

# Lifecycle beleggen door verzekeraars en PPI's voor, tijdens en na het pensioenakkoord

D. de Wit, datum 06-08-2020

**Datum**

06-08-2020

**Auteur**

D. de Wit<sup>1</sup>

**Folio weergave**

[Download gedrukte versie \(PDF\)](#)

**JCDI**

JCDI:ADS225747:1

**Vakgebied(en)**

Pensioenen (V)

De verbazing bij een deel van de sector was groot toen de overleggen over de uitwerking van het Pensioenakkoord werden afgerond op 12 juni 2020. Er bleek namelijk geen oplossing te zijn gevonden voor de overgangsproblematiek voor deelnemers aan beschikbare premiereregelingen. Daarom blijft het ten aanzien van bestaande deelnemers toegestaan om nog *enkele decennia* een gestaffelde leeftijdsafhankelijke premie te hanteren, met naar verwachting kostenstijgingen voor de uitvoerder en de werkgever. Ook in het beleggingsbeleid zal moeten worden gedifferentieerd. Het beheren van een vlakke premiereregeling vereist namelijk een ander beleggingsbeleid dan de huidige gestaffelde premiereregeling.

## 1. Inleiding

Een essentieel onderdeel van het pensioenakkoord is de introductie van een nieuw pensioencontract.<sup>2</sup> Het doel van dit pensioencontract is het beter waarborgen van koopkrachtbehoud van de deelnemer. Het uitgangspunt daarbij is een gelijk speelveld voor de verschillende pensioencontracten, met als belangrijke spelregel de leeftijdsafhankelijke premie. Deze premie zal in de fiscale wetgeving worden voorgeschreven voor alle pensioenregelingen. De huidige doorsneepremiesystematiek en actuariële premies vervallen. De uitzondering is de verzekerde beschikbare premiereregeling. Voor deelnemers aan deze pensioenregeling mag, zolang zij niet van baan wisselen, nog steeds een gestaffelde leeftijdsafhankelijke premie worden gehanteerd.

Ook ten aanzien van het beleggingsbeleid wordt het nodige gelijkgetrokken. Zo worden de mogelijkheden uit de Wet verbeterde premiereregeling ook toegankelijk gemaakt voor bedrijfstakpensioenfondsen. Het was tevens de bedoeling om mogelijkheden te creëren om risico's tijdens de opbouwfase collectief te delen in beschikbare premiereregelingen bij PPI's en verzekeraars. Deze mogelijkheden lijken er echter niet te komen, zodat van een gelijk speelveld nog geen sprake is.

## 2. Geen gevolgen voor de risicodeling in de opbouwfase

Het pensioenakkoord heeft voor wat betreft de risicodeling tijdens de opbouwfase vrijwel geen gevolgen voor de individuele beschikbare premiereregeling uitgevoerd door verzekeraars en PPI's.<sup>3</sup> De individuele beschikbare premiereregeling zoals wij die op dit moment kennen blijft het uitgangspunt, weliswaar volgens het principe van een leeftijdsafhankelijke premie voor nieuwe deelnemers. Van belang is dat het beleggingsbeleid in lijn is met de leeftijdssamenstelling en de risicohouding van de deelnemers. Er komen wettelijke voorschriften dat in alle pensioencontracten beleggingsrisico's worden genomen conform een (impliciet) lifecycle-patroon. De huidige beschikbare premiereregelingen, uitgevoerd door verzekeraars en PPI's, voldoen hier reeds aan. Het lifecycle-principe volgt nu al uit artikel 14d Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling:

“De deelnemer of gewezen deelnemer dient effectief beschermd te worden tegen de gevolgen van negatieve beleggingsresultaten voorafgaande aan de pensioendatum. De uitvoerder kan hiertoe het beleggingsrisico afbouwen naarmate de deelnemer ouder wordt.”

Uitvoerders geven hier invulling aan door de allocatie naar risicovolle beleggingen zoals aandelen, vastgoed en obligaties met een hoger risicoprofiel te vervangen door langlopende staatsobligaties naarmate de deelnemer ouder wordt.

Toch heeft het pensioenakkoord gevolgen voor de leeftijdsafhankelijke portefeuillesamenstelling in de individuele

beschikbare premieregeling. Een ander premieverloop vereist namelijk een ander beleggingsbeleid. Dit behandel ik in onderdeel 4. Eerst bespreek ik in onderdeel 2 en 3 respectievelijk de theorie en de praktijk van het lifecycle beleggen. In onderdeel 5 tot 7 behandel ik de lifecycles voor werkgevers die nu al de overstap maken naar een pensioenregeling met een gelijkblijvende premie en wat er gebeurt tijdens de overgangsfase.

### 3. Lifecycle beleggen in theorie

#### 3.1 Mean-reversion of efficiënte-markt hypothese

Een veel gehoord argument voor het principe van lifecycle beleggen is dat naarmate de deelnemer ouder wordt, zijn pensioenkapitaal korter de tijd heeft om te herstellen van een eventuele crisis. Het is daarom verstandig om op oudere leeftijd minder risicovol te beleggen. Deze gedachtegang is gestoeld op de impliciete aanname dat aandelenkoersen altijd herstellen na een neergang. Dit fenomeen heet mean-reversion; aandelenrendementen bewegen op termijn altijd naar het langetermijngemiddelde. Het bestaan van mean-reversion is echter lastig empirisch te testen vanwege het gebrek aan voldoende historische informatie over aandelenprijzen (Spierdijk et al., 2012).<sup>[4]</sup>

Vaak wordt daarom in lijn met de efficiënte-markt hypothese (Fama, 1991) aangenomen dat rendementen onvoorspelbaar zijn. Herstel na een crisis is dan niet vanzelfsprekend. In een simpel voorbeeld met een eenmalige koopsom is het voor het effect van een crisis op het eindkapitaal in een efficiënte markt irrelevant op welk moment de crisis plaatsvindt.<sup>[5]</sup> Een belegger die voorafgaande aan zijn pensioendatum niet bereid is risicovol te beleggen, zal dit op zijn 30ste ook niet zijn. De optimale portefeuille is dan onafhankelijk van de leeftijd van de belegger.

#### 3.2 Human capital model

Lifecycle beleggen gaat uit van een leeftijdsafhankelijke portefeuille en is dus op het eerste gezicht niet conform de efficiënte-markthypothese. Een nuancering is op zijn plaats. Bij het vaststellen van de portefeuille dient namelijk niet alleen rekening te worden gehouden met het financiële vermogen, maar ook met het human capital (Bodie et al, 1992). Human capital is toekomstig arbeidsinkomen dat via pensioenpremies in de pensioenregeling gestort kan worden. De aanwezigheid van human capital speelt op twee manieren een rol in de portefeuilleconstructie.

1. Het human capital kent een ander risicoprofiel dan veel andere beleggingen. Het wordt gekenmerkt door een relatief laag risico; personen die nu salaris verdienen, hebben over het algemeen een grote kans ook in de toekomst salaris te verdienen. Door restricties op de kapitaalmarkt kan de deelnemer toekomstige pensioenpremies echter niet reeds nu risicovol beleggen. In de pensioenportefeuille zal daarom rekening gehouden moeten worden met de reeds aanwezige exposure naar de lage risicobelegging in human capital, waardoor met het aanwezige pensioenvermogen juist extra risico moet worden gezocht. Het aandeel human capital binnen het totale vermogen (hiermee bedoel ik het pensioenvermogen en het human capital tezamen) neemt af met leeftijd. Door de afdracht van pensioenpremies vindt er substitutie plaats van human capital met een laag risicokarakter naar pensioenvermogen. De substitutie van human capital zal in het pensioenvermogen na verloop van tijd tot een toename leiden van de risicovrije vermogenstitels zoals obligaties.
2. Human capital stelt deelnemers in staat om negatieve schokken op te vangen door een extra gedeelte van het inkomen te sparen voor pensioen, indien zij hun pensioendoelstelling niet dreigen te halen. Voor oudere werknemers is het resterende inkomen laag en zijn de mogelijkheden om negatieve beleggingsresultaten op te vangen dus beperkt. Indien de pensioenregeling geen fiscale ruimte heeft voor extra stortingen, kan dit ook in de privé- en nettosfeer.

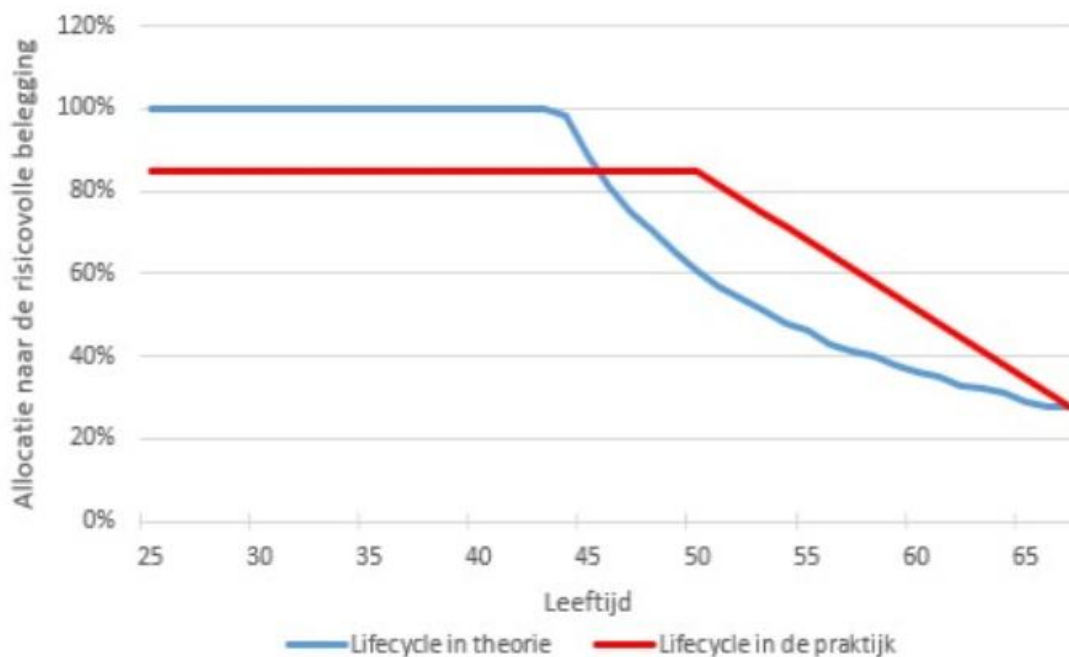
Concluderend, de optimale portefeuillesamenstelling van het totale vermogen van een deelnemer is leeftijdsonafhankelijk. Het totale vermogen bestaat niet alleen uit financieel vermogen maar ook uit human capital. Doordat human capital over tijd wordt omgezet in financieel vermogen, wijzigt de portefeuillesamenstelling van het financiële vermogen over tijd. Naarmate de werknemer ouder wordt, zal hij meer risicovrij beleggen omdat zijn – eveneens risicovrije – human capital daalt.

### 4. Lifecycle beleggen in de praktijk

Grebensjikova et al. (2017) bepalen de optimale portefeuillesamenstelling volgens het lifecycle-model met human capital voor de Nederlandse pensioenmarkt. De leeftijdsafhankelijke premie is een gegeven en de auteurs bepalen aan de hand daarvan het optimale glijpad van de lifecycle voor verschillende risicohoudingen. Het model bevat kort gezegd twee beleggingen, risicovolle en risicovrije beleggingen. De deelnemer bepaalt de jaarlijkse portefeuillesamenstelling door zijn jaarlijkse consumptie te maximaliseren. De rente is een gegeven zodat er geen renterisico aanwezig is en de deelnemer weet vooraf wanneer hij zal overlijden. Het prettige aan dit model is dat het een gesloten oplossing heeft, zodat simulaties niet nodig zijn.

De blauwe lijn in figuur 1 geeft de optimale portefeuille in de versimpelde werkelijkheid weer. Deze theoretische portefeuille vertoont een 'badkuip'-verloop waarbij het pensioenvermogen tot iets voor de 50-jarige leeftijd voor 100% naar de risicovolle beleggingen wordt gealloceerd. Vervolgens wordt de allocatie naar de risicovolle beleggingen eerst in hoog tempo en vervolgens vertraagd afgebouwd naar ongeveer 30% van de totale portefeuille. De aftopping op 100% risicovolle beleggingen gedurende de eerste jaren van de opbouwphase is een consequentie van het veronderstelde verbod op en onmogelijkheid van leverage in de pensioenportefeuille. Zonder deze leverage-restrictie zou een deelnemer geld lenen en dit vervolgens risicovol beleggen. Dit klinkt misschien ongewenst, maar een dergelijke systematiek is momenteel impliciet ook verwerkt in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen met een middelloonregeling. Het verbod op leverage heeft tevens als consequentie dat het hanteren van verschillende risicoprofielen<sup>6</sup> enkel tot verschillen leidt in het startmoment van de risicoafbouw en de uiteindelijke portefeuillesamenstelling op pensioendatum. Het percentage risicovolle beleggingen in de theoretische portefeuille is tot aan het afbouwmoment voor ieder risicoprofiel gelijk.

**Figuur 1 – Voorbeeld van een theoretische lifecycle en wat in de praktijk de standaard is**



In de praktijk is er slechts een beperkt aantal uitvoerders dat een lifecycle-strategie hanteert die overeenkomt met het typische badkuipverloop. Meestal wordt een profiel zoals weergegeven door de rode lijn in figuur 1 gehanteerd. Navraag bij pensioenuitvoerders<sup>7</sup> leert dat het model complex is in de uitvoering. Naast aannames rondom verwacht rendement en risico, dient ook een berekening te worden gemaakt van het human capital en dit verschilt per beroepsgroep, opleidingsniveau en functie. Uitvoerders vinden het moeilijk uitlegbaar dat een (onverwachtse) wijziging van het salaris tot een wijziging van de beleggingsportefeuille leidt. Tevens spelen commerciële overwegingen een rol. Een portefeuille die tot leeftijd 50 jaar voor 100% uit risicovolle beleggingen bestaat, wordt niet zomaar door werkgevers en werknemers geaccepteerd. Deze portefeuille wordt als 'te risicovol' beschouwd. Tot slot wordt continue met een schuin oog naar de markt gekeken. Al met al wijkt de human capital lifecycle af van wat momenteel de norm is.

#### 4.1 Lineaire afbouw en renterisico

Om de lagere allocatie naar risicovolle beleggingen aan het begin van de opbouwphase te compenseren, vindt de risicoafbouw bij de meeste pensioenuitvoerders op een lineaire wijze plaats (rode lijn in figuur 1). Ten opzichte van het human capital model wordt hiermee tussen leeftijd 50 en de pensioenleeftijd extra risico gezocht. Hierdoor wordt het lagere risicoprofiel tot het afbouwmoment enigszins gecompenseerd. Op pensioendatum is de portefeuille in beide situaties in het algemeen weer vergelijkbaar. Tevens speelt de lineaire afbouw van de risicovolle portefeuille een rol in de rente-hedge. Deze renteafdekking wordt bij voorkeur in gelijke stappen opgebouwd, zodat een geleidelijke opbouw van de obligatieportefeuille voor de hand ligt.

De lineaire afbouw van het beleggingsrisico wordt tot slot verklaard doordat niet alle verzekeraars en PPI's overtuigd zijn van de toepasbaarheid van het lifecycle-model met human capital. Er wordt in dat geval de voorkeur gegeven aan een ALM-studie waarbij rekening kan worden gehouden met eigen veronderstellingen rondom het rendement en de volatiliteit van de

diverse beleggingscategorieën. Een lineaire afbouw van het risico kan in dat geval eenvoudiger zijn.

## 5. Gevolgen van het Pensioenakkoord

Economische modellen hebben als nadeel dat de uitkomsten slechts beperkte realiteitswaarde hebben, doordat veel aannames gedaan worden. Een vergaande aanname is reeds besproken ten aanzien van de langetermijnontwikkeling van aandelenrendementen. Toch wil dat niet zeggen dat de uitkomsten niets waard zijn. Ze geven op een overzichtelijke manier inzicht in verbanden en geven vorm aan onderlinge verhoudingen. De uitkomsten die in het vervolg van dit artikel worden gepresenteerd, zijn met name bedoeld om de onderlinge verschillen in lifecycles inzichtelijk te maken.

### 5.1 Overstap naar een leeftijdsonafhankelijke premiestaffel

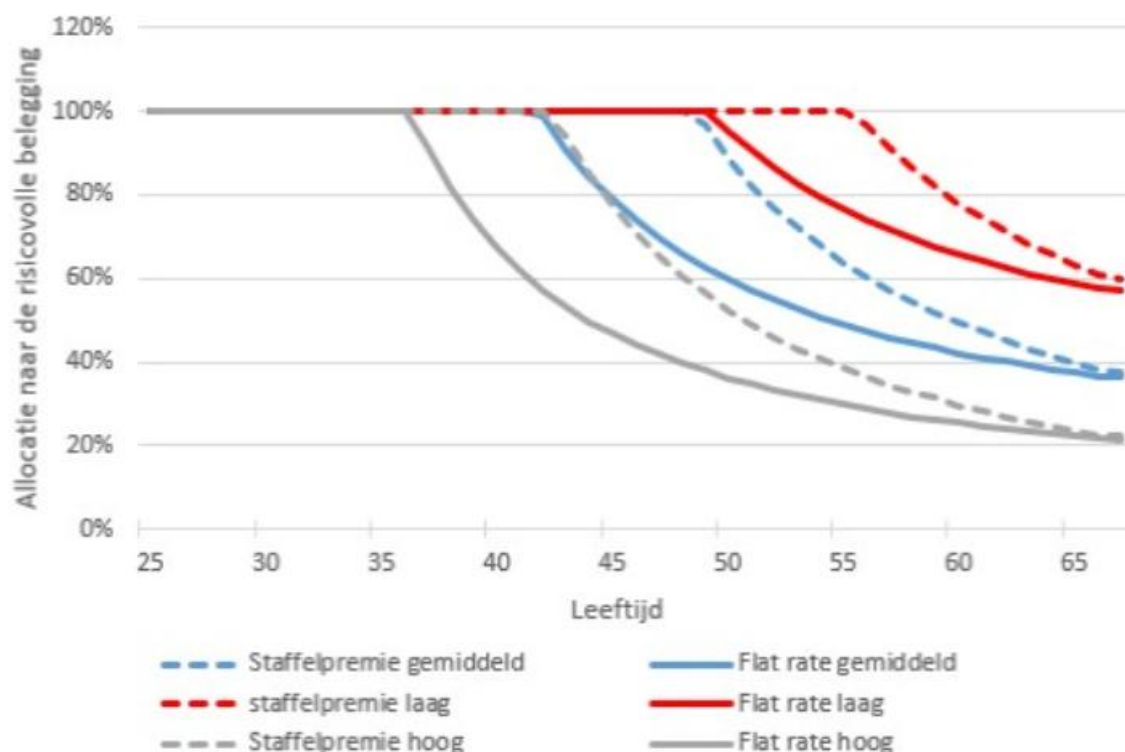
Pensioenregelingen die worden aangepast aan het pensioenakkoord, zullen voor nieuwe deelnemers niet langer een gestaffelde leeftijdsafhankelijke premie kennen. In plaats daarvan bedraagt de premie voor iedere deelnemer een vast percentage van de pensioengrondslag. Ik ga er voorsnog van uit dat de ambitie van de pensioenregeling niet wijzigt.<sup>[9]</sup> Door efficiënter gebruik te maken van de beleggingshorizon, kan de totale premie-inleg in de nieuwe pensioenregeling echter lager zijn dan vóór introductie van het pensioenakkoord.

Vergelijken wij de premie per jaar, dan zal de leeftijdsonafhankelijke premie voor jonge deelnemers meer bedragen dan de gestaffelde premie en voor oudere deelnemers juist minder. Voor een jonge toetredster zal een groter gedeelte van de premie dus reeds op jongere leeftijd worden ingelegd hetgeen een positief effect heeft op de verhouding pensioenvermogen ten opzichte van het human capital. Hierdoor zal deze deelnemer minder risico met zijn pensioenvermogen willen nemen. Het gedeelte van het totale vermogen dat in de oude pensioenregeling met de premiestaffel nog 'vast zat' in het human capital, kan in de flat rate pensioenregeling namelijk al direct in fysieke risicovrije beleggingen worden belegd.

De percentuele allocatie naar risicovrije beleggingen neemt hierdoor toe. In absolute zin zal zowel de allocatie naar risicovrije als risicovolle beleggingen in de flat rate pensioenregeling toenemen. Er is namelijk direct vanaf de eerste dag meer pensioenvermogen beschikbaar om te beleggen.

Figuur 2 maakt voor drie risicoprofielen inzichtelijk welke verschuiving er zal optreden in de lifecycle, zodra de gestaffelde premie is vervangen door de leeftijdsonafhankelijke premie. De risicoprofielen zijn voor een deelnemer met een hoge risicoaversie, een gemiddelde risicoaversie en een lage risicoaversie.<sup>[9]</sup> De berekeningen zijn gemaakt in lijn met het model van Grebensjikova et al. (2017) waarbij de veronderstelde rendementen zijn geactualiseerd naar de huidige tijd op basis van het advies Commissie Parameters uit 2020.<sup>[10]</sup>

Figuur 2 – Gevolgen van het Pensioenakkoord voor de lifecycle



Voor ieder risicoprofiel heeft de introductie van een gelijkblijvende premie tot gevolg dat de leeftijd waarop wordt gestart met de afbouw van het beleggingsrisico met circa 5 á 6 jaar wordt verlaagd. Door de zogenaamde leenrestrictie – het verbod op leverage – treedt er gedurende de eerste jaren van de opbouwfase geen wijziging op. De optimale allocatie naar risicovolle beleggingen was en blijft 100%. Op pensioendatum is het human capital nihil en zal de portefeuillesamenstelling in de oude en de nieuwe pensioenregeling gelijk zijn.

## 5.2 Wijziging van productaanbod

Bij de wijziging van de lifecycle in de pensioenregeling conform figuur 2 zijn werkgevers in grote mate afhankelijk van het productaanbod in de markt. Slechts bij zeer grote deelnemersbestanden kunnen pensioenuitvoerders worden verzocht om maatwerk in het beleggingsbeleid. Uitvoerders van beschikbare premieregelingen doen er daarom goed aan om de standaard risicoprofielen zo aan te passen dat deze beter zijn ingericht op premie-inleg volgens een leeftijdsonafhankelijke systematiek. De voornaamste aanpassing daarbij is het vervroegen van het moment waarop een start wordt gemaakt met de afbouw van het beleggingsrisico. Voor uitvoerders die een lineair afbouwverloop hanteren, betekent deze vervroeging van het afbouwmoment een vlakkere afbouw (in meer stappen) richting pensioendatum. Daarbij zal rekening moeten worden gehouden met het opbouwen van de rente-hedge. De optimale rente-hedge neemt over het algemeen toe met de leeftijd, maar niet lineair (Mehlkopf et al., 2020).

## 5.3 Gevolgen voor het pensioenresultaat

De wijziging van de portefeuillesamenstelling heeft naar verwachting geen gevolgen voor het uiteindelijke pensioenresultaat. De uitkomst geeft weer hoe – gegeven de premie – het beleggingsbeleid optimaal kan worden ingericht. Het beleggingsbeleid in de diverse pensioenregelingen kan aan de hand van diverse scenario's worden gesimuleerd door middel van een scenarioset om spreiding in uitkomsten weer te geven. Bij een scenarioset met dezelfde langetermijnverwachtingen als die gehanteerd zijn bij het bepalen van de glijpaden in figuur 2, zal de mediane uitkomst in de pensioenregeling met de gestaffelde premie steeds gelijk zijn aan de pensioenregeling met de leeftijdsonafhankelijke premie met dezelfde risicoaversie. Doordat echter minder risico wordt genomen, is de spreiding in uitkomsten bij een flat rate pensioenregeling lager. De leeftijdsonafhankelijke premie met gewijzigd beleggingsbeleid is dus in staat om met minder risico naar verwachting eenzelfde pensioenresultaat te behalen.

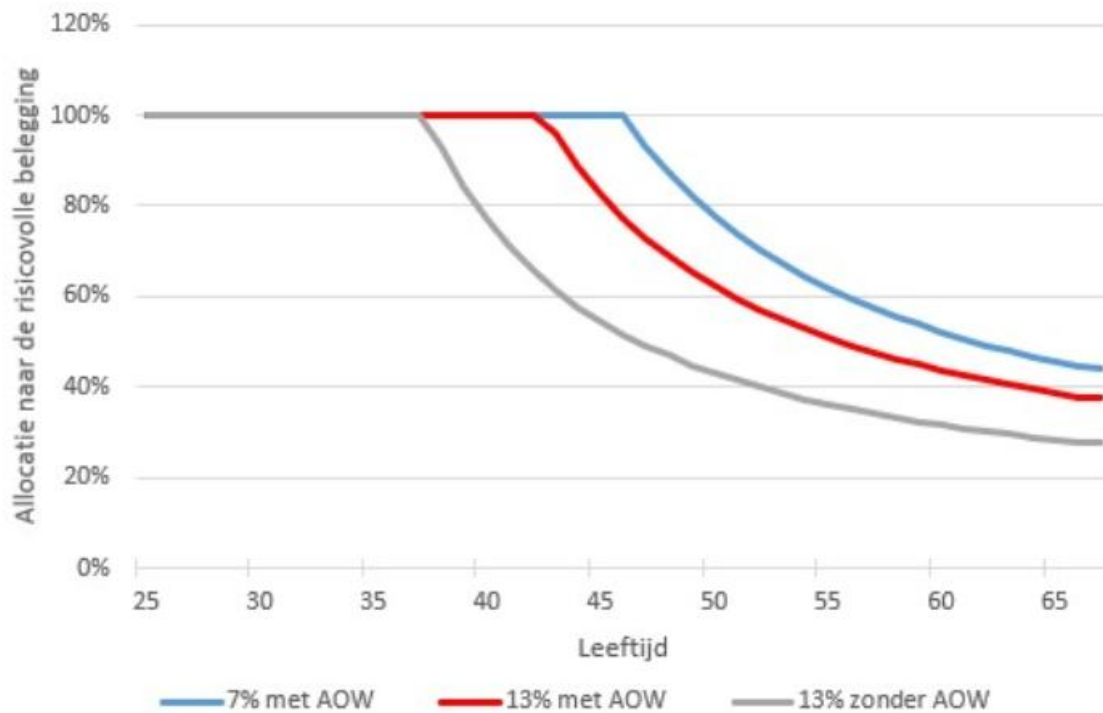
## 6. Flat rate pensioenregeling en AOW

In onderdeel 4 is de leeftijdsonafhankelijke premie zo vastgesteld dat de (contante) waarde van de gelijkblijvende premie gelijk is aan de waarde van de gestaffelde premie. In werkelijkheid zal dit slechts een van de relevante variabelen zijn bij het bepalen van de hoogte van de leeftijdsonafhankelijke premie na introductie van het pensioenakkoord. Ook het budget van de werkgever speelt een rol. Zodra de werkgever de premie heeft vastgesteld, kan het lifecycle-glijpad worden bepaald. Het optimale glijpad hangt namelijk mede af van de hoogte van leeftijdsonafhankelijke premie. Dit heeft te maken met de AOW-uitkering. Naast human capital is ook de AOW-uitkering, waar de deelnemer vanaf de AOW-datum recht op heeft, een risicovrije belegging waar de deelnemer standaard over beschikt en dus rekening mee moet houden.

Stel dat de optimale portefeuille van een deelnemer voor 40% bestaat uit risicovolle beleggingen en voor 60% uit risicovrije beleggingen. Op pensioendatum heeft de deelnemer recht op een AOW-uitkering van € 1100 bruto per maand en kan hij een aanvullend pensioen aankopen uit zijn beschikbare premieregeling van € 400 bruto per maand. Zijn totale inkomen is in dat geval € 1500, waarmee hij nog voor 40% risico wenst te lopen, ofwel met € 600 inkomen. Hij maakt daarbij gebruik van de doorbelegvariant uit de Wet verbeterde premieregeling. Hij beschikt maar over € 400 aan pensioeninkomen waarvoor hij zelf het risicoprofiel kan bepalen. De deelnemer zal dan volledig risicovol beleggen. Voor deelnemers met een hoger aanvullend pensioen zal de AOW-uitkering een kleiner gedeelte van de totale pensioenuitkering uitmaken en zal er minder risico genomen worden met het pensioenkapitaal.

Ditzelfde principe kan worden gevolgd wanneer de optimale beleggingsportefeuille wordt vastgesteld op een ander moment dan op de pensioendatum. In plaats van de pensioenuitkeringen kan een vergelijking worden gemaakt van het aanwezige financiële vermogen en de contante waarde van de AOW-uitkering. Deelnemers aan een pensioenregeling met een hogere leeftijdsonafhankelijke pensioenpremie zullen naar verwachting zowel absoluut een hoger aanvullend pensioen ontvangen als relatief ten opzichte van de AOW-uitkering. Het hogere pensioenkapitaal ten opzichte van de AOW-uitkering heeft een lager risicoprofiel tijdens de opbouwfase tot gevolg. In figuur 3 wordt het optimale glijpad beschreven voor drie pensioenregelingen met verschillende leeftijdsonafhankelijke premiepercentages.

### Figuur 3 – Optimale lifecycle met en zonder AOW bij drie premiepercentages



Een hoger premiepercentage heeft tot gevolg dat het beleggingsrisico eerder wordt afgebouwd en dat er over de hele looptijd vanaf het afbouwmoment een lager risicoprofiel wordt nagestreefd. Deelnemers die kiezen voor doorbeleggen na de pensioendatum kunnen overwegen om een lager percentage van hun pensioenkapitaal risicovol te beleggen. Dit is conform de huidige praktijk waarbij het advies vaak is dat deelnemers met oude gegarandeerde middelloonaanspraken eerder voor een variabel pensioen zouden moeten kiezen dan deelnemers met alleen een pensioenkapitaal vanuit een beschikbare premieregeling. Alhoewel de financiering en dus de zekerheid van middelloonaanspraken en de AOW-uitkering verschillen, werkt het principe vergelijkbaar.

### 6.1 Werkgevers sorteren nu al voor op het pensioenakkoord

Het inzicht dat het hanteren van een leeftijdsonafhankelijke pensioenpremie een ander beleggingsbeleid vereist en dat de hoogte van deze premie vervolgens bepalend is voor het startmoment voor de risicoafbouw, is nu reeds relevant. Het aanstaande pensioenakkoord maakt het in bepaalde gevallen al opportuun om als adviseur een overstap te adviseren naar een leeftijdsonafhankelijke premie, gefaciliteerd door het ruime aanbod van marktrentestaffels met hoge(re) premiepercentages behorende bij het leeftijdscohort 20-24 jaar. Een advies over aanpassing van de default lifecycle na een overstap op een leeftijdsonafhankelijke premie blijft vervolgens achterwege, terwijl dat wel optimaal zou zijn.

Idealiter bieden pensioenuitvoerders afhankelijk van het premieverloop een ander lifecycle-glijpad aan. Er zouden twee (verder identieke) pensioenproducten naast elkaar moeten worden aangeboden die enkel verschillen in premieverloop en lifecycle-glijpad. Dit lijkt geen haalbaar alternatief gezien de reacties op het uitgewerkte pensioenakkoord. Daarom zal de werkgever, in overleg met zijn adviseur, de oplossing bij zichzelf moeten zoeken. Het optimale lifecycle-glijpad voor het neutrale risicoprofiel in een pensioenregeling met een gestaffelde premie vertoont grote overeenkomsten met het optimale lifecycle-glijpad van een pensioenregeling met een leeftijdsonafhankelijke premie van 7%. Werkgevers met een relatief lage leeftijdsonafhankelijke premie kunnen dus met een gerust hart het huidige neutrale risicoprofiel als default keuze implementeren.

Voor pensioenregelingen met een hoger leeftijdsonafhankelijk premiepercentage dan 7% lijkt het neutrale risicoprofiel niet passend en kan allicht beter gekozen worden voor een meer defensief risicoprofiel als default optie. De adviseur kan daarbij het defensieve risicoprofiel van diverse pensioenuitvoerders vergelijken. Een nadeel van een defensief default risicoprofiel is dat ook de initiële portefeuillesamenstelling wordt gewijzigd, waarbij over de gehele looptijd een lager risico wordt gelopen en zo rendementspotentieel verloren gaat. Dit rendementspotentieel is juist een van de redenen voor de overstap naar een flat rate pensioenregeling door het efficiënter benutten van de beleggingshorizon. Het aanscherpen van de lifecycle-profielen gericht op een flat rate pensioenregeling door de pensioenuitvoerder geniet derhalve de voorkeur. Bij de uitvraag van de risicotolerantie zal de uitvoerder van een pensioenregeling met een leeftijdsonafhankelijke premie zwaarder moeten toetsen, om te voorkomen dat deelnemers met een gemiddelde risicotolerantie in het neutrale risicoprofiel komen. Een

neutrale risicotolerantie behorende bij een gestaffelde premieregeling is namelijk misschien wel defensief voor pensioenregeling met een gelijkblijvende premie.

## 7. Lifecycle beleggen tijdens de overgangperiode

De introductie van de leeftijdsonafhankelijke premie zal worden opgevolgd door een overgangperiode.<sup>[11]</sup> Tijdens deze periode worden zowel de nieuwe leeftijdsonafhankelijke premie voor nieuwe werknemers als de huidige gestaffelde premie voor bestaande werknemers fiscaal gefaciliteerd. De werkgever heeft daarnaast ook de mogelijkheid om bestaande werknemers over te hevelen naar de nieuwe leeftijdsonafhankelijke regeling in combinatie met een compensatie. De compensatie zullen werkgevers veelal overeenkomen met bestaande werknemers, terwijl nieuwe toetreders direct de leeftijdsonafhankelijke premie zullen ontvangen. Compensatie komt in vele vormen maar kan grofweg worden ingedeeld in een met leeftijd stijgende compensatie en in de vorm van een (individuele) opslag op de premie. In beide gevallen is de consequentie dat er een verschil ontstaat tussen de pensioenregeling voor zittende en nieuwe werknemers.

Dit artikel heeft duidelijk gemaakt dat verschillen in premieverloop en -niveau om een ander optimaal beleggingsbeleid vragen. Voor zowel de voortzetting van de oude staffelvolgende premie als compensatie door middel van hogere of aanvullende premie geldt dat voor bestaande deelnemers minder risico zal worden genomen door de risicovolle beleggingen eerder af te bouwen en toe te groeien naar een lagere allocatie op pensioendatum. Het gedeeltelijk voortzetten van de oorspronkelijke premiestaffel betekent logischerwijs dat de huidige lifecycles gehanteerd kunnen blijven worden voor bestaande werknemers. Voor nieuwe werknemers met de leeftijdsonafhankelijke premie dient mogelijk een nieuw beleggingsbeleid te worden geformuleerd, maar dat hangt, zoals gezegd, mede af van de hoogte van de leeftijdsonafhankelijke premie. Bij een niet al te hoge leeftijdsonafhankelijke premie zou de uitkomst zelfs kunnen zijn dat het huidige beleid ook voor nieuwe werknemers volstaat.

Indien een werkgever kiest voor compensatie door middel van een aanvullende premie, dan is economisch sprake van een hogere leeftijdsonafhankelijke premie voor zittende deelnemers ten opzichte van nieuwe deelnemers. Figuur 3 heeft duidelijk gemaakt dat een minder risicovol beleggingsbeleid optimaal is voor deze hogere leeftijdsonafhankelijke premie. De werkgever en de uitvoerder zouden in dit geval voor beide deelnemerscategorieën een ander beleggingsbeleid moeten voeren.

## 8. Bestaand en nieuw pensioenkapitaal

Tot op heden is het bij fiscale wetswijzigingen zoals de verhoging van de pensioenrichtleeftijd bij premieovereenkomsten altijd de praktijk geweest om oude en nieuwe pensioenpolissen samen te voegen. Dat is bij deze wijziging niet anders. De mate van risico in de portefeuille wordt bepaald door de verhouding van het totale financiële vermogen ten opzichte van het human capital. De verdeling risicovolle beleggingen en risicovrije beleggingen heeft betrekking op het totale pensioenkapitaal en is deelnemer-afhankelijk in plaats van polis-afhankelijk. Het pensioenkapitaal dat door middel van een leeftijdsafhankelijke premiestaffel is ingelegd, zal na overstap dus op een gelijkblijvende premie moeten worden belegd volgens de nieuwe portefeuillesamenstellingen.

## 9. Conclusie

Alhoewel het pensioenakkoord met name gericht is op pensioenfondsen en dus ook voornamelijk gevolgen heeft voor deelnemers aan pensioenregelingen uitgevoerd door pensioenfondsen, heeft de afschaffing van de doorsneepremie ook gevolgen voor beschikbare premieregelingen. De huidige lifecycles zijn niet meer passend voor pensioenregelingen met een leeftijdsonafhankelijke premie. Een lager risicoprofiel is op zijn plaats. In de pensioenregeling met een leeftijdsonafhankelijke premie wordt een groter gedeelte van de premie op jonge leeftijd ingelegd. Optimalisatie van de beleggingsportefeuille conform het human capital model leidt tot een portefeuille met minder risicovolle beleggingen.

De gefaseerde overstap waarbij zittende deelnemers nog mogen blijven deelnemen aan een gestaffelde premieregeling kan tot gevolg hebben dat er twee pensioenregelingen naast elkaar zullen bestaan. Deze pensioenregelingen verschillen niet alleen qua premie en fiscaal regime, maar idealiter ook in portefeuillesamenstelling door de verschillen in premieverloop. In de advisering aan werkgevers die nu reeds een overstap maken naar een pensioenregeling met een leeftijdsonafhankelijke premie wordt op dit moment onvoldoende aandacht besteed aan de aanpassing van de default lifecycle. Dit is mede ingegeven voor het ontbreken van het productaanbod.

## 10. Literatuur

- Bodie, Z., Merton, R.C. en Samuelson, W.F. (1992). Labor Supply Flexibility And Portfolio Choice In a Life-Cycle Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 16, 427-449.
- Fama, E.F. (1991). Efficient capital markets: II, *Journal of Finance* 46, 1575-1617.
- Grebensjikova, A., Molenaar, R., Schotman, P. en Werker, B. (2017). Default life-cycle for retirement savings, *Netspar design paper* 70.
- Mehlkopf, R. en Van Bilsen, S. (2020) *Netspar brief* editie 19.
- Spierdijk L. en Bikker J. (april 2012). *DNB Working Paper* No. 343.

Voetnoten

[\[1\]](#)

Dirk de Wit is consultant KWPS/Employee Benefits & Risk Management.

[\[2\]](#)

Kamerbrief principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel, 2019-000009898, 5 juni 2019.

[\[3\]](#)

Het solvabiliteitsvermogen waarmee schokken in de variant Wet verbeterde premieregeling plus kunnen worden gespreid over verschillende deelnemers en verschillende generaties, is in de Uitwerking pensioenakkoord alleen voorgeschreven voor bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen.

[\[4\]](#)

Zie Spierdijk et al. (2012) voor een uitleg van mean-reversion en een samenvatting van de literatuur.

[\[5\]](#)

Het eindresultaat is de initiële koopsom vermenigvuldigd met het jaarlijkse rendement. De volgorde van vermenigvuldiging is daarbij niet relevant.  $€ 100 * 90% * 110%$  is hetzelfde als  $€ 100 * 110% * 90%$ .

[\[6\]](#)

Deelnemers hebben over het algemeen de keuze tussen drie of vijf risicoprofielen, variërend van zeer defensief naar zeer offensief met een neutraal profiel als default.

[\[7\]](#)

Deze gesprekken heb ik met pensioenuitvoerders gevoerd in het kader van mijn scriptie voor de postmasteropleiding VU-VBA.

[\[8\]](#)

Dit komt neer op een premie van circa 15% voor ouderdoms- en uitgesteld partnerpensioen. De contante waarde van de pensioenpremie in beide pensioenregelingen is dan nagenoeg gelijk. Door een vergelijking te maken van de contante waarde bij aanvang van deelname, wordt het effect van een gewijzigde portefeuillesamenstelling niet meegenomen. Het percentage is dus niet gelijk aan 33% dat als nieuw fiscaal maximum wordt genoemd.

[\[9\]](#)

De deelnemer heeft een constante relatieve risicoaversie (CRRA) waarbij de risicoaversie wordt weergegeven door de en deze is gelijk aan 9 voor een zeer risicoaverse deelnemer, 5 voor een gemiddeld risicoaverse deelnemer en 3 voor een risicozoekende deelnemer.

[\[10\]](#)

De optimale allocatie is gelijk aan waarbij de risicoaversie van de deelnemer weergeeft, gelijk is aan de risicopremie voor de risicovolle vermogenstitel boven de risicovrije rente en gelijk is aan de variantie van de risicovolle vermogenstitel. Daarnaast zijn aannames gemaakt over startsalaris, carrière en AOW-bedragen in lijn met de aannames in de paper van Grebensjikova et al. (2017).

[\[11\]](#)

Dit kan zowel de maximale overgangstermijn zijn zoals door de overheid mogelijk gemaakt, of een kortere periode wanneer een werkgever heeft vastgesteld dat een eerdere volledige overstap van het huidige personeel naar de flat rate pensioenregeling opportuun is.