensioengrondslag (AFM 2023). Dat is veel lager dan wat bijvoorbeeld bij bedrijfspensioenfondsen gangbaar is, te weten 20 tot 30 procent van de pensioengrondslag. Een gevolg van deze lage premie in DC-regelingen is een teleurstellend uitkeringsniveau. Ook in de nieuwe regelingen bestaat het gevaar van een te lage premie. Zoals we in hoofdstuk 1 aangeven wordt als sterk punt van de SPR-regeling gezien dat pensioenambitie nog leidend is voor de periodieke vaststelling van de premie. Bij de FPR-regeling geldt dit niet direct. De pensioenpremie is vaak onderdeel van een breed pakket aan arbeidsvoorwaarden. Overwegingen van korte termijn, waaronder beschikbaar netto-inkomen, kan ertoe leiden dat er minder aandacht is voor pensioenuitkomst op lange termijn en dat bijgevolg de premie lager wordt vastgesteld dan nodig is voor een toereikend pensioen.

b. Verschuiving van pensioenidentiteit

In de nieuwe regelingen worden deelnemers geïnformeerd over de ontwikkeling van hun pensioenvermogen en de bijbehorende uitkeringen. Het pensioen blijft beschikbaar als levenslange uitkering; kapitaalopname tijdens de opbouwfase is uitgesloten. Wel komt de optie beschikbaar om bij pensionering eenmalig maximaal 10 procent van het pensioenkapitaal als bedrag ineens op te nemen. Wie daarvan gebruikmaakt, kan niet langer ook de hoog-laagconstructie toepassen – beide opties vertegenwoordigen een vergelijkbaar kapitaalbeslag van circa 10 procent.

Stevens (2026) in hoofdstuk 13 wijst erop dat juist deze elementen een meer fundamentele spanning kunnen versterken: de Wtp wekt onbedoeld het beeld van pensioen als

individueel eigendom en persoonlijke verzekering, ten koste van de sociale verzekeringsgedachte die het Nederlandse stelsel lange tijd heeft gekenmerkt. Persoonlijke vermogensaccounts en de mogelijkheid van een bedrag ineens kunnen dit proces versnellen. Internationale ervaringen, onder meer uit het Verenigd Koninkrijk en Australië, laten volgens Stevens zien dat zodra deelnemers hun pensioen primair als eigen kapitaal gaan beschouwen, de roep om verdere individuele keuzevrijheid snel toeneemt. Dit kan druk zetten op collectieve arrangementen zoals verplichte risicodeling en herverdeling over cohorten – met name binnen de SPR-regeling. De komende jaren zullen uitwijzen of het nieuwe pensioencontract zich ontwikkelt tot een stabiel collectief arrangement met persoonlijk maatwerk of dat het geleidelijk verschuift naar een verder geïndividualiseerd systeem met afnemende solidariteit en draagvlak.

4.2 Extern

Naast deze interne spanningen staat het stelsel ook bloot aan externe ontwikkelingen die het aanpassingsvermogen van het stelsel als geheel op de proef stellen. Drie uitdagingen tekenen zich alvast af:

a. Klimaattransitie en duurzaam beleggen

De klimaattransitie dwingt pensioenfondsen in toenemende mate om klimaatrisico's te integreren in lifecycle-strategieën. Dit vereist belangrijke keuzes ten aanzien van de rol van fossiele sectoren in de portefeuille en kansen in groene technologie. Navigeren tussen rendement, toenemende regelgeving en maatschappelijke druk vereist nieuwe expertise.

b. Arbeidsmarkttransformatie

Het nieuwe stelsel is ontworpen voor werknemers met continue pensioenopbouw. Maar is dit wel toekomstrobuust? De uitbreiding naar zelfstandigen, flexwerkers en mantelzorgers blijft een urgent vraagstuk (vergelijk hoofdstuk 12, Boeijen et al. 2026). De trend naar langer leven vereist ook langere loopbanen en tussentijdse bijscholing (Gratton & Scott, 2021). Wat als traditionele loopbanen verdwijnen door AI, automatisering en platformwerk? Kan dan nog steeds de loopbaangerelateerde pensioenopbouw relevant zijn?

c. Geopolitieke fragmentatie en beleggingsrisico's

De afgelopen decennia profiteerden pensioenfondsen van voortschrijdende globalisering en vrij kapitaalverkeer. Toenemend protectionisme en geopolitieke spanningen kunnen rendementen echter onder druk zetten. Diversificatie blijft essentieel, maar vereist nieuwe strategieën. Geopolitieke risico's zullen steeds vaker een expliciete factor vormen in de samenstelling van de strategische beleggingsportefeuille.

Geopolitieke risico's kunnen zich ook manifesteren bij de bescherming van lopende en toekomstige uitkeringen in de SPR. Een essentieel instrument daarbij is de afdekking van de rente- en valutarisico's via derivaten. Verkokering van de wereldmarkt voor de verhandeling van financiële risico's kan dit wezenlijke onderdeel van de SPR ondermijnen.

Deze externe ontwikkelingen raken het pensioenstelsel niet alleen via rendement en risico, maar stellen ook hogere eisen aan de manier waarop collectieve keuzes worden gelegitimeerd en gecommuniceerd aan deelnemers. Het stelsel behoudt zijn maatschappelijke *license to operate* alleen wanneer deelnemers niet langer uitsluitend ontvangers zijn, maar invloed kunnen uitoefenen op risico-acceptatie, duurzaamheidskeuzes en productontwerp (hoofdstuk 10, Oerlemans & Slager, 2026).

Meer inspraak is echter geen garantie voor meer betrokkenheid. Zoals Augustus en Iking (2026) in hoofdstuk 8 laten zien, ervaren deelnemers keuzevrijheid in de praktijk vaak als onzekerheid en keuzedruk. Een toekomstbestendig governance-model vraagt daarom óók om zorgvuldig ontworpen inspraakmechanismen; om heldere kaders, intuïtieve keuze-architectuur en begeleiding die deelnemers helpen keuzes te begrijpen en hen dus niet te overvragen.

5. Blik van buiten

De analyse van deze structurele spanningen roept de vraag op in hoeverre zij specifiek Nederlands zijn of juist herkenbaar vanuit internationaal perspectief. Een blik van buiten kan daarom helpen om de kracht, kwetsbaarheid en uitzonderlijkheid van het nieuwe Nederlandse pensioencontract scherper te duiden.

Buitenlandse waarnemers zijn eensgezind in hun waardering voor de Nederlandse aanpak (vergelijk de bijdragen van Betermier, 2026; Knox, 2026; Preisel, 2026 en Stevens, 2026 in hoofdstuk 13 van deze bundel). De keuze om alle bestaande rechten om te zetten zonder *grandfathering*, waarbij de oude rechten nog decennialang worden meegesleept, is internationaal uniek. Ook het behoud van collectieve elementen in een DC-structuur onderscheidt Nederland van vrijwel alle andere landen die een vergelijkbare transitie hebben doorgemaakt.

Tegelijk hebben de experts van buiten drie gedeelde zorgen. Ten eerste de complexiteit: de risicodelingsregels zijn moeilijk uit te leggen aan deelnemers en het draagvlak kan snel afbrokkelen zodra markttegenslagen zichtbaar worden op individuele rekeningen. Ten tweede een structurele paradox: het beschermingsrendement brengt rentegevoeligheid terug in een stelsel dat juist werd hervormd vanwege de destabiliserende werking van het FTK. Ten derde de dekking: met 1,5 miljoen zelfstandigen en een grote groep mantelzorgers buiten het stelsel blijft een groeiend deel van de bevolking zonder adequaat aanvullend pensioen.

6. Slot: de balans na de transitie

De Nederlandse pensioenhervorming markeert een fundamentele institutionele verschuiving: van collectieve aanspraken naar een stelsel van persoonlijke vermogens binnen een gedeeld kader met maatwerk naar cohort. De eerste ervaringen wijzen op robuuste financiële uitkomsten, maar maken tegelijk duidelijk dat koopkrachtbehoud, complexiteit en deelnemersbegrip blijvende aandacht vereisen.

Minstens zo belangrijk is het vermogen van de sector om tijdig in te spelen op openstaande vraagstukken, zoals toegang tot pensioenregelingen voor mantelzorgers en zzp'ers en de toenemende heterogeniteit in arbeidsrelaties en deelnemersvoorkeuren.

De komende decennia zullen uitwijzen of het Nederlandse pensioenstelsel erin slaagt financiële zekerheid te combineren met een bredere sociale opdracht van inclusiviteit en draagvlak en of het nieuwe pensioencontract daarbij zowel economisch robuust als maatschappelijk legitiem kan blijven.

Waar de bundel van 2006 het Nederlandse pensioenstelsel beschreef als een collectief stelsel van pensioentoezeggingen (Van der Lecq & Steenbeek, 2006), markeert deze bundel van 2026 (Ponds & Steenbeek, 2026) de overgang naar een stelsel van premie-afspraken met persoonlijk pensioenvermogen.

2006: evaluatie van een collectief stelsel van pensioentoezeggingen

2026: overgang naar een stelsel van premieafspraken met persoonlijk vermogen

2046: de beloften van het nieuwe pensioenstelsel gewogen (2026-2046)

De bijdragen in deze bundel laten zien dat het nieuwe pensioenstelsel zowel economische als institutionele kansen biedt, maar dat de uiteindelijke beoordeling afhangt van de manier waarop het systeem met toekomstige onzekerheden omgaat. Hoe het stelsel er in 2046 uitziet, hangt in belangrijke mate af van de vraag of dit nieuwe contract erin slaagt stabiliteit, koopkracht, draagvlak en vertrouwen te combineren. Een mogelijke bundel in 2046 zal de balans opmaken: zijn de beloften van het nieuwe pensioenstelsel in de eerste twee decennia waargemaakt?

Literatuur

- AFM (2023). *Verkenning grijze vlek binnen DC-regelingen*, AFM stelt vast dat veel DC-deelnemers een beperkte premie-inleg hebben, Amsterdam.
- Alserda G. & van den Berg, C.H. (2026). Solidaire versus Flexibele premieregeling - Welvaartsimplicaties van de gevolgen op het beleggingsbeleid. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 6. Netspar, Tilburg.
- Alserda G. & Warren, O. (2025). *Een kwarteeuw Wtp. Backtest 2000-2024*, Aegon Asset Management.
- Arts J. & van den Toom, R. (2026). Solidariteit, collectiviteit en flexibiliteit: een herijking van het Nederlandse driepijlerstelsel. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 2. Netspar, Tilburg.
- Augustus J. & Iking, E. (2026). De pensioenparadoxen: communiceren in het vernieuwde stelsel. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 8. Netspar, Tilburg.
- Betermier, S. (2026). *Dutch pension reform*, In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, bijdrage in hoofdstuk 13. Netspar, Tilburg.
- Bonenkamp J., Kokken, M., Lambrix, E., Temme, B. & Westerhout, E. (2026). Macro-economische aspecten van de Wtp. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 11. Netspar, Tilburg.
- Bilsen van S. & Mehlkopf, R. (2026). Solidariteitsreserve. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 7. Netspar, Tilburg.
- Boeijen, D., Dolkens, C., de Graaf, N. & Kortleve, N. (2026). Vraagstukken voor ná de Wtp-transitie. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 12. Netspar, Tilburg.
- Boeijen, D., Kortleve, N. & Tamerus, J. (2010). *Van toezegging naar ambitie: een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen*. NEA papers nr. 35, Netspar, Tilburg.
- Chen, D. & Samwel, R. (2026). Inzicht in transitie-effecten voor een evenwichtige belangenafweging. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 3. Netspar, Tilburg.
- DNB (2026). *Verkenning koopkracht instrumenten*, mei 2026.
- Goorbergh, van de R. (2026). De lifecycle-hypothese in de Nederlandse context. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 4. Netspar, Tilburg.
- Goossens J. & Potter van Loon, R. (2026). Matchmaking in de Wtp: welk pensioen past bij welke deelnemer? In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 5. Netspar, Tilburg.
- Gratton, L. & Scott, A.J. (2021). *The 100-year life: Living and working in an age of longevity*. Bloomsbury Publishing.
- Kapelle H. & Lutjens, E. (2026). Juridische en fiscale aspecten. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 9. Netspar, Tilburg.
- Knox, D. (2026). The new Dutch pension system, a review. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, bijdrage in hoofdstuk 13. Netspar, Tilburg.
- Lecq van der, S.G. & Steenbeek, O.W. (eds.) (2006). *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer.
- Lever, M., Ponds, E., Cox, R. & García Huitrón, M. (2015). *Internationale vergelijking van kapitaalgedekte pensioenstelsels*. Netspar brief (3).
- Nijman T. & Werker, B. (2026). *Koopkrachtbehoud in pensioenregelingen*, januari 2026, Pensioen Magazine.
- OECD (2025). *Pensions at a Glance 2025*. Parijs.
- Oerlemans, A. & Slager, A. (2026). Deelnemers en zeggenschap: vernieuwing van pensioengovernance. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 10. Netspar, Tilburg.
- Ponds, E.H.M. & Steenbeek, O.W. (2026). Het nieuwe pensioencontract: aanloop en uitwerking, In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, hoofdstuk 1. Netspar, Tilburg.
- Popta van, B. & Steenbeek, O.W. (2021). *Transition to a new pension contract in the Netherlands: Lessons from abroad*. Netspar Occasional Paper, 3.

Hoofdstuk 14 Vooruitkijken na de transitie

- Preisel, M. (2026). A Comment on The Dutch Pension Reform. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, bijdrage in hoofdstuk 13. Netspar, Tilburg.
- SER (2019). *Naar een nieuw pensioenstelsel (Pensioenakkoord)*. Advies 19/05 | Juni 2019
- Sprenkels, (2025). *100 jaar in het nieuwe stelsel: een hoger pensioen dat nooit werd verlaagd*, whitepaper.
- Stevens, Y. (2026). Hoe Nederland verandert door een pensioenwetgeving. In: *Het nieuwe pensioenlandschap in Nederland*, bijdrage in hoofdstuk 13. Netspar, Tilburg.
- Tamerus, J.H. (2011). *Defined ambition: een noodzakelijke stap in de evolutie van het pensioencontract naar een duurzaam evenwicht tussen 'willen' en 'kunnen'*. Proefschrift UvA, Eburon Uitgeverij BV.



Network for Studies on
Pensions, Aging and Retirement

Dit is een publicatie van Netspar
Juni 2026

T +31 13 466 2109
E info@netspar.nl

netspar.nl