

## **Inleiding**

### *Grote stap voorwaarts...*

Het wetsvoorstel is een grote stap voorwaarts. Het zet premiereregelingen minder op achterstand ten opzichte van uitkeringsregelingen. Terwijl gepensioneerde deelnemers in uitkeringsregelingen wel de voordelen van enig beleggingsrisico en systematisch langlevensrisico mogen dragen is dat in premiereregelingen nu niet het geval. Het wetsvoorstel repareert deze vreemde situatie voor een belangrijk deel. Het wetsvoorstel is zorgvuldig uitgewerkt.

### *..maar verdere verbeteringen mogelijk*

In deze notitie benoemen we alternatieven die (i) de regelgeving vereenvoudigen en perverse prikkels om meer risico te nemen weghalen; (ii) het speelveld tussen premie- en uitkeringsregelingen (nog) meer gelijk maken; (iii) de pensioensector meer ruimte geven om in te spelen op de voorkeuren van deelnemers zonder dat dit ten koste gaat van publieke belangen.

### *In plaats van grenzen op drie afzonderlijke parameters...*

We pleiten er voor de volgende drie onderwerpen in onderlinge samenhang te bezien: (i) het (bruto) projectierendement (het verwachte rendement op de beleggingsportefeuille), (ii) de toeslagambitie (inclusief de rentegevoeligheid daarvan alsmede mogelijke hoog-laag constructies) en (iii) het uitsmeren van schokken (waardoor de feitelijke toeslagambitie afhangt van schokken uit het verleden). Door het projectierendement en de toeslagambitie (eventueel afhankelijk van de rente en (bij uitsmeren) van schokken uit het verleden) in samenhang te bezien kan de overheid publieke belangen waarborgen met minder rigide regelgeving.

### *...concentreert regelgeving zich op één parameter: het TGP*

De regelgeving concentreert zich dan op slechts één parameter: het voor de toeslagambitie gecorrigeerde projectierendement (TGP) – evenals dat in de opbouwfase het geval is. Het TGP is gedefinieerd als het verschil tussen het verwachte rendement en de geambieerde verwachte stijging van de uitkering. Deze parameter bepaalt in de uitkeringsfase in feite hoe het persoonlijke kapitaal over de tijd wordt uitgekeerd: een hoger (lager) TGP betekent dat het kapitaal meer (minder) op de korte termijn wordt uitgekeerd. Onze voorstellen om de publieke randvoorwaarden te concentreren op één in plaats van drie parameters dragen bij aan de ambitie van het wetsvoorstel om niet meer voor te schrijven dan ten behoeve van publieke belangen noodzakelijk is. De private sector in plaats van de overheid is eenduidig verantwoordelijk voor gemaakte beleggingskeuzes.

## **Het wetsvoorstel**

Het voorliggende wetsvoorstel gaat uit van een uitsmeerperiode van maximaal vijf jaar en een projectierendement van ten minste de nominale risicovrije rente. Mits voldoende beleggingsrisico wordt genomen kan dat projectierendement worden opgehoogd met maximaal 35% van het verschil tussen de parameter voor het aandelenrendement en de risicovrije rente. Er kan gekozen worden voor een hoog-laag constructie waarin in de eerste uitkeringsjaren meer wordt uitgekeerd, zonder doorwerking in het projectierendement. Bij het bepalen van het uit te keren bedrag (net als nu het geval is in premiereregelingen) kan rekening gehouden worden met een vaste nominale opslag.

### *Koppeling aan rentestand*

Deze voorstellen kennen een aantal nadelen. Allereerst lijkt de manier waarop de het maximale projectierendement reageert op renteschokken te zijn ingegeven door een nominale bril dan wel de veronderstelling dat er geen samenhang is tussen nominale rentes en de gewenste nominale stijging van de uitkering (die bijvoorbeeld gebaseerd kan zijn op de inflatie). Als die samenhang wel verondersteld wordt, is er reden het maximale netto projectierendement minder op te hogen bij hogere nominale rentes. Dit omdat niet alleen de rendementsverwachting maar ook de gewenste toeslagambitie stijgt bij hogere nominale rente. Het lijkt niet gewenst dat de overheid deze subjectieve parameters (die afhangen van de *investment beliefs* en voorkeuren van deelnemers) oplegt aan de private sector. In plaats daarvan kan de overheid de pensioensector ruimte geven om in te spelen op de heterogene voorkeuren van deelnemers: sommigen kiezen voor een meer nominaal pensioen, anderen voor een meer reëel pensioen.

### *Koppeling aan beleggingsrisico*

Ten tweede kan de koppeling van het projectierendement aan de mate van beleggingsrisico er toe leiden dat deelnemers te vaak kiezen voor het maximale risico omdat vanwege de koppeling aan het projectierendement de direct te ontvangen uitkering dan maximaal is<sup>1</sup>. Deze koppeling resulteert dus in perverse prikkels om risico te nemen. Binnen de logica van het wetsvoorstel zou er vervolgens toezicht moeten komen dat het beleggingsrisico in latere jaren niet weer verlaagd wordt, hetgeen complex is.

### *Uitsmeren van schokken*

Ten derde leidt de inperking tot een vaste opslag als toeslagambitie ertoe dat schokken niet over een langere periode dan 5 jaar kunnen worden uitgesmeerd. Dit plaatst premiereregelingen op achterstand ten opzichte van uitkeringsregelingen waarin impliciet over een periode van 10 jaar mag worden uitgesmeerd. Bovendien is gehanteerde uitsmeermethodiek moeilijk te communiceren. Het lijkt eenvoudiger om het uitsmeren van schokken, wat neerkomt op het af laten hangen van de toeslagambitie van schokken uit het verleden), te integreren in de regelgeving voor het TGP. Uitsmeren komt immers neer op een feitelijke toeslagambitie (en daarmee een TGP) die afhangt van schokken uit het verleden.

### *Relatie met fiscale regelgeving*

Ten vierde is de regelgeving meer complex dan nodig. In de opbouwfase is het fiscale kader voor premiereregelingen veel simpeler en gebaseerd op een vast TGP van 3 of 4 %. De regelgeving voor de uitkeringsfase zou daarbij aan kunnen sluiten. Het lijkt in ieder geval logisch dat de TGP's voor de uitkerings- en opbouwfase op elkaar worden afgestemd en dat de voor de opbouwfase gehanteerde TGP's van 3 % en 4 % in de corridor van voor de uitkeringsfase toegestane TGP's vallen. Dat is bij de in het wetsvoorstel voorgestelde range voor projectierendementen en de huidige fiscale parameters niet altijd het geval<sup>2</sup>.

### *Doorwerking hoog-laag constructies*

In het wetsvoorstel kan kapitaal naar voren worden gehaald door gebruik te maken van hoog-laag constructies. Het ligt voor de hand het al dan niet gebruik maken daarvan te laten doorwerken in de

---

<sup>1</sup> Voldoende inzicht in de onzekerheid van de (koopkracht van de) inkomensstroom en de kans op nominale kortingen is vereist om tot een adequate keuze van projectierendement en beleggingsbeleid te kunnen komen. Als alleen naar de hoogte van de eerste uitkering wordt gekeken kan ongewenst veel risico worden genomen.

<sup>2</sup> Het lijkt overigens voor de hand liggend de fiscale parameters ook opnieuw te bezien en op een zelfde manier vast te stellen als de TGP voor de uitkeringsfase van premiereregelingen.

ruimte voor het projectierendement die geboden wordt. Een hoog-laag constructie komt immers neer op een lagere toeslagambitie en daarmee een hoger TGP.

### **Een alternatief voorstel**

Een alternatief is om het beleggingsbeleid los te koppelen van het uitkeringsmechanisme en op te leggen dat de marktwaarde van het persoonlijk pensioenvermogen (gecorrigeerd voor overlijdenskansen) gelijkmatig over de toekomst wordt gespreid. Dit kan door alleen grenzen aan (componenten van) het TGP te formuleren, zonder daaraan gekoppelde condities aan de uitsmeertermijn of het beleggingsbeleid<sup>3</sup>. Zo kan de overheid haar doelstelling (beschermen individuen tegen gedragseffecten, beschermen overheid tegen beroep op inkomensafhankelijke voorzieningen) bereiken met minder inperking van de contractvrijheid. Het TGP bestaat uit vier componenten: de rendementsverwachting, de toeslagambitie, en eventueel een correctie voor het uitsmeren van schokken en het afzien van hoog-laag constructies. Voor de som van de eerste twee componenten zou een corridor onafhankelijk (of minder afhankelijk) van de nominale rente kunnen worden vastgelegd omdat ze tegengesteld reageren op renteveranderingen. De inperking tot een vaste toeslagambitie uit het wetsvoorstel wordt dan losgelaten. Voor de derde en vierde component van het TGP kan evenzeer een range van toelaatbare keuzes worden gespecificeerd.

Het alternatief dat wij suggereren leidt tot belangrijke vereenvoudiging van de regelgeving omdat grenzen niet steeds veranderen en correcties voor eerdere schokken vermeden worden. In dit alternatief gelden dus de volgende regels voor projectierendement, uitsmeerperiode en toeslagambitie:

- De toeslagambitie is niet een vast percentage maar kan variëren en bepaalt mede het TGP.
- Het TGP kan gekozen worden binnen een vastgestelde bandbreedte die niet rentegevoelig hoeft te zijn. De overheid legt de keuze voor de rentegevoeligheid van de toeslagambitie minder dwingend op.
- De keuze van een bepaald TGP is niet gekoppeld aan een minimaal beleggingsrisico<sup>4</sup>.
- Er is geen beperking aan de uitsmeerperiode van schokken zolang het TGP binnen de vastgestelde bandbreedte blijft. Voor zover het bij uitsmeren van schokken het maximale (ex-ante) TGP wel dreigt te worden overschreden kan een bepaalde ophoging van de TGP over een 10-jarige herstelperiode worden toegestaan (net als bij uitkeringsregelingen impliciet het geval is).
- Het afzien van een expliciete hoog-laag constructie biedt extra ruimte voor het TGP.

---

<sup>3</sup> Uiteraard zouden er los van het projectierendement om andere redenen wel direct beperkingen aan een te risicovol beleggingsbeleid in de uitkeringsfase kunnen worden gesteld.

<sup>4</sup> Ook hier dreigt natuurlijk het gevaar dat deelnemers een hoog TGP zullen prefereren omdat dat leidt tot een hoge eerste uitkering. In dit voorstel leidt een te hoog TGP er evenwel toe dat schokken niet langer kunnen worden uitgesmeerd, waardoor ook de kans op nominaal korten snel toeneemt bij een hoger initieel TGP. Dat lijkt ook communicatief een krachtig instrument. Bovendien wordt de invulling van het beleggingsbeleid zo los gekoppeld van de keuze van het TGP, hetgeen de regelgeving sterk vereenvoudigt.

## **Uitsmeren en TGP**

Het wetsvoorstel beperkt het uitsmeren van schokken tot 5 jaar om te voorkomen dat mogelijke verliezen te ver naar voren worden geschoven. Dat is echter meer beperkend dan gewenst is. Het uitsmeren van negatieve (positieve) schokken is equivalent aan het verhogen (verlagen) van het TGP, beide leiden tot het gewenste effect dat de procentuele schok in inkomen kleiner is dan de procentuele schok in pensioenkapitaal<sup>5</sup>. Als het gekozen<sup>6</sup> projectierendement ook na het ophogen als gevolg van een negatieve schok die over meer dan vijf jaar wordt uitgesmeerd nog onder het maximale projectierendement ligt, lijkt er geen reden dat niet mogelijk te maken. In dit geval geldt het argument namelijk niet dat een te lange uitsmeertermijn deelnemers in staat zou stellen hun kapitaal te vroeg te consumeren zodat er geen sprake meer zou zijn van een evenwichtige levenslange uitkering.

### *Voordelen van een langere uitsmeertermijn*

Een voordeel van het verwerken van schokken over de rest van het leven (een aanpassing dus van de toeslagambitie voor alle resterende jaren) is dat het eenvoudiger te communiceren is dan een vijftal aanpassingen die nog op de lat staan. Schokken worden verwerkt in de verwachte toeslag over de rest van het leven. Dat is slechts één eenvoudig te communiceren getal dat direct gerelateerd is aan de bestaande toeslagmethodiek in uitkeringsregelingen. Een langere uitsmeertermijn (eventueel niet levenslang maar wel langer dan 5 jaar, bijvoorbeeld de 10-jarige hersteltermijn voor uitkeringsregelingen) maakt het voor deelnemers ook aantrekkelijker om in het begin van de uitkeringsfase meer in risicovolle titels te beleggen zodat de voordelen van doorbeleggen beter tot hun recht komen. Bovendien voorkomt langer uitsmeren grote jaar-op-jaar schommelingen in het pensioen – één van de doelstellingen van het kabinet. Er hoeft minder snel gekort te worden.

### *Administratieve voordelen*

Het verwerken van schokken over de gehele resterende levensduur is ook administratief eenvoudiger en bespaart administratieve lasten. In plaats van het bijhouden van kortingen en opslagen die nog op de lat staan kan volstaan worden met twee getallen: de huidige uitkering en het individuele kapitaal. Met alleen deze twee parameters kan de aanpassing van de uitkering (en het impliciete TGP) worden berekend. Alleen als het impliciete TGP boven een door de overheid voorgeschreven maximale waarde komt, kan eventueel worden voorgeschreven dat de uitkering extra dient te worden gekort binnen een beperkte uitsmeertermijn.

### *Grenzen aan TGP*

Zeker als het door de overheid voorgeschreven maximale projectierendement nog niet bereikt is in een bepaald product, lijkt er niets tegen geen regels te stellen aan uitsmeertermijnen maar uitsluitend aan TGP. Deelnemers (en de pensioenuitvoerders die de regeling voor deze deelnemers uitvoeren) hebben dan namelijk nog ruimte om schokken voor zich uit te schuiven zonder dat ze in botsing komen met de door de overheid voorgeschreven grens voor de intertemporele verdeling van marktwaarde van het inkomen ten behoeve van het indammen van kortzichtigheid. Het TGP bepaalt immers de verdeling van de marktwaarde over de tijd: hoe hoger het TGP, hoe meer de marktwaarde naar het begin van de uitkeringsperiode wordt verschoven.

### *Stimulans voor lager initieel projectierendement*

Door deelnemers (en hun uitvoerders) die nog niet op het maximale TGP zitten de ruimte te geven

---

<sup>5</sup> Een uniforme aanpassing van de toeslagambitie na een schok komt overeen met een uniforme aanpassing van het TGP, d.w.z. een aanpassing van het rendement met een vast percentage over de uitsmeerperiode.

<sup>6</sup> De keuze voor een bepaald TGP kan door de deelnemer zelf dan wel door een uitvoerder of collectief worden gemaakt. We gaan hier niet in op deze governance vraag.

om neerwaartse schokken uit te smeren over de rest van hun leven, stimuleert de overheid deelnemers om in het begin van de uitkeringsperiode niet voor het maximale TGP te kiezen. Producten met een lager initieel (ex ante) projectierendement hebben dan meer ruimte om schokken uit te smeren. Zeker bij individuele toedeling zijn er minder goede redenen voor restricties op de uitsmeertermijn zolang het projectierendement (inclusief toeslagambitie en het uitsmeren van schokken, dwz het feitelijke TGP) onder het maximale TGP blijft. In tegenstelling tot de situatie bij uitkeringsregelingen resulteert uitsmeren bij premieregelingen namelijk niet tot herverdeling tussen generaties. Daarom is het vreemd dat de voorgestelde restricties op uitsmeren knellender zijn bij premieregelingen dan bij uitkeringsregelingen.

#### *Individuele versus collectieve toedeling*

Individuele toedeling van schokken heeft belangrijke voordelen ten opzichte van collectieve toedeling. Zo is er meer ruimte voor maatwerk in het beleggingsbeleid. Verder is er vrijheid om een groter deel van het vermogen op korte termijn op te nemen door uit te gaan van een projectierendement dat hoger ligt dan de risicovrije rente. Als er bij individuele toedeling geen restricties op de uitsmeertermijn zouden zijn zoals hier bepleit, is dit een derde voordeel voor een keuze voor individuele toedeling.

#### **Hoogte projectierendement en hoog-laag constructies**

Het wetsvoorstel handhaaft de mogelijkheid te kiezen voor een zogenaamde hoog-laag constructie waarin in de eerste jaren meer wordt uitgekeerd (verhouding 100:75). Het wetsvoorstel gaat uit van hetzelfde projectierendement ongeacht of men kiest voor zo'n expliciete hoog-laag constructie. Zoals eerder aangegeven is wordt het projectierendement (cq TGP) mede bepaald door de verwachte stijging ('indexatie') van de nominale uitkering. Een hoog-laag constructie in de 100-75 verhouding in de eerste tien jaar komt neer op een extra netto projectierendement van ruim 1 %-punt over een gemiddelde uitkeringsduur van 20 jaar.<sup>7</sup> Het lijkt dan ook voor de hand te liggen aanbieders van producten zonder expliciete hoog-laag constructie de mogelijkheid te bieden te kiezen voor een hoger projectierendement (van zo'n 1 % punt per jaar). Op deze manier ontstaat een groter verschil tussen het minimale en maximale TGP en meer mogelijkheden tot uitsmeren zonder in botsing te komen met het maximale projectierendement.

#### **De rentegevoeligheid van het projectierendement**

Het wetsvoorstel stelt een rentegevoelige corridor voor het projectierendement voor. Deze grote gevoeligheid voor de nominale rente is problematisch.

Een (te) rentegevoelig projectierendement zal het namelijk moeilijker maken om een uitkering te bieden die gelijk oploopt met de inflatie (prijzen c.q. lonen) in een omgeving waarin veranderingen in de nominale rente gecorreleerd zijn met veranderingen in de verwachte inflatie. In de eerste plaats moedigt een te rentegevoelig projectierendement namelijk pensioenuitvoerders die een koopkracht vast of welzijn vast pensioen willen aanbieden aan in de uitkeringsfase te veel (weinig) pensioen uit te betalen bij hoge (lage) nominale rentes die samenhangen met hoge (lage) inflatieverwachtingen. Bovendien moedigt een rentegevoelig projectierendement deze pensioenuitvoerders aan om in de opbouwfase te veel renterisico af te dekken. Een te rentegevoelig projectierendement ontmoedigt dus een reële pensioenambitie (d.w.z. een pensioenuitkering die oploopt in lijn met de inflatie) en stimuleert een nominale pensioenambitie.

---

<sup>7</sup> Het gaat hier om een verlaging van zo'n 25 % over een uitkeringsperiode periode van gemiddeld zo'n 20 jaar. Dit komt overeen met een hoger TGP van ruim 1%.

Een ander argument tegen een te rentegevoelig TGP is dat dan geen rekening wordt gehouden met intertemporele substitutie. In geval van intertemporele substitutie van consumptie zullen deelnemers de geambieerde stijging van de verwachte uitkering willen verhogen (verlagen) bij hoge (lage) rentes. Dit maakt het TGP (gedefinieerd als het verschil tussen het verwachte rendement en de geambieerde verwachte stijging van de uitkering) minder rentegevoelig.

In het licht van deze kanttekeningen lijkt het beter als de overheid de corridor voor het projectierendement groter maakt en minder rentegevoelig. De overheid doet er goed aan de keuze van de pensioenambitie en de beleggingsbeslissingen inderdaad (zoals het wetsvoorstel ook aangeeft na te streven) over te laten aan de private sector en niet zelf impliciet de vormgeving van de variabele uitkering (waaronder een vaste toeslagambitie en specifieke investment beliefs en het daaraan gerelateerde renteafdeckingsbeleid) voor te schrijven.