

vba beleggingsprofessionals **HET ONTWERP VAN EEN DC PENSIOENREGELING**

Aanbevelingen van de VBA voor
een DC pensioenregeling



De standaard in kwaliteit en integriteit.

Werkgroep Defined Contribution VBA beleggingsprofessionals

Tjitsger Hulshoff, i-Pensionsolutions

Hans de Rooter, TNO Pensioenfonds

Gaston Siegelaer, Towers Watson

Alfred Slager, TIAS School for Business and Society

Tom Steenkamp, Robeco, Vrije Universiteit

INHOUD

	Voorwoord	5
1	Aanbevelingen voor het ontwerp van een DC pensioenregeling: een beleggingsperspectief	6
1.1	Introductie	6
1.2	Aanbevelingen	9
1.3	Leeswijzer	11
2	Hoe ziet een goed ontwerp er uit voor een DC Pensioenregeling?	12
2.1	Stand van zaken	12
2.2	Aandachtspunten	16
2.3	Aandachtspunten voor de uitkeringsfase	17
2.4	Aandachtspunten voor de opbouwfase	19
2.5	Aanbevelingen	23
3	Hoe sluit je een DC Pensioenregeling zo goed mogelijk aan bij de beleving en keuzes van de deelnemer?	24
3.1	Stand van zaken	24
3.2	Aandachtspunten	25
3.2.1	<i>Het perspectief van de deelnemer aan een DC regeling</i>	25
3.2.1.1	Inleiding	25
3.2.1.2	Inzichten vanuit de ‘behavioral economics’ literatuur	26
3.2.3	<i>Het perspectief van de aanbieder van een DC regeling</i>	29
3.2.3.1	Inleiding	29
3.2.3.2	Paternalisme en zorgplicht versus liberaal paternalisme	29
3.2.3.3	De implicaties voor productontwerp	30
3.2.3.4	Ontwikkelingsvrijheid	32
3.3	Aanbevelingen	33

4	Hoe richt je communicatie goed in over DC pensioenregelingen?	34
4.1	Stand van zaken	34
4.2	Aandachtspunten	36
4.2.1	<i>Wie is verantwoordelijk voor de pensioencommunicatie?</i>	36
4.2.2	<i>Wie houdt toezicht op een juiste en goede pensioencommunicatie?</i>	37
4.2.3	<i>Welke informatie dient gecommuniceerd te worden?</i>	37
4.3	Aanbevelingen	38
5.1	Stand van zaken	39
5	Hoe richt je de governance van een DC pensioenregeling zo goed mogelijk in?	39
5.2	Aandachtspunten	40
5.2.1	<i>Wie neemt de zorgplicht op zich?</i>	40
5.2.2	<i>Helderheid over opdracht en uitvoering</i>	41
5.2.3	<i>Deelnemer</i>	42
5.2.4	<i>Countervailing power</i>	42
5.3	Aanbevelingen	44
6	Literatuurlijst	45

VOORWOORD

Binnen VBA beleggingsprofessionals is de werkgroep Defined Contribution (DC) beleggen al geruime tijd actief. De werkgroep heeft zich ten doel gesteld meer duidelijkheid te verschaffen over welke (beleggings)keuzes (anders) gemaakt moeten worden bij DC regelingen, en wat de best practices op dit gebied zijn.

Voor u ligt een speciaal VBA rapport gewijd aan de inrichting van DC regelingen. VBA beleggingsprofessionals levert daarmee een bijdrage aan die onderzoeken die betrekking hebben op financiële markten en het beleggingsbeleid. Het rapport bevat aanbevelingen voor het ontwerp van (DC) pensioenregelingen. Wij onthouden ons nadrukkelijk van een beoordeling van het beleid van (individuele) pensioenuitvoerders en van aanbevelingen over het pensioencontract.

Dit VBA rapport begint met een overzicht van de aanbevelingen voor de belangrijkste onderwerpen bij een DC regeling, zoals het ontwerp ervan, de aansluiting met de deelnemer, inrichting van communicatie en de wet- en regelgeving. Hierna volgen per hoofdstuk uitwerkingen en samenvattingen en aanbevelingen.

De VBA wil met dit rapport een bijdrage leveren aan het verder verbeteren van de inrichting en sturing van DC pensioenregelingen. Door een nog beter beleggingsbeleid en toezicht kunnen we de merites van het Nederlandse pensioenstelsel behouden wat ten goede komt aan alle stakeholders.

De werkgroep wil graag Fieke van der Lecq, Bas Bosma, Ronald Doornbos, Laurens Swinkels, Taron Ganjalyan, Jop Versteegt en Edwin Schokker bedanken voor hun waardevolle feedback op eerdere versies van dit document. Verder wil de werkgroep Marcus Haveman voor zijn medewerking bedanken.

1 AANBEVELINGEN VOOR HET ONTWERP VAN EEN DC PENSIOENREGELING: EEN BELEGGINGSPERSPECTIEF

1.1 Introductie

Het doel van dit rapport is het in kaart brengen wat het ontwerp, uitvoering en communicatie voor het beleggingsproces van DC regelingen betekent en wat de opties zijn bij de invulling hiervan. Bij het samenstellen van dit rapport bleek overduidelijk de noodzaak. Er wordt steeds meer gesproken over de inrichting van DC regelingen, maar op veel onderdelen is er nog geen eenduidig beeld wat de laatste stand van zaken of goede pragmatische (en wetenschappelijk onderbouwde) keuzes in het belang van de deelnemer kunnen zijn.

Dit rapport voorziet hierin.

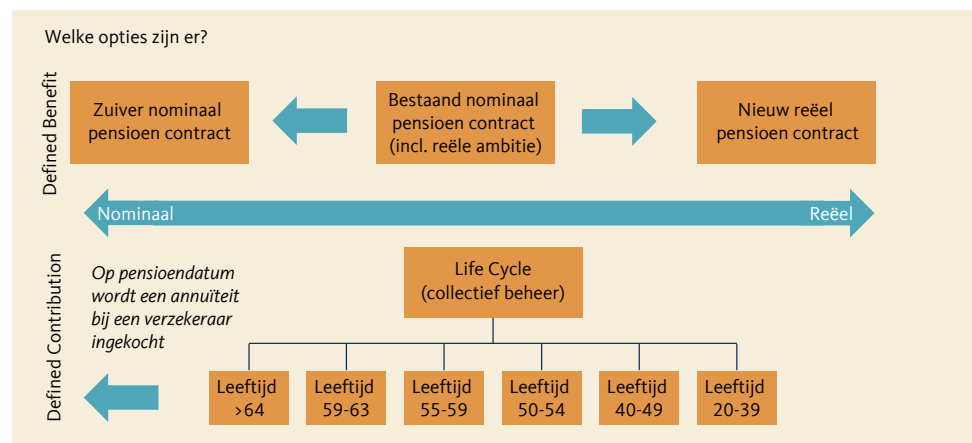
De werkgroep kijkt op een praktische manier om de beslisser en wet- en regelgever een stap verder te brengen, en formuleert daarom 18 aanbevelingen voor het ontwerp en uitvoering van DC regelingen. Deze aanbevelingen worden gegroepeerd naar aanbeveling voor de sociale partners en beslissers die over de regeling gaan, de beroepsgroep die DC regelingen inrichten zoals de uitvoerders, en als derde de wet- en regelgever die DC verder willen ontwikkelen.

Defined contribution, ook wel beschikbare premieregeling genoemd, is een “pensioenregeling waarin de hoogte van het pensioen afhankelijk is van de krachtens de pensioenregeling beschikbaar gestelde premies en over het totaal hiervan behaalde beleggingsopbrengsten. Het aldus opgebouwde pensioenkapitaal, verminderd met de kosten van de pensioenregeling, wordt op de pensioendatum omgezet in een recht op periodieke pensioenuitkeringen. Met behulp van actuariële grondslagen en methoden wordt de precieze hoogte van het pensioen vastgesteld.” (Towers Watson, 2012). Daarbij wordt een DC regeling doorgaans gecombineerd met verzekeringen tegen biometrische risico's (overlijden en arbeidsongeschiktheid).

Cijfers laten een duidelijke trend zien: beleggen op basis van Defined Contribution, is bezig met een duidelijke opmars. Ultimo 2008 had nog slechts 1% van de actieven een eindloonregeling, 87% een middelloonregeling en 5% een DC regeling (Pensioenfederatie, 2009). Eind 2014 had meer dan 8% van de actieven een DC regeling. In belegd vermogen is dit echter beperkter, ruim 1% van het totale pensioenvermogen in Nederland.¹

¹ <https://www.statistics.dnb.nl/financieele-instellingen/pensioenfondsen/pensioenregelingen/index.jsp#>

Deze trend lijkt door te zetten. De overheid heeft hierin een stimulerende rol; per 1 januari 2015 is het alleen mogelijk om fiscaal vriendelijk pensioen op te bouwen over een salaris tot maximaal 100.000 euro. Werkgevers zijn steeds meer op zoek naar oplossingen voor werknemers die meer dan 100.000 euro verdienen.



Figuur 1: Verschillende pensioenregelingen. Bron: Graveland en Molenkamp, 2013

Nieuwe regelingen die opgestart worden, hebben steeds sterker een DC karakter. Als voordelen hiervan worden genoemd dat DC aansluit bij de (internationale) arbeidsmarktmobilititeit, de lasten voor werkgevers minder beweeglijk maakt, de risico's op de balans van de corporate (onder IFRS) beperkt en de opzet van DC voldoet aan de toenemende vraag naar transparantie in kosten, of het zelf willen bijsturen indien mogelijk. Nadelen zijn er ook. Denk aan de wettelijke kaders in Nederland, met maximering in de premie en ontbrekende flexibiliteit in de uitkeringsfase.

Daarnaast wordt DC geassocieerd met een aantal nadelen. Zo maakt DC expliciet dat de risico's bij de deelnemer liggen; en het is nog maar de vraag of de deelnemer deze risico's wil en kan dragen. Daarnaast wordt vaak als nadeel genoemd het wegvallen van de solidariteit tussen generaties. Andere gepercipieerde nadelen hebben weliswaar feitelijk betrekking op de bredere wettelijke inbedding in diverse buitenland, maar zij bepalen wel de beeldvorming.² Zo stelt men dat in landen waar DC erg populair is het aantal niet-verzekerden stijgt en dat de begunstigden de

² Zie Poesz en Swinkels (2010) voor een toelichting.

neiging hebben om te sparen voor minder pensioen dan ze feitelijk zouden willen hebben.³ Bovendien wordt vaak van deelnemers verwacht dat ze beleggingskeuzes maken; in een aantal gevallen zijn dit keuzes die zelfs voor professionele beleggers lastig zijn om succesvol uit te voeren.

In Nederland is tot een aantal jaren geleden de uitkeringsregeling (DB) de maat der dingen geweest. Aanbieders van DC regelingen hebben dan ook tegen de perceptie van een “slechter” pensioen onder DC moeten vechten. Het is niet de ambitie van dit rapport te analyseren welk systeem “beter” of “slechter” is, voor een buitenstaander is het vooral te observeren dat beide systemen naar elkaar toegroeien. Veel DB systemen zijn omgevormd naar Collective Defined Contribution, CDC. Dit systeem werkt als een uitkeringsregeling ten aanzien van de opbouw van aanspraken, maar begrenst het risico van de werkgever, waardoor enerzijds de financiële en actuariële risico's op de schouder van de deelnemer terecht komen. Anderzijds wordt in het ontwerp van DC regelingen aandacht besteed aan de “defaults”, om te zorgen dat de deelnemers zo goed mogelijke keuzes maken, ook al zijn ze geen beleggingsexpert.

Hoewel DB en DC systemen qua ontwerp naar elkaar toegroeien is DC een wezenlijk andere regeling dan DB, met haar eigen ontwerp- en sturingskenmerken. Het beschikbare-premiesysteem is een vorm van sparen dan wel beleggen voor een pensioen waarbij de deelnemer de drager is van het beleggingsrisico en het conversierisico. Op twee momenten is sprake van conversie. De eerste keer als de pensioenuitvoerder de ingelegde premies (korte looptijd, weinig risico) omzet in een beleggingsmix met een hoger risico om onder meer inflatie te compenseren. Het samenstellen van een beleggingsmix die de doelen, wensen en risicokaders van de deelnemer weerspiegelt staat dan centraal. De tweede conversie vindt vervolgens plaats bij de uitkeringsfase. De deelnemer heeft in toenemende mate behoefte aan zeker gestelde inkomstenstromen, maar zal na pensionering naar verwachting iets minder dan twee decennia doorleven waardoor vermogensbeheer ook in deze fase relevant blijft.

Het beleggingsrisico is het risico dat het belegde pensioenvermogen op het moment van pensionering minder waard is dan verwacht door een ongunstige ontwikkeling op de financiële markten. Het transformatierisico hangt samen met het feit dat onder het beschikbare-premiesysteem wordt gespaard tot het moment van pensionering. Bij pensionering wordt het gespaarde bedrag plus de beleggingsopbrengsten (minus de kosten) beschikbaar gesteld om er een lijfrente van te kopen. De hoogte van de

³ Zie Munnell en Sunden (2005).

annuïteiten voor pensioen is niet alleen afhankelijk van inleg en beleggingsresultaat, maar ook van de rentestand op het moment van pensionering. Structureren en sturing van de beleggingen spelen kortom een cruciale rol in het succes van de verdere ontwikkeling van DC regelingen.

1.2 Aanbevelingen

Dat ontwerp en beleggingen een belangrijke rol spelen is onbetwist, over hoe dit gerealiseerd moet worden is minder duidelijkheid. Deze vraag heeft de VBA werkgroep uitgewerkt. In de uitwerking zijn 18 aanbevelingen naar boven gekomen.

Voor	Aanbeveling	Meer lezen in hoofdstuk
Sociale Partners	(Ontwerp) De werkgroep pleit voor meer integratie tussen de uitkerings- en opbouwfase. Dit kan wanneer sociale partners (idealiter: de deelnemer) expliciet aangeven welke doelstelling in de uitkeringsfase wordt nagestreefd.	2
	(Ontwerp) In een goed DC plan zou modulair een nabestaanden-, wezen- en premievrijstelling arbeids-ongeschiktheid moeten zitten. Aan de deelnemers moet heldere en eenvoudige informatie worden verschaft over wat dit betekent voor de inkomensuitkering. Van belang is ook dat de aangeboden verzekeropties op een uniforme en consistente wijze kunnen worden beoordeeld (transparantie).	2
	(Communicatie) Zorg voor een heldere communicatie met betrekking tot de keuze voor de uitvoerder, de life-cycle en de keuzemogelijkheden voor de deelnemer.	4
	(Governance) Beperk de rol van sociale partners tot het onderhandelen over de hoogte van de pensioenpremie en de selectie (en evaluatie) van de pensioenuitvoerder, zonder directe betrokkenheid bij de uitvoering zelf.	5
	(Governance) Zet bij de inrichting van een DC regeling een governance committee op om te voldoen aan minimale compliance eisen.	5

Voor	Aanbeveling	Meer lezen in hoofdstuk	
Uitvoerders (PPI/ Pensioenfonds/ Verzekeraar)	(Ontwerp) De werkgroep pleit voor meer integratie tussen de uitkerings- en opbouwfase. Dit kan wanneer aanbieders expliciet aangeven welke doelstelling in de uitkeringsfase wordt nagestreefd.	2	
	(Ontwerp) Doelstellingen van een DC plan zijn bij voorkeur geformuleerd in reële termen en houden rekening met alle uitkeringen in de pensioenperiode.	2	
	(Ontwerp) In een DC plan zijn de uitkomsten afhankelijk van individuele karakteristieken zoals bijvoorbeeld salarisontwikkeling. Het zou goed zijn in de communicatie duidelijk te maken voor welk “maatmens” de aangeboden default optie(s) gelden en wat de afwijkingen kunnen zijn.	2	
	(Ontwerp) Het beleggingsbeleid zou aan moeten sluiten op de doelstellingen in de uitkeringsfase.	2	
	(Communicatie) Zorg voor heldere verantwoording van de resultaten, met een link naar de pensioenambitie en de vervangingsratio, en een link met de toepasselijke benchmarks.	4	
	(Communicatie) Zorg voor een default optie in het beleggingsbeleid die er voor zorgt dat de deelnemers met het kleinst mogelijke risico de pensioenambitie realiseren.	4	
	(Governance) Zorg voor heldere incentive structuren die ‘alignment of interests’ met deelnemers bevorderen.	5	
	(Ontwerp) Een product met een meer dynamisch beleggingsbeleid zou wenselijk zijn.	2	
	Wet- en regelgevers	(Ontwerp) De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om flexibeler met de premie-inleg om te gaan bij financiële schokken.	2
		(Ontwerp) De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om meer uitkeringsproducten toe te laten dan alleen een annuïteit.	2
(Ontwerp) De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om de maximale inleg van premies voor belastingaftrek op een andere wijze over de leeftijden te kunnen spreiden.		2	
(Communicatie) Faciliteer innovatie in communicatie door het beperken van directieve voorschriften.		4	

1.3 Leeswijzer

Het document is het werk van verscheidene disciplines. Elke hoofdstuk heeft een vergelijkbare structuur. Het hoofdstuk begint met de stand van zaken, werkt vervolgens aandachtspunten uit, en vat deze samen in aanbevelingen.

2 HOE ZIET EEN GOED ONTWERP ER UIT VOOR EEN DC PENSIOENREGELING?

2.1 Stand van zaken

De vormgeving van de huidige premieregelingen wordt sterk bepaald door het wettelijk kader. Dit wettelijk kader wordt gevormd door de wet op de loonbelasting, de wet gelijke behandeling⁴ en de pensioenwet. In algemene zin kan men stellen dat de Nederlandse wetgeving voor pensioenen is vormgegeven met een pensioenlandschap voor ogen waarin een uitkeringsovereenkomst uitgevoerd door een pensioenfonds als standaard geldt. Veel wet- en regelgeving die specifiek voor beschikbare premieregelingen geldt, is afgeleid uit regels voor uitkeringsregelingen. Een duidelijk voorbeeld daarvan zijn de fiscale staffels. Deze behelzen een maximering van de fiscaal gefacilieerde premie-inleg. Ze zijn afgeleid van een vergelijking met een eindloon- en middelloonregeling met tijdsevenredige opbouw. Ze zijn niet vanuit een fundamentele visie op DC regelingen opgesteld, tenzij men zou stellen dat de fundamentele visie inhoudt dat een DC regeling een middelloonregeling moet nabootsen.

De wet op de loonbelasting faciliteert de belastingaftrek van pensioenpremies. De zogeheten fiscale staffels maximeren de fiscaal gefacilieerde premie-inleg. Deze zijn afgeleid van de actuarieel benodigde premie voor pensioenopbouw binnen een middelloonregeling, uitgaande van een veronderstelde rendementsvoet (3% of 4%) en veronderstelde overlevingskansen ter bepaling van de prijs van een annuïteit. Hoewel de wetgeving op papier ruimere mogelijkheden kent, gaan de meeste werkgevers uit van de standaard fiscale staffels. Hierdoor is het benodigde budget voor een DC regeling in de huidige marktomstandigheden automatisch lager dan voor een DB regeling bij vergelijking met dezelfde middelloonregeling als waarvan de fiscale staffel is afgeleid. De actuarieel benodigde premie voor de DB regeling wordt immers bepaald op basis van de marktrente die thans onder de 3% ligt. De DB regeling kent daarnaast bijkomende financiële lasten vanwege de solvabiliteitsopslag binnen de actuarieel benodigde premie en eventuele bijstortingen in het pensioenfonds in geval van een door de werkgever afgegeven garantie. Deze verschillende fiscale behandeling voedt het idee dat werknemers met een DC regeling slechter af zijn dan met een DB regeling. Een werkgever die, bijvoorbeeld om draagvlak bij vakbonden of ondernemingsraad te krijgen, kostenneutraal wil overgaan van een DB regeling naar een DC regeling, zal in de praktijk al snel uitkomen op een fiscaal maximale DC regeling. Dat betekent dat er geen ruimte tot bijsparen binnen de regeling is. En dat heeft tot gevolg dat een belangrijke factor om betrokkenheid van de deelnemer bij zijn pensioenregeling te kweken, wordt uitgeschakeld. Deelnemers die zelf bijsparen voelen

⁴ Het gaat hier om het wettelijke kader van zogenaamde "tweede-pijler" pensioenuitkeringen. Dat zijn pensioenregelingen die in de arbeidsvoorwaardelijke sfeer zijn afgesproken.

zich namelijk meer betrokken bij de DC regeling dan deelnemers voor wie de premie volledig door hun werkgever wordt ingelegd. Dit is een onbedoeld neveneffect van de fiscale wetgeving. Overigens kunnen deelnemers natuurlijk wel in de privésfeer bijsparen. Een mogelijke oplossing is een vereenvoudiging van het fiscale kader voor pensioenregelingen door te toetsen op bereikt pensioen in plaats van op ingelegde premie ten opzichte van salaris.

Artikel 52 van de Pensioenwet schrijft de risico-afbouw binnen de beleggingsportefeuille in een DC regeling voor: de pensioenuitvoerder adviseert de (gewezen) deelnemer over de spreiding van de beleggingen in relatie tot de duur van de periode tot pensioendatum, waarbij het beleggingsrisico kleiner wordt naarmate de pensioendatum nadert. De AFM heeft dit aspect nader uitgewerkt in de norm van inkooptariefgericht beleggen. Aangezien DC regelingen op pensioendatum doorgaans overgaan in de aankoop van een nominale lijfrente, impliceert dit een afbouw van risico ten opzichte van de prijs van een nominale lijfrente. Dit is inmiddels gemeengoed binnen de Nederlandse DC markt. We zien echter ook aanbieders die bewust ook een inflatie-afdekking binnen de beleggingen aanbren- gen, vanuit de visie dat pensioen (deels) waardevast zou moeten zijn. Hoewel in de markt van collectieve waardeoverdrachten (zogenoeten buy-outs) inflatie gegaran- deerde lijfrenten door verzekeraars worden aangeboden, zien we die nog niet in de markt voor vrijkomende DC kapitalen.

Het ontbreken van de mogelijkheid van variabele annuïteiten zorgt er voor dat er bij DC regelingen in de laatste jaren van de risico-afbouwfase risicodragende beleggingen behoorlijk in belang worden afgebouwd. Vanuit het perspectief van persoonlijke financiële planning is dit niet noodzakelijkerwijs de optimale aanwen- ding van financieel vermogen van de deelnemer. Daarnaast kan men betogen dat een deelnemer streeft naar een bepaalde mate van voortzetting van zijn welvaart na pensionering, en dus vooral zal letten op zijn vervangingsratio – de verhouding tussen pensioen en zijn laatstverdiende salaris – en niet op een vast bedrag aan uitkering uit een lijfrente. Het samenspel van wetgever en toezichthouder AFM brengen op dit vlak dus beperkingen aan, die vanuit de theorie van financiële planning bezien verstorend kunnen zijn en een optimale allocatie van financieel vermogen kunnen frustreren.

De oorzaak van deze beperkingen is erin gelegen dat pensioen in de Pensioenwet is gedefinieerd als een vastgestelde levenslange uitkering. Een beschikbare premierege- ling is alleen toegestaan indien het DC kapitaal op pensioendatum wordt omgezet in

een pensioen volgens deze definitie. Daardoor eindigt de DC regeling op pensioendatum; daarna moet immers sprake zijn van een pensioen volgens het karakter van een uitkeringsregeling. Bij verzekeraars volgt doorgaans omzetting in een nominale lijfrente. Een PPI mag de uitkeringsfase niet zelf verzorgen, zodat de deelnemers voor hun pensioen gaan pensioenshoppen bij verzekeraars. Vanuit de pensioenwet volgt dus de verplichting om het opgebouwde kapitaal op de pensioenleeftijd te converteren naar een periodieke, vaste (gegarandeerde), levenslange en nominale pensioenuitkering.⁵ In de praktijk wordt veelal bij een verzekeraar deze uitkering aangekocht, waarbij de deelnemer shoprecht heeft. De uitkering kan ook bij een pensioenfonds worden ingekocht, maar alleen onder de strikte voorwaarde dat de werkgever reeds een andere pensioenregeling bij het betreffende pensioenfonds in beheer heeft.

Hierdoor zijn DC producten in Nederland beperkt in de mogelijkheid om gebruik te maken van beleggingsrendement tijdens de uitkeringsfase. In het buitenland kent men zogeheten variable annuities die dat wel mogelijk maken. Tijdens de uitkeringsfase werken deze als volgt:

“Under most annuity contracts, you can choose to have your annuity payments last for a period that you set (such as 20 years) or for an indefinite period (such as your lifetime or the lifetime of you and your spouse or other beneficiary). During the payout phase, your annuity contract may permit you to choose between receiving payments that are fixed in amount or payments that vary based on the performance of mutual fund investment options”.⁶

In Nederland is inmiddels een discussie op gang gekomen met betrekking tot het restrictieve wettelijke kader voor het ontwerp van een premieregeling. In een recente notitie getiteld “Hoofdlijnnota optimalisering wettelijk kader voor premieovereenkomsten” heeft de staatsecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW), Jette Klijnsma, een aantal voorstellen gedaan voor een nieuw wettelijk kader. Deze voorstellen zijn inmiddels nader geconcretiseerd in een wetsvoorstel variabele premieuitkering.⁷ De nieuwe voorstellen van staatssecretaris Klijnsma voor optimalisering van het wettelijk kader voor premieovereenkomsten gaan vooral in op de uitkeringsfase van de premieregelingen. Afpellend bevatten de voorstellen de volgende drie elementen:

5 In sommige gevallen kan dit ook conversie naar een met een vast percentage stijgende pensioenuitkering zijn. Tevens is er de mogelijkheid om de premieregeling bij pensionering om te zetten in een uitkeringsregeling, waarbij de beperking van een vaste nominale uitkering niet geldt.

6 <https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-variable-annuities.pdf>

7 https://www.internetconsultatie.nl/wetsvoorstel_variabele_pensioenuitkering

-
1. *Mogelijk maken van doorbeleggen*. Doorbeleggen wordt mogelijk door voortaan risicodragende uitkeringen toe te staan in premieovereenkomsten. De uitkering is niet langer vast (gegarandeerd), maar wordt variabel naar gelang de beleggingsrendementen en de biometrische risico's wijzigen. De uitkering blijft wel levenslang; een centraal uitgangspunt. Door het wegvallen van de garantie kan zowel direct voor pensioendatum als in de uitkeringsfase meer beleggingsrisico worden genomen en kan het macro langlevens risico eventueel individueel worden gedragen.
 2. *Faciliteren van inkoop*. "Inkopen" wordt voortaan mogelijk gemaakt door aanpassingen in de pensioenwet. Het betreft het inbrengen van het door de werknemer bijeen gespaarde pensioenkapitaal in een "collectieve pot". Het moet niet verward worden met de term inkopen in de zin van het inkopen van een *vaste en gegarandeerde* pensioenuitkering bij een pensioenverzekeraar. Zo wordt het mogelijk om de uitkeringsfase van een premieovereenkomst voortaan makkelijker te laten plaatsvinden binnen een pensioenfonds en niet langer het primaire domein te laten zijn van de verzekeraars. Ook de premie pensioeninstellingen (PPI's) mogen een variabele premiereregeling in de uitkeringsfase aanbieden. Ook wordt het mogelijk om "geleidelijk in te kopen", door vanaf 10 jaar voor pensioendatum de omzetting al toe te staan.
 3. *Collectieve risicodeling door het voortaan in premieovereenkomsten toestaan van herverdelen en spreiden van schokken*. De hoogte van de pensioenuitkering in een premieovereenkomst mag afhankelijk worden gemaakt van de omvang van een collectieve pot in plaats van de omvang van het persoonlijk bijeen gespaarde pensioen kapitaal op de individuele rekening. De risico's worden gedeeld met andere deelnemers en financiële schokken worden gespreid in de tijd. Het bestuur van de pensioeninstelling beslist over de herverdeling, maar de spelregels van deze herverdeling worden veel meer dan voorheen vooraf vastgelegd. Dit is enigszins vergelijkbaar met de LAM en RAM ideeën uit het "reële contract" gedachtegoed.

Een voorbeeld van een ontwerp dat al heeft voorgesorteerd op nieuwe wetgeving in het kader van bovenstaande punten, is de zogenaamde "Shell-variant". Deelnemers bouwen in de opbouwfase op een individuele rekening kapitaal op, op basis van inleg 3% staffel en een "beleggingsstaffel", waarbij meer risico wordt genomen als men jong is. Vervolgens wordt een variabele levenslange uitkering gekocht op pensioenleeftijd in het collectief ("het pensioenfonds"). Dit collectief hanteert een voor iedereen gelijk beleggingsbeleid, waarin een (beperkt) risico wordt genomen.

De uitkering wordt jaarlijks aangepast op basis van het verschil tussen het feitelijk gerealiseerde rendement en het rendement bij inkoop. Tevens worden schokken in het rendement uitgesmeerd over 5 jaar volgens een vooraf bekende rekenregel, uitsluitend onder de bestaande deelnemers van het collectief (de pensioengerechtigden in het fonds). Een alternatief voor de “Shell variant” is de door Netspar onderzoekers Bovenberg en Nijman (2014) geïntroduceerde Persoonlijke Pensioen Spaarrekening (PPR).⁸ Na pensionering blijft het gehele kapitaal dan persoonlijk eigendom en vinden uit de eigen pensioenpot periodieke uitkeringen plaats op basis van een projectierendement en veronderstelde sterftetekansen. Afwijkingen van deze verwachtingen worden vervolgens (jaarlijks) verrekend met de uitkering. Het micro lang-leven risico wordt binnen een bepaalde collectiviteit gedeeld door bij sterfte het overgebleven kapitaal van de overleden deelnemer in de collectiviteit te verdelen in plaats van aan de nabestaanden uit te keren.

2.2 Aandachtspunten

De voorstellen van Klijsma zijn een stap in de goede richting voor een beter ontwerp van de premiereregeling. Er is echter nog wel wat te wensen over. Zo is de huidige opbouwfase, die met name “belastinggedreven is” ongemoeid gelaten en blijven ook voor de uitkeringsfase nog wel wat wensen over.

In de wetenschappelijke literatuur is veel aandacht voor de wijze waarop een optimale (individuele) premiereregeling zou moeten zijn ingericht. In de literatuur wordt aangenomen dat individuen een voorkeur hebben voor gespreide en stabiele consumptie gedurende de gehele levenscyclus.⁹ Wanneer er bijvoorbeeld een financiële schok optreedt, dan zal het individu de gevolgen daarvan zoveel mogelijk willen spreiden: dus zowel minder consumptie (en dus meer premie) in de opbouw- als in de uitkeringsfase. Dit pleit voor flexibiliteit in de premiebetalingen.

Met betrekking tot het beleggingsbeleid concludeert de literatuur dat risico nemen loont. De mate waarin beleggingsrisico wordt genomen hangt af van het risicodraagvlak en de mate van risicobereidheid. De mate van risicobereidheid bepaalt het percentage van het totale vermogen dat een individu in risicovolle vermogenstitels wil beleggen. Het risicodraagvlak wordt vooral bepaald door de toekomstige verdien-capaciteit, zowel naar grootte als naar mate van zekerheid en flexibiliteit. Nemen we bijvoorbeeld een jonge universiteitsprofessor dan heeft deze een hoge toekomstige verdien-capaciteit, hij/zij geniet nog vele jaren salaris, dat ook nog vrij zeker is.

⁸ Zie Bovenberg en Nijman (2014).

⁹ Zie bijvoorbeeld Bovenberg et al. (2007).

Een groot deel van het totale vermogen heeft dan al een obligatie-karakter, wat betekent dat een relatief groot deel van het aanwezige financiële vermogen risicovol belegd kan worden. Naarmate de professor ouder wordt neemt de toekomstige verdien capaciteit af en het financiële vermogen (de gespaarde pensioenpot) toe. Hij/zij zal dan minder risico moeten nemen in de beleggingsallocatie. Dit is de reden dat we in de praktijk voor premiereregelingen veelal een aflopende allocatie naar risicovolle vermogenstitels zien, naarmate de leeftijd van pensionering dichterbij komt. Uit de wetenschappelijke literatuur wordt ook duidelijk dat het optimale beleggingsbeleid voor ieder individu anders kan zijn en een functie is van individuele karakteristieken als mate van risico-bereidheid, salariscroei, salarisvolatiliteit en de samenhang van het salaris met de financiële markten.

Het kernwoord voor de optimale premiereregeling is dus flexibiliteit. In een optimale premiereregeling beweegt de consumptie in alle jaren van de levenscyclus mee met schokken op financiële markten of in het salaris. Dit betekent flexibiliteit in de premiebetaling in de opbouwfase en flexibiliteit van de uitkering in de uitkeringsfase. In een optimale premiereregeling is de optimale asset allocatie een functie van de leeftijd en afhankelijk van individuele kenmerken. Ook de asset allocatie beweegt mee met schokken op de financiële markten en in het salaris. In de komende paragrafen over welke aandachtspunten we zien voor de uitkerings- en opbouwfase grijpen we op dit academische raamwerk terug.

2.3 Aandachtspunten voor de uitkeringsfase

Ondanks de voorgestelde aanpassingen door Klijsma blijft het, zo lijkt het, in Nederland verplicht om het pensioenkapitaal opgebouwd in een, fiscaal gefaciliteerd, DC plan volledig te converteren in een levenslange uitkering.¹⁰ Dit is – wanneer we een internationale vergelijking maken – zeker niet altijd gebruikelijk. Zo is recent in het Verenigd Koninkrijk nog de gedeeltelijk verplichte annuïtisering komen te vervallen en mag het pensioenkapitaal ook “lump sum” worden opgenomen. Andere landen kennen veelal ook een meer gevarieerd productenpalet.

De discussie over al dan niet verplicht volledig annuïtiseren kan op maatschappelijke gronden en/of op rationeel economische gronden worden gevoerd. Achtergrond van de verplichte annuïtatisatie¹¹ is dat de overheid en de deelnemer gebaat zijn bij een adequate inkomensvoorziening bij leven na pensionering. Voor de overheid is dit van belang omdat de kans dat het individu een beroep gaat doen op allerlei sociale voorzieningen

¹⁰ Het gaat hierbij om een uitkering die gegeven de gehanteerde sterftetafel, het veronderstelde rendement en het aanwezige vermogen levenslang kan worden uitgekeerd. Het gaat niet per se om een vaste of gelijkblijvende uitkering.

¹¹ We gebruiken de begrippen levenslange uitkering en annuïteit in deze bijdrage door elkaar heen. Benadrukt moet worden dat een levenslange uitkering ook gerealiseerd kan worden zonder aankoop bij een verzekeraar of pensioenfonds.

kleiner wordt. De deelnemer wordt beschermd omdat het pensioenkapitaal niet wordt gebruikt voor andere, bijvoorbeeld consumptieve doeleinden. In het algemeen is in Nederland wel consensus over het feit dat een van de krachten van het Nederlandse pensioenstelsel een (verplichte) uitkering tot en met overlijden is. De crux zit hem meer in het converteren van het volledige bedrag en de nominale geldelijke uitkering.¹²

In de academische literatuur zijn de voor- en nadelen van annuïtisering uitgebreid besproken. In het algemeen is de conclusie dat annuïteiten, mits goed geprijsd, aantrekkelijk zijn. Zien we een annuïteit als een beleggingsproduct met dezelfde eigenschappen als een langlopende obligatie, dan geeft de annuïteit een extra premie door een herverdeling van diegenen die overlijden naar diegenen die overleven. Deze extra premie neemt toe, naarmate men ouder wordt. Een nadeel van een annuïteit is dat deze illiquide is: de beslissing tot annuïtisering is onomkeerbaar, en daarmee wordt feitelijk de optie tot verkoop en optie tot uitstel van beslissing opgegeven, hetgeen doorgaans een aanzienlijke economische waarde vertegenwoordigt.¹³ Is de behoefte tot het nalaten van een erfenis of het aanpassen van het consumptiepatroon groot dan is annuïtisering niet altijd voordelig. Ook het ontbreken van een (variabele) annuïteit met beleggingsrisico dat aansluit bij het risicoprofiel van een individu kan een reden zijn niet (volledig) te annuïtiseren. Kortom er zijn redenen om een uitgebreider productenpalet toe te staan dan de “alles-of niets” beslissing om op pensioenleeftijd te annuïtiseren. In een recent artikel bijvoorbeeld stellen de auteurs een uitkeringsfase voor, waarin vanaf 65-85 jaar de uitkeringsstrategie zelf wordt bepaald en tegelijkertijd een uitgestelde annuïteit wordt gekocht die gaat uitkeren vanaf 85 jaar.¹⁴

In het algemeen kan vanuit de asset-allocatieliteratuur de conclusie worden getrokken dat het nemen van beleggingsrisico ook in de uitkeringsfase optimaal is voor een individu, mits er sprake is van een positieve (verwachte) risicopremie en er geen sprake is van volledige risicoaversie. Wanneer een rendementsafhankelijke annuïteit op de markt beschikbaar is die aansluit bij het individuele risicoprofiel heeft deze, vanuit de beleggingstheorie, de voorkeur boven een nominale annuïteit, omdat deze beter past bij de voorkeur van de individuele deelnemer. Naar de voordelen van doorbeleggen is inmiddels ook empirisch onderzoek gedaan. In een nog te publiceren White paper concludeert Steenkamp¹⁵ dat een combinatie van 80% nominale annuïteit en 20% risicodragend beleggen in de uitkeringsfase ten opzichte van de aankoop van een 100% nominale annuïteit leidt tot een aanzienlijke verbetering van het pensioenresultaat met ruim 10%, zonder dat het risico sterk toeneemt.

12 Dit geldt vooral voor tweede pijler DC producten, in de derde pijler is een gevarieerder aanbod in annuïtaire producten mogelijk, zie ook Dietvorst cs. (2010).

13 Zie bijvoorbeeld Mensink (2005).

14 Zie Sexauer cs. (2012).

15 Zie Steenkamp (2015).

De deelnemer zal dan wel enige volatiliteit in de uitkering moeten accepteren: de gemiddelde korting, ten opzichte van de uitkering in een vorig jaar is ongeveer 3% met een kans van 50%.

Kijken we naar de huidige aanbieders van “tweede pijler” DC plannen dan valt op dat de koppeling tussen uitkerings- en opbouwfase onvoldoende wordt gemaakt. Weinig aanbieders geven in de communicatie, anders dan met een door de deelnemer zelf te gebruiken ingebouwde pensioenplanner, aan wat het te bereiken doel is van het aangeboden DC plan.¹⁶ Daarbij is dit doel veelal geformuleerd in termen van een te bereiken uitkering als percentage van het laatst genoten salaris op de pensioendatum. Voor de beoordeling van het pensioenresultaat zouden eigenlijk alle (verwachte) reële uitkeringen gedurende de pensioenperiode moeten worden meegenomen.

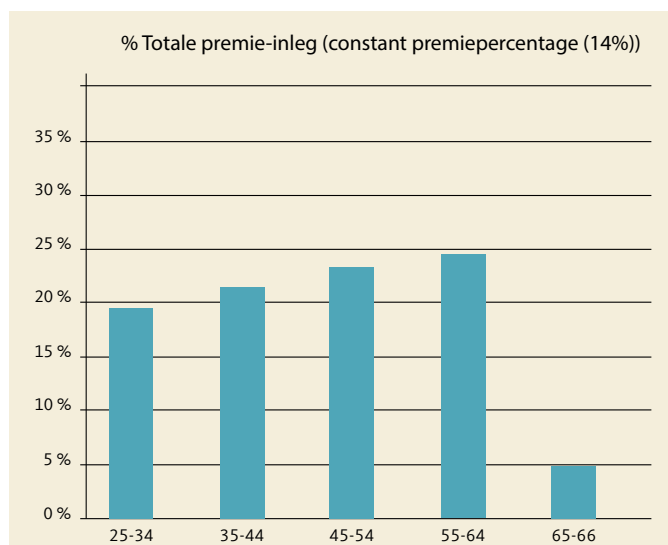
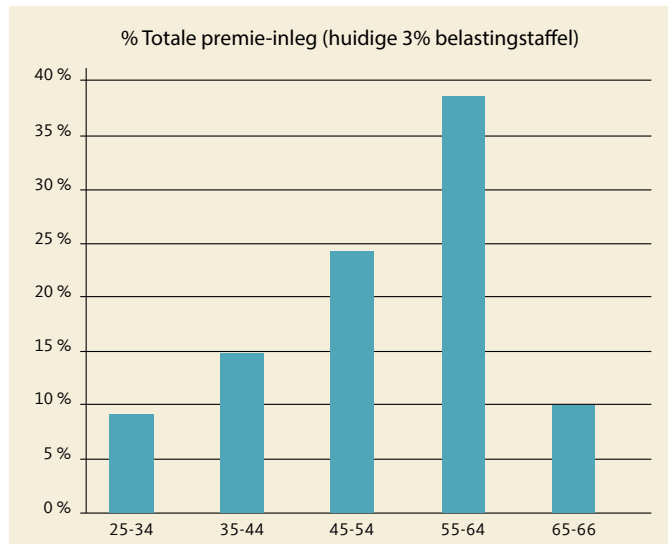
2.4 Aandachtspunten voor de opbouwfase

Een eerste aandachtspunt voor de opbouwfase is de verdeling van de premie-inleg in de tijd. In een recent artikel¹⁷ is de huidige (3%) staffel vergeleken met een systeem waarbij voor iedere leeftijd een gelijk premiepercentage geldt. Dit premiepercentage is zodanig gekozen dat de contante waarde van de totale premiebetalingen in beide systemen hetzelfde is. In het linker-gedeelte van figuur 2 is te zien hoe bij de huidige belasting-staffel de premie-inleg is verdeeld naar leeftijd. In de huidige staffel varieert de inleg van 5,7% van de pensioengrondslag op 25 jarige leeftijd tot 27,7% op 66-jarige leeftijd. Wat opvalt is dat een relatief groot deel van de premie-inleg (50%) op latere leeftijd (vanaf 55 jaar) wordt ingelegd. Dit zijn net ook de jaren dat relatief veel risico in de beleggingsportefeuille – bij de huidige door de aanbieders gehanteerde beleggingspaden – wordt afgebouwd. Het nadeel van deze staffel is dus dat relatief veel premie slechts een geringe tijd rendeert en bovendien ook nog tegen een conservatieve beleggingsmix. In de rechtergrafiek is te zien hoe de premie-inleg is verdeeld bij een constant premiepercentage. Er is nog steeds sprake van ongelijkheid tussen de leeftijdscohorten, veroorzaakt door een groeiende premie-grondslag, maar er is sprake van een meer evenwichtiger verdeling. Omdat nu meer premie eerder en minder conservatief wordt belegd is de waarde van de “pensioenpot” bij pensionering veel hoger. Bij een (reëel) rendement van 3% kan dat oplopen tot ruim 40%, volgens de auteurs.

¹⁶ In ieder geval ten minste voor de default optie.

¹⁷ Zie Steenkamp en Lommen (2015).

—
Figuur 2: Verdeling van de premie-inleg, als percentage van de totale premie-inleg, over leeftijdscohorten.
Bron: Robeco, White paper.



Ons pleidooi is dus om ook andere premiestaffels mogelijk te maken, die meer passen bij de consumptievoorkeuren van een individu. Minimaal zou overwogen moeten worden om een constant premiepercentage per leeftijd mogelijk te maken. Een constant premiepercentage heeft twee belangrijke voordelen. Ten eerste levert het een beter pensioenresultaat op dan de huidige in de praktijk gehanteerde, verplicht stijgende premie-staffels en ten tweede leidt het vermoedelijk tot een betere consumptie-spreiding.

Het feit dat het optimale spaar- en beleggingsbeleid deels afhankelijk is van individuele factoren (preferenties, vermogenspositie, karakteristieken salaris en salarisontwikkeling) maakt pensioenplanning eigenlijk tot een individuele gelegenheid. In de realiteit zijn er veel individuen die niet kunnen of willen kiezen, of verkeerd kiezen door tal van behavioral biases. Ook in de implementatie zal een strikt op individuele planning gerichte aanpak veel duurder zijn. In de huidige praktijk wordt door aanbieders dan ook gebruik gemaakt van zogenaamde default profielen. Deze default profielen betreffen vooral het beleggingsbeleid omdat het premiebeleid veelal wordt gedictreed door de zogenaamde belastingstaffels. In de Nederlandse praktijk is het beleggingsbeleid in de opbouwfase in het algemeen ingericht volgens het zogenaamde “life cycle” principe. Dit leidt ertoe dat op jonge leeftijd veel risico in de beleggingsportefeuille wordt genomen en naarmate de deelnemer ouder wordt risico’s worden afgebouwd. Op zichzelf verhoudt een dergelijk beleggingsbeleid zich goed met academische inzichten, maar van belang is wel wat het gehanteerde risicobegrip is. Is het asset-only (en dus gericht op fluctuaties in het pensioenkapitaal) of is het relevante risico, het risico op een lager dan verwachte annuïteit (nominaal of reëel). Van groot belang voor de beoordeling van het beleggingsbeleid is dus wat de doelstelling van het DC plan is: welke levensstandaard wil men na pensionering bereiken? Is deze reëel of nominaal? En welk deel van deze levensstandaard mag op het spel staan?¹⁸ In paragraaf 2.2 is reeds betoogd dat het aangeven van de doelstelling van het DC plan niet de sterkste kant is van de huidige aanbieders.

De werkgroep pleit er dan ook voor dat aanbieders duidelijk inzicht geven in hoe het gehanteerde beleggingsbeleid samenhangt met de doelstellingen van het DC plan. Hierbij is uiteraard van groot belang welke scenario’s worden gehanteerd voor beleggingsrendementen, rentes, berekening prijs annuïteit, inflatie e.d. Aanbieders mogen daarbij eigen lange termijn verwachtingen hanteren, mits deze goed zijn gemotiveerd. Deze verwachtingen zouden vergeleken kunnen worden met een standaard scenario (bijvoorbeeld van de Commissie Parameters Pensioenfondsen).

¹⁸ Zie ook Siegelaer (2012).

Aangezien de realisatie van de doelstellingen van een DC plan, wanneer geformuleerd in termen van een inkomensambitie, afhankelijk is van het toekomstig salarisprofiel en preferenties, moet duidelijk zijn voor welk type “maatmens” de default optie het meest geschikt is.

Met betrekking tot het premie- en beleggingsbeleid kan gesteld worden dat deze in de meeste huidige regelingen redelijk “rigide” vorm zijn gegeven. De ingelegde premies in de belastingstaffels veranderen alleen wanneer sterftetafels of opbouwpercentages veranderen. Het beleggingsbeleid, zeker voor wat betreft de verhoudingen tussen de return- en matching portefeuille per leeftijd, ligt vast. Dit is niet in overeenstemming met de economische theorie, waarbij het juist optimaal is om (financiële) schokken zo breed mogelijk te spreiden. Dit pleit juist voor een flexibel premie- en beleggingsbeleid. Een verdere studie naar de (on)mogelijkheden van de implementatie van een dynamisch¹⁹ premie- en beleggingsbeleid is aan te bevelen.

¹⁹ Dynamisch onderscheiden wij hier van tactisch beleid doordat het gaat om beleid op basis van vooraf vastgestelde rekenregels.

2.5 Aanbevelingen

Voor	Aanbeveling
Sociale Partners	<ul style="list-style-type: none"> - De werkgroep pleit voor meer integratie tussen de uitkerings- en opbouwfase. Dit kan wanneer sociale partners expliciet aangeven welke doelstelling in de uitkeringsfase wordt nagestreefd. - In een goed DC plan zou modulair een nabestaanden-, wezen- en premievrijstelling arbeidsongeschiktheid moeten zitten. Aan de deelnemers moet heldere en eenvoudige informatie worden verschaft over wat dit betekent voor de inkomensuitkering. Van belang is ook dat de aangeboden verzekeringsopties op een uniforme en consistente wijze kunnen worden beoordeeld (transparantie!).
Uitvoerders (PPI/ Pensioenfonds/ Verzekeraar)	<ul style="list-style-type: none"> - De werkgroep pleit voor meer integratie tussen de uitkerings- en opbouwfase. Dit kan wanneer aanbieders expliciet aangeven welke doelstelling in de uitkeringsfase wordt nagestreefd. - Doelstellingen van een DC plan zijn bij voorkeur geformuleerd in reële termen en houden rekening met alle uitkeringen in de pensioenperiode. - In een DC plan zijn de uitkomsten afhankelijk van individuele karakteristieken zoals bijvoorbeeld salarisontwikkeling. Het zou goed zijn in de communicatie duidelijk te maken voor welk "maatmens" de aangeboden default optie(s) gelden en wat de afwijkingen kunnen zijn. - Het beleggingsbeleid zou aan moeten sluiten op de doelstellingen in de uitkeringsfase. - De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om flexibeler met de premie-inleg om te gaan bij financiële schokken. - Een product met een meer dynamisch beleggingsbeleid zou wenselijk kunnen zijn.
Wet- en regelgevers	<ul style="list-style-type: none"> - De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om meer uitkeringsproducten toe te laten dan alleen een annuïteit. - De mogelijkheid zou moeten worden gecreëerd om de maximale inleg van premies voor belastingaftrek op een andere wijze over de leeftijden te kunnen spreiden.

3 HOE SLUIT JE EEN DC PENSIOENREGELING ZO GOED MOGELIJK AAN BIJ DE BELEVING EN KEUZES VAN DE DEELNEMER?

3.1 Stand van zaken

Het vakgebied behavioral finance leert ons dat er geen sprake is van een intelligente en rationele consument, zeker wanneer het gaat om lange termijn financiële beslissingen. Individuen zijn beperkt rationeel, hebben een beperkte zelfcontrole en worden geregeerd door tal van behavioral biases.

Een belangrijk element in de huidige DC aanbiedingen in de tweede pijler betreft de verzekeringen. Wat is geregeld voor nabestaanden als de deelnemer komt te overlijden? Is er een uitkering als de deelnemer geheel of gedeeltelijk arbeidsongeschikt wordt? Voor een deelnemer is belangrijk om deze informatie op een begrijpelijke manier beschikbaar te hebben. Voor de werkgever is het belangrijk dat er duidelijke informatie is over de kosten van de verzekeringen. Immers, de werkgever betaalt in het algemeen de premies voor deze verzekeringen en wil in deze concurrerende markt inzicht hebben in de actuele marktprijzen.

Binnen een DC regeling liggen de financiële risico's van de pensioenopbouw bij het individu. Weliswaar kan hij het vermogensbeheer in een collectief laten uitvoeren en verzekeringen collectief inkopen, feit blijft dat het individu in economische zin een afgezonderd vermogen heeft waarvoor hij alle risico's draagt. Het feit dat het individu de financiële risico's draagt en het feit dat ieder individu binnen een DC regeling een afgezonderd vermogen heeft, stelt hem in beginsel in staat om het pensioen, zowel in de opbouwfase als in de uitkeringsfase, binnen grenzen 'tailor-made' te maken. Of een individuele deelnemer aan een DC regeling hier behoefte aan heeft of hiertoe ook in staat mag worden geacht wordt besproken in paragraaf 5.2. In paragraaf 5.2 zal worden betoogd dat individuele deelnemers gemiddeld genomen niet erg goed zijn in het nemen van financiële beslissingen, zeker als dit beslissingen zijn waarvan de effecten pas op de langere termijn kunnen worden vastgesteld. Om die reden rust er een zorgplicht bij de aanbieders van DC regelingen om deelnemers adequaat te informeren en hen te behoeden voor het nemen van beslissingen die grote negatieve consequenties kunnen hebben op het te bereiken pensioenresultaat. Het perspectief van de aanbieder staat centraal in paragraaf 5.3.

3.2 Aandachtspunten

Twee aandachtspunten zijn belangrijk:

- Het perspectief van de deelnemer aan een DC regeling
- Het perspectief van de aanbieder van een DC regeling

3.2.1 *Het perspectief van de deelnemer aan een DC regeling*

3.2.1.1 Inleiding

De laatste jaren zijn in toenemende mate de risico's van het pensioenproduct verschoven van werkgever naar deelnemer. De eerste verschuiving van het risico vond plaats met de transitie van eindloonregeling naar middelloonregeling waarbij indexatie een voorwaardelijk karakter kreeg. Meer recent zien we in toenemende mate een beweging ontstaan naar (C)DC regelingen, waar in zekere mate zelfs de opbouw variabel is. Bij ondernemingspensioenfondsen is deze trend mede ingegeven door de verslaggevingsregels (IFRS). Hierdoor worden niet alleen overschotten, maar ook tekorten van het pensioenfonds zichtbaar op de ondernemingsbalans, met navenante gevolgen voor het eigen vermogen van de onderneming. Daarnaast zien we dat veel bedrijven niet langer in staat zijn om de financiële risico's die in het pensioenfonds ontstaan te absorberen. Het gevolg hiervan is dat de risico's direct neerslaan bij de deelnemers.

Met de overstap naar een DC regeling verandert er veel voor de deelnemer. Omdat veel DC regelingen in Nederland collectief worden uitgevoerd blijven de voordelen van een collectieve regeling behouden (gezamenlijke inkoop van verzekeringselementen en vermogensbeheer). Wat echter verandert is dat de deelnemer het economische eigendomsrecht op zijn eigen vermogen heeft. De waardeontwikkeling van dit vermogen wordt bepaald door de premie inleg en het rendement dat op de ingelegde premies wordt gemaakt. Het individuele karakter van de DC regeling vervult een noodzakelijke voorwaarde voor de deelnemer om meer invloed te krijgen op zijn financiële (pensioen)toekomst. Zo zou de deelnemer kunnen beslissen over de hoogte en timing van de in te leggen premies, over het beleggingsbeleid, et cetera. Of een grotere zeggenschap van de individuele deelnemer over zijn pensioen wenselijk is, is afhankelijk van de mate waarin het individu in staat, en bereid is om goede financiële

beslissingen te nemen. Met betrekking tot deze vraag zijn er verscheidene zienswijzen. Deze worden in de volgende paragraaf besproken.

3.2.1.2 Inzichten vanuit de ‘behavioral economics’ literatuur

De ‘main stream finance’ literatuur heeft de *homo economicus* als uitgangspunt. Op grond van dit uitgangspunt zijn individuen te typeren als rationele nutmaximalisateurs. Dit betekent dat individuen alle ter beschikking zijnde informatie optimaal gebruiken en geen systematische fouten maken bij het verwerken van informatie in hun beslissingen. Indien individuen zijn te typeren als *homo economicus*, dan ligt het voor de hand om de DC regeling zodanig in te richten dat deelnemers beschikken over alle relevante informatie (optimale transparantie) en verder dat zij beschikken over alle vrijheid om keuzes te maken die het nut van hun life-cycle planning optimaliseert.

Aan de andere kant van het spectrum vinden we de zienswijze van de ‘behavioral economics’ literatuur. Kenmerkend voor deze zienswijze – die vooral haar basis vindt in Kahneman en Tversky (1979) – is dat beslissingen van individuen onderhevig zijn aan cognitieve biases. Zo maken individuen bij hun beslissingen gebruik van vuistregels (heuristics), zijn ze gevoelig voor de wijze waarop informatie wordt gepresenteerd (framing), hebben ze moeite met het doorvertalen van intenties naar acties, overschatten ze hun eigen kunnen (overconfidence) en hebben een sterke voorkeur voor standaard default oplossingen (default bias). Het zal duidelijk zijn dat wanneer deze zienswijze wordt gevolgd, het niet voor de hand ligt om individuen veel vrijheden te geven bij invulling van het DC beleid.

Een alternatieve zienswijze – die tussen de bovenstaande zienswijzen in ligt – is die van de Imperfect Knowledge Economics (Frydman en Goldberg, 2007). Essentieel voor deze benadering is dat mensen, gegeven hun kennis en de hen ter beschikking staande informatie, optimale beslissingen nemen. Echter, doordat individuen in de regel niet beschikken over alle relevante informatie, of doordat individuen specifieke noodzakelijke kennis ontberen, kunnen beslissingen fouten bevatten en zijn om die reden niet optimaal. De praktische consequentie van deze zienswijze is dat deelnemers – ten opzichte van de ‘behavioral economics’ stroming – meer vrijheden kunnen krijgen bij de invulling van het DC beleid. Echter, dit vereist van de aanbieder van het DC product dat er voldoende overdracht is van kennis en informatie.

De toezichthouders in Nederland, vooral de AFM, lijken aanhanger van de laatste stroming. Zij leggen in het toezicht op DC regelingen een grote nadruk op transparantie en informatie overdracht, zie bijvoorbeeld EIOPA (2013). De gedachte is dat meer transparantie en meer informatie leidt tot een beter inzicht en daarmee tot betere beslissingen. Echter, de toezichthouders onderkennen eveneens dat meer en betere informatie niet automatisch leidt tot een situatie waarbij alle deelnemers goed geïnformeerde beslissingen nemen die consistent zijn met hun financiële doelstellingen, risicodraagkracht en risicobereidheid. Om die reden vinden de toezichthouders dat er een bijzondere zorgplicht rust bij de aanbieder van het DC product en de werkgever jegens de deelnemers.

Zoals vermeld indiceren de onderzoeksresultaten vanuit de ‘behavioral economics’ literatuur dat mensen over het algemeen niet goed zijn in het nemen van beslissingen met betrekking tot hun financiële lifecycle planning. Het simpelweg aanbieden van meer en betere informatie is geen garantie voor een betere financiële lifecycle planning. Uit onderzoek van Willis (2011) blijkt dat meer kennis en informatie mensen het gevoel geeft van meer controle over de uitkomsten van hun beslissingen, met als gevolg dat zij bereid zijn meer risico te nemen. In de literatuur is dit bekend als het zogenaamde *overconfidence* probleem. In de praktijk zou dit er toe kunnen leiden dat individuen gemiddeld genomen te veel risico nemen. Door een gebrek aan directe feedback die de (on)juistheid van de genomen beslissing aangeeft, kan het zodanig lang duren alvorens verkeerde beslissingen worden bijgesteld dat daarmee het pensioenresultaat structureel wordt aangetast.

Een ander inzicht dat de ‘behavioral economics’ literatuur heeft opgeleverd is dat individuen gemiddeld genomen de voordelen op korte termijn prefereren boven de voordelen op lange termijn. In de ‘behavioral economics’ literatuur wordt dit verschijnsel ook wel aangeduid als *hyperbolic discounting*. Dat wil zeggen dat hogere disconteringsvoeten worden toegepast op de korte termijn kasstromen dan op de langere termijn kasstromen. Oftewel, de korte termijn is belangrijker dan de lange termijn. In de praktijk leidt dat er toe dat goede intenties met betrekking tot de langere termijn financiële life-cycle planning veelal stranden doordat voorrang wordt gegeven aan korte termijn doelen. Om die reden is het goed dat het Nederlands pensioensysteem wordt gekenmerkt door een verplichte deelname door de deelnemers. In het kader van het DC ontwerp betekent dit voorts dat deelnemers

weliswaar vrijheden zouden mogen hebben bij het bepalen van de hoogte en timing van de premies, of het gebruik van de pensioenpot voor andere doeleinden, echter deze vrijheden dienen nadrukkelijk begrensd te worden.

Naast overconfidence en hyperbolic discounting worden financiële beslissingen die mensen nemen gedreven door *loss aversion*. Dit duidt op het gegeven dat mensen verliezen veel negatiever waarderen dan dat overeenkomstige winsten positief worden gewaardeerd. Dit kan er toe leiden dat in verliessituaties mensen meer geneigd zijn om risico te nemen, om zodoende de verliessituatie om te draaien naar een break-even of winstsituatie. Het leidt er eveneens toe dat wanneer mensen regelmatig worden geconfronteerd met verliezen, dat men meer risico avers wordt bij het inrichten van de beleggingsportefeuille. Deze observatie is vooral van belang in combinatie met de empirische bevinding dat mensen korte termijn gericht zijn. Bij het nemen van beleggingsbeslissingen worden veelal korte evaluatieperiodes gehanteerd, zelfs indien de beleggingsportefeuille een langere termijn doel dient. Wanneer een deelnemer een korte evaluatieperiode hanteert dan wordt hij vaker geconfronteerd met verliezen, en dat zou er dan toe kunnen leiden dat de deelnemer minder risico neemt dan wat in het belang zou zijn met het oog op het lange termijn doel. In de literatuur wordt dit fenomeen ook wel aangeduid als *myopic loss aversion*. Ook dit gegeven leidt tot de conclusie dat binnen het DC ontwerp slechtst beperkte vrijheden zouden moeten worden gegeven aan deelnemers bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

Daarnaast is er nog het fenomeen van *choice overload*. Als het gaat om complexe beslissingen, is het beter om weinig keuze te hebben dan te veel keuzes (zie Greifeneder et al., 2010).

Tenslotte is er nog uitstelgedrag (*procrastination*). Beslissingen nemen over een mogelijke positieve uitkomst ergens ver in de toekomst is moeilijk. En het is des te moeilijker als het nodig is om daar op korte termijn iets voor te moeten opgeven. Uitstelgedrag is mensen eigen. 'Ik begin volgende week met lijnen', of 'vanaf 1 januari ga ik met de fiets naar mijn werk'. Het voordeel is voor de 'toekomstige ik'. Maar de 'huidige ik' is veel sterker dan de 'toekomstige ik'. Eenzelfde mechanisme speelt ook bij pensioen. Immers, sparen voor later gaat ten koste van consumptie nu. In enkele, met name Angelsaksische landen, is er geen verplichting tot

pensioensparen. En zelfs als de prikkels groot genoeg zijn, en de consequenties helder zijn, is uitstelgedrag een groot probleem (Beshears et al., 2008).

3.2.3 *Het perspectief van de aanbieder van een DC regeling*

3.2.3.1 Inleiding

Binnen tweede pijler DC regelingen ligt het economisch eigendom bij de individuele deelnemer. Enerzijds lijkt het logisch dat een deelnemer zelf keuzes zou moeten kunnen maken. Anderzijds weten we uit voornoemde inzichten dat deelnemers in de huidige constellatie onvoldoende in staat blijken om op de theoretisch juiste en consistente manier de betreffende keuzes te maken. Pensioenuitvoerders lopen daarmee op een dun koord tussen *empowerment* en zorgplicht.

3.2.3.2 Paternalisme en zorgplicht versus liberaal paternalisme

De Nederlandse cultuur uit zich traditioneel in een overwegend paternalistisch model. De pensioenuitvoerder bepaalt het beleggingsbeleid. Bij een DB pensioenfonds is het beleggingsbeleid gericht op een zorgvuldig evenwicht tussen de belangen van alle belanghebbenden (gepensioneerden, slapers, werknemers, toekomstige deelnemers, werkgever) waardoor een individu slechts beperkte invloed heeft via democratische consensus-gerichte inspraakorganen. Bij een verzekeraar is de invloed nog beperkter. Maar ook bij DC pensioen kiezen uitvoerders voor het ‘ontzorgende’, paternalistische model. Dit model heeft voordelen in de zin dat de standaardisatie leidt tot minimale uitvoeringskosten. En gangbare opinie is dat het voor de uitvoerder de risico’s omtrent de zorgplicht wetgeving beperkt.

Een aanbieder van DC producten heeft een zorgplicht richting haar deelnemers. Dit betekent dat de aanbieder in meer of mindere mate de ‘vinger aan de pols houdt’ van deelnemers die zelf actie ondernemen. Dit kan variëren van waarschuwingen (“uw beleggingen wijken af van onze standaarden”) tot acties op de portefeuille zelf. Welke vorm de zorgplicht krijgt lijkt gedreven te worden door filosofische overwegingen enerzijds (“we moeten onze deelnemers de mogelijkheid geven om bewuste keuzes te maken”) en compliance overwegingen anderzijds.

Gezien de ontwikkelingen in de markt, en de commerciële mogelijkheden die de trend van business-to-business naar business-to-business-to-consumer en mogelijk in de toekomst zelfs business-to-consumer met zich meebrengt zijn

pensioenaanbieders op zoek naar mogelijkheden om het aanbod optimaal aan te laten sluiten bij de wensen en capaciteiten van de deelnemers.

Een stroming die inspeelt op het stroomlijnen van complexe beslissingsprocessen is het liberaal paternalisme (zie Sunstein en Thaler, 2002). Deze stroming kijkt naar het beïnvloeden van gedrag, met behoud van keuzevrijheid. Populair voorbeeld is het bevorderen van gezonde lunches. In plaats van de kroketten uit de bedrijfskantine te weren (paternalisme) worden de kroketten aan het eind van looproute geplaatst, en krijgen (bijvoorbeeld) de groene smoothies een prominente plek bij de ingang. Een ander voorbeeld betreft het zetten van de 'default' optie omtrent orgaandonatie. Ook in de liberaal paternalisme stroming is er een autoriteit (pensioenaanbieder) die de wenselijke keuzes voor de deelnemer bepaalt, maar zonder een dwingende norm op te leggen. In haar meest basale vorm is dit begrip reeds verankerd in de Nederlandse pensioentraditie via de auto-enrollment. In de huidige wetgeving is auto-enrollment een plicht, zonder keuzevrijheid. Een alternatief zou zijn om auto-enrollment te combineren met een opt-out mogelijkheid, waarbij deelnemers een expliciete keuze moeten maken om niet deel te nemen aan de pensioenregeling.

3.2.3.3 De implicaties voor productontwerp

Bij de constructie van het product is het belangrijk om alles wat we weten over het keuzegedrag van individuen mee te wegen. De eerste en cruciale stap voor een productaanbieder is de constructie van een default oplossing. Aangezien de meerderheid van de deelnemers kiest voor deze default optie moet deze zo passend mogelijk zijn bij de deelnemers; bij de doelstellingen en de risicohouding en draagvlak van de deelnemer. Vervolgens heeft de aanbieder de keuze om het hier bij te laten. Het product is dan in zekere zin een *plain vanilla* product, waar problematiek omtrent keuzes en behavioral biases wordt omzeild.

Kiest de aanbieder wel voor het faciliteren van keuzemogelijkheden dan ligt de sleutel naar de optimale balans tussen empowerment enerzijds en het beheersen van de gevaren van verkeerd keuzegedrag anderzijds besloten in het productontwerp. De gangbare reflex is om op te roepen tot meer en betere financiële educatie. Als mensen beter geïnformeerd zijn, maken ze betere keuzes. De academische literatuur is echter verdeeld over de invloed van financiële geletterdheid op de kwaliteit van de keuzes, waarbij zelfs negatieve effecten aangetoond lijken te zijn (zie Prast en Van Soest,

2014). Wij stellen dat een zekere mate van informatievoorziening naar de deelnemer nodig is, maar niet voldoende.

In de lijn met de liberaal paternalisme stroming is de manier van presenteren van keuzes zeer cruciaal. De framing blijkt een krachtig instrument in het sturen van beslissingen. Thaler en Sunstein (2008) beschrijven de “yeah, whatever” heuristiek die impliceert dat als er een default optie is, i.e. een optie die verkregen wordt zonder dat de gebruiker enige actie hoeft te ondernemen, dan mogen we verwachten dat een groot aantal mensen deze optie kiest, of het nu geschikt is of niet. Hetzelfde onderzoek toont aan dat dit effect versterkt wordt als de (zelfs impliciete) suggestie leeft dat de default de ‘normale’ of ‘aangeraden’ optie betreft. Een suggestie die in pensioencontext sterk aanwezig is doordat deelnemers zich in deze complexe, en als saai ervaren, materie graag laten overtuigen door de ethos van de pensioenuitvoerder. In de praktijk blijkt dit effect inderdaad sterk aanwezig. Grofweg 95% van de deelnemers kiest voor de standaardopties (defensief, neutraal, offensief), en slechts een kleine 5% kiest voor een eigen beleggingsbeleid. Bovendien geldt dat ongeveer 70% van de deelnemers kiest voor de default optie, ongeacht wat deze default feitelijk is (bijvoorbeeld defensief, neutraal of agressief).²⁰

Naast het aanbieden van een zo goed mogelijke default optie is het belangrijk om de keuzes van een deelnemer simpel te houden en in de juiste context te plaatsen. Keuzes kunnen vereenvoudigd worden door gelaagdheid van informatie; kiezen tussen percentages naar een rendementsfonds is te prefereren boven een keuze uit een groot aantal mogelijke invullingen van beleggingsfondsen. Ook is kiezen voor verwacht toekomstig inkomen een eenvoudigere (betere) keuze dan de invulling van de beleggingsportefeuille via key rate durations. Tegelijkertijd is het van belang om de gevolgen van de keuzes helder en begrijpelijk te formuleren, in termen van toekomstige bestedingskracht. Denk hierbij ter illustratie aan de keuze voor een directe inkoop van uitgestelde lijfrentes; een optie die deelnemers zullen kiezen indien deze automatisch staat aangevinkt. Terwijl de deelnemer mogelijk een andere keuze maakt als hij de gevolgen van de regeling vertaalt ziet in gevolgen voor zijn of haar pensioen.

Tussen de default optie en de vrije keus / empowerment staat momenteel de mogelijkheid tot een profielkeuze. Op dit moment is de praktijk dat dit gebeurt door een vragenlijst voor de deelnemer. Onderzoek van Loonen en Van Raaij (2008) toont aan dat dergelijke vragenlijsten niet zonder problemen zijn. Een alternatieve manier om de profielkeuze te bepalen is de zogenaamde loterijmethode (zie Holt en Laury,

²⁰ Deze cijfers zijn gebaseerd op data van een grote pensioenaanbieder.

2002; figuur 3). Nadeel van deze methodiek is dat er enkel op risicohouding (“hoeveel risico wil ik nemen”) wordt getoetst en niet op risicodraagvlak (“hoeveel risico kan ik nemen”).²¹

Holt en Laury [2002] proberen de risico-aversiteit van de deelnemer boven tafel te krijgen door een reeks van eenvoudige keuzes aan te bieden. De deelnemer moet tien maal kiezen tussen optie A en B. Elke optie is een loterij, waarbij de mogelijke opbrengst gelijk blijft maar de win-kans verschilt. Bij de eerste keus is optie A 10% kans op \$2,00 en 90% kans op \$1,60 en optie B is 10% kans op \$3,85 en 90% kans op \$0,10. Elke volgende keuze wordt de kans op de hoge opbrengt met 10%punt verhoogd, zodat de tiende en laatste keus is A 100% kans op \$2,00 en optie B is 100% kans op \$3,85. Bij de eerste keus is optie A een logische, bij de tiende keus is optie B de enige logische keuze. Door deze constructie van de loterijen is het moment waarop de deelnemer voor optie B kiest een indicatie voor zijn risico-aversiteit.

Figuur 3: Loterijmethode om risicohouding te bepalen

Momenteel werkt de markt aan derde en vierde generatie DC producten, waarbij het keuzeprobleem wordt vertaald in een expliciete afweging van pensioenuitkomsten (verwachting versus uitkomst in pessimistisch scenario). De eerste generatie DC liet zich kenmerken door retailfees, een focus op kapitaalopbouw, inrichting via target date fondsen en beperkt inzicht in de werking van de systemen voor deelnemer. De tweede generatie DC werkt met lifecycles, een focus op nominale pensioenopbouw en institutionele pricing.

De derde generatie DC heeft een meer individueel gerichte focus op bestedingsruimte van latere pensioenen, en geeft de deelnemer inzicht in de verwachtingen en risico's van de latere bestedingsruimte, inclusief stuurmiddelen om daar iets aan te doen (bijvoorbeeld bijsparen).

De vierde generatie DC kenmerkt zich door een beleggingssystematiek gericht op de door het individu aangegeven mix van verwachtingen, risico's en sturingsruimte (bijsparen, pensioenleeftijd). De ex ante beleggingsmix volgt de principes van lifecycle beleggen, maar de ex-post beleggingsmix mogelijk anderszins niet.

3.2.3.4 Ontwikkelingsvrijheid

DC aanbieders werken in toenemende mate in een concurrerende omgeving.

Een competitieve omgeving die meer en meer wordt beslecht via de gunsten van de

²¹ Zie Towers Watson (2014) voor een nadere toelichting op de begrippen.

individuele deelnemer. De marktaanbieders onderkennen deze trend en verbeteren de communicatie en hebben de kosten verlaagd. Daarnaast is de beleggingspropositie marktbreed verbeterd. Deze ontwikkeling is nog altijd in volle gang. Beleggingsbeleid wordt – met behoud van collectieve uitvoering – steeds beter ingericht op de karakteristieken en wensen van de individuele deelnemer.²² Een ontwikkeling die mogelijk in specifieke gevallen leidt tot situaties waar de traditionele lifecycle concepten worden verlaten.

Wij voorzien dat dit een belangrijke doorontwikkeling is die van grote waarde kan blijken te zijn voor de deelnemer. Niet enkel door meer geschikte vormen van beleggingsbeleid, maar ook via door marktwerking gedreven kwaliteitsverbetering.

Tegelijkertijd is de diversiteit in mogelijke uitkomsten bij diverse mogelijke aanbieders zeer groot (Hulshoff, 2014), terwijl de onderliggende principes vergelijkbaar zijn.

Met de grotere aandacht vanuit wetgever voor DC regelingen lijkt er een beweging gaande te zijn om strakkere regels voor het beleggingsbeleid op te werpen, zelfs met voorgeschreven lifecycles.²³ Wij pleiten ervoor dat pensioenuitvoerders de mogelijkheid behouden om verdere innovatie te ontwikkelen. Zonder voorschriften voor beleggingsbeleid, maar onder het gesternte van een sterke toezichthouder met een principle based toezicht.

3.3 Aanbevelingen

Voor	Aanbeveling
Uitvoerders (PPI/ Pensioenfonds/ Verzekeraar)	Zorg voor producten die passen bij de wensen en karakteristieken van de deelnemers. Omdat mensen in de regel kiezen voor de aangeboden default optie is het van groot belang om te zorgen voor een passende default optie. Omdat een groot palet aan keuzes veelal niet bijdraagt aan de kwaliteit van de keuzes dienen uitvoerder te zorgen voor beperkte keuzemogelijkheden. Uitvoerders dienen te zorgen voor eenvoudig en begrijpelijk ontwerp. Om het DC plan beter te laten aansluiten bij de persoonlijke financiële planning en de belevingswereld van de deelnemer dient de deelnemers uitkomstgedreven stuurinformatie te worden aangeboden.
Wet- en regelgever	Zorg voor auto-enrollment met een opt-out mogelijkheid. De wetgever dient innovatie bij pensioenuitvoerders te bevorderen. Dit kan door meer principle based toezicht en het beperken van directieve voorschriften.

22 De toekomstige verdien capaciteit van een topsporter is fundamenteel anders dan de toekomstige verdien capaciteit van een film- en theateracteur. De eerste zal na zijn 34e jaar een andere bron van inkomsten moeten zoeken, terwijl een acteur tot op hoge leeftijd door kan werken. Daarnaast: iemand met een wens tot grote wereldreizen zal een andere inkomenswens hebben dan een monnik.

23 Zie bijvoorbeeld het 10-puntenplan van de politieke jongerenorganisaties Jonge Democraten, Jonge Socialisten en JOVD. http://nieuwpensioenstelsel.nl/?page_id=6

4 HOE RICHT JE COMMUNICATIE GOED IN OVER DC PENSIOENREGELINGEN?

4.1 Stand van zaken

Pensioen is voor de meeste werknemers een onderwerp dat pas in een relatief laat stadium van het werkzame leven op enige belangstelling mag rekenen. Dit heeft enerzijds te maken met het feit dat pensioen een inkomensvoorziening betreft die ver in de toekomst ligt, en anderzijds door het feit dat pensioen wordt gepercipieerd als complex. En complexe financiële vraagstukken die betrekking hebben op een periode in de verre toekomst hebben veelal een lage attentiewaarde. In aanvulling hierop kan nog worden genoemd dat deelnemers het grootste deel van hun pensioen verkrijgen via de AOW en de veelal verplichte pensioenen die worden opgebouwd in de tweede pijler. Op beide onderdelen hebben deelnemers tot op heden nauwelijks invloed gehad. Dit heeft niet positief bijgedragen aan de betrokkenheid van deelnemers bij hun pensioen.

De opkomst van DC pensioenregelingen kan hier verandering in brengen. Immers, met DC pensioenregelingen hebben deelnemers relatief gezien meer te kiezen. En daar komt bij dat zij nu ook zelf alle risico's lopen.

Een goed communicatiebeleid dient de betrokkenheid bij en het begrip van het pensioen onder deelnemers te stimuleren en ondersteunen. Belangrijk onderdeel van het communicatiebeleid is dat inzicht wordt verschaft in het verwachte einddoel. De deelnemer dient voor zichzelf te kunnen vaststellen of het verwachte einddoel overeen komt met het gewenste einddoel. In geval van een discrepantie dient de deelnemer inzicht te worden geboden in de mogelijkheden die er zijn om het gat te dichten en wat deze mogelijkheden voor praktische consequenties hebben. Bijvoorbeeld, in een situatie dat een deelnemer een verwachte pensioenuitkomst heeft die lager ligt dan de verwachte pensioenuitkomst, dan heeft hij als mogelijkheid om risicovoller te gaan beleggen (aanpassing van het profiel), langer te werken of bij te sparen in de derde pijler. Al deze mogelijkheden zijn niet allemaal even effectief. Een goed communicatiebeleid kan deze verschillen in effectiviteit zichtbaar maken. Voorts is het belangrijk in de communicatie naar de deelnemer om duidelijk te maken dat er altijd scenario's denkbaar zijn waarin de feitelijke pensioenuitkomst een stuk lager ligt dan verwacht. Hiermee wordt inzichtelijk gemaakt welke risico's de deelnemer loopt, en de deelnemer kan dan zelf besluiten of hij deze risico's acceptabel vindt.

Veel van de bovenstaande elementen hebben hun plek gevonden in de Wet Pensioencommunicatie die vanaf juli 2015 in werking is getreden. Daarmee is de Wet Pensioencommunicatie een stap in de goede richting. Belangrijk nieuw onderdeel van de Wet Pensioencommunicatie is het Pensioen 1-2-3. Dit houdt in dat pensioeninformatie gelaagd wordt aangeboden aan de deelnemers. Laag 1 richt zich op de hoofdlijnen van de pensioenregeling (Laag 1 zal de huidige startbrief gaan vervangen). In laag 2 wordt er toelichting gegeven op de hoofdlijnen van de pensioenregeling en in laag 3 wordt meer gedetailleerd op de pensioenregeling in gegaan. Deze aanpak sluit goed aan op de wijze waarom deelnemers informatie tot zich nemen en informatie verwerken. De lagen 2 en 3 dienen overigens via de website van de uitvoerder te worden aangeboden aan de deelnemers.

Belangrijke toevoeging van de Wet Pensioencommunicatie is tevens dat het niet alleen voorschrijft dat informatie gegeven dient te worden met betrekking tot het verwachte pensioenresultaat, maar tevens dat informatie dient te worden verstrekt voor een tweetal alternatieve scenario's (slecht scenario en goed scenario). Via een Algemene Maatregel van Bestuur zullen deze scenario's verder worden uitgewerkt. Deze aanpak lijkt enigszins op de Haalbaarheidstoets die pensioenfondsen thans jaarlijks moeten opstellen. Hierbij worden ook geüniformeerde datasets gebruikt. Deze datasets zijn altijd voor discussie vatbaar, maar de uniformiteit maakt het mogelijk om binnen grenzen regelingen in termen van pensioenuitkomst met elkaar te kunnen vergelijken. Het zou wellicht goed zijn om bovenstaande methodiek ook van toepassing te laten zijn op de derde pijler pensioenen. Op deze wijze zou uiteindelijk in het pensioenregister een consistent totaalbeeld geschetst kunnen worden dat deelnemers kunnen gebruiken voor hun financiële planning.

Een ander belangrijk element van de nieuwe Wet Pensioencommunicatie is dat wordt gestreefd naar een betere vergelijkbaarheid tussen pensioenregelingen. Dit inzicht is met name van belang naarmate meer risico's naar de deelnemer worden verschoven en de deelnemer meer keuzemogelijkheden heeft. Op dit moment is nog niet geheel duidelijk op welke wijze de wetgever de onderlinge vergelijkbaarheid wil bevorderen. Via een Algemene Maatregel van Bestuur zal de wetgever hiervoor nadere regels stellen.

4.2 Aandachtspunten

4.2.1 *Wie is verantwoordelijk voor de pensioencommunicatie?*

De pensioenuitvoerder heeft altijd een centrale rol gespeeld in de pensioencommunicatie. Met de introductie van de Wet Pensioencommunicatie is deze rol verder aangescherpt. Wat evenwel niet op het bordje van de pensioenuitvoerder terecht is gekomen is het geven van inzicht in de totale pensioensituatie, dit blijft voorbehouden aan het pensioenregister. De pensioenuitvoerder is nadrukkelijk niet verantwoordelijk voor de financiële planning van de deelnemer. Er kunnen weliswaar pensioenuitvoerders zijn die tools beschikbaar stellen aan hun deelnemers om de consequenties van verschillende keuzes door te rekenen voor hun persoonlijke financiële situatie. Maar dit is niet de beoogde situatie van de wetgever.

Ook kent de pensioenuitvoerder bij beleggingskeuzes een zorgplicht. Op basis van een individueel risicoprofiel, informatie over de te maken beleggingskeuzes en getallenvoorbeelden moet de pensioenuitvoerder de deelnemer begeleiden in de te maken beleggingskeuzes.

Binnen het risicoprofiel zou informatie moeten worden ingewonnen over de financiële doelstelling en financiële positie van de klant en zijn afhankelijkheid van de beleggingen.²⁴ Echter, zoals gezegd wordt op grond van de Wet Pensioencommunicatie uitdrukkelijk gesteld dat het totaaloverzicht ten aanzien van pensioenen primair voorbehouden is aan het pensioenregister. Dit zou betekenen dat de pensioenuitvoerder bij het begeleiden van beleggingskeuzes zich meer moet richten op de risicobereidheid van de klant en het begrijpen van de te maken keuze (kennis en ervaring) en minder op de totale impact op het pensioen (financiële doelstelling en financiële positie). Wel kan de pensioenuitvoerder hiervoor als extra service natuurlijk een uitgebreide pensioenplanner maken waarin informatie vanuit het pensioenregister automatisch wordt ingelezen. De vraag is of dit wenselijk is. Immers, dit zou kunnen leiden tot een wildgroei aan pensioenplanners die ieder hun eigen karakteristieken hebben. In het kader van de consistentie en vergelijkbaarheid is het beter om dit centraal te regelen, wellicht via het pensioenregister.

Ook de werkgever speelt een belangrijke rol bij de pensioencommunicatie. Vooral in de pre-contractuele fase moet de werkgever de werknemer informeren met deel 1

²⁴ Zie AFM (2007).

van pensioen 1-2-3 om een eerste indruk van de regeling te geven. Tevens wordt met behulp van een standaard checklist de werknemer wegwijs gemaakt in het onderwerp pensioen. Beleggingen zullen hier overigens geen onderdeel van zijn.

4.2.2 Wie houdt toezicht op een juiste en goede pensioencommunicatie?

In bredere zin hebben de sociale partners een belangrijke verantwoordelijkheid als het gaat om de communicatie naar de deelnemers met betrekking tot de selectie van de uitvoerder, de keuze van de life-cycle, de keuzemogelijkheden die deelnemers wordt geboden met betrekking tot hun beleggingen, en wellicht nog belangrijker de keuze van de default optie. De sociale partners besluiten over bovenstaande aspecten van een DC pensioenregeling en daarom zullen zij zich naar de deelnemers hierover helder moeten verantwoorden. Voorts dienen de sociale partners het toezicht op de uitvoerder te organiseren. Met de uitvoerder worden afspraken gemaakt over de uitvoering – waaronder de kwaliteit van het beleggingsbeleid, maar ook de kwaliteit van de communicatie naar de deelnemers – en het is de taak van sociale partners om als agent de belangen van de principalen (de deelnemers) zo goed mogelijk te behartigen.

4.2.3 Welke informatie dient gecommuniceerd te worden?

Pensioen is een inkomensvoorziening voor de deelnemer welke ingaat op het moment dat de deelnemer met pensioen gaat. De meeste deelnemers zullen minimaal tot doel hebben dat ze het leven dat ze voor pensionering leidden na pensionering kunnen voortzetten. Uitgaande van een onveranderd consumptiepatroon wordt deze doelstelling gereflecteerd in de vervangingsratio. Het is mogelijk om de vervangingsratio om te zetten naar een inkomensbedrag in euro's van vandaag. Daarmee wordt het voor de deelnemer een uitkomst die makkelijker te begrijpen is en die vergeleken kan worden met de huidige inkomenssituatie. Een alternatieve maatstaf is het pensioenresultaat. Hierbij wordt de verwachte pensioenuitkomst afgezet tegen de geambieerde pensioenuitkomst (bijvoorbeeld een waardevast pensioen op basis van 70% van het middelloon). Aan deze maatstaf zijn verschillende nadelen verbonden. Zo zal een pensioenresultaat van 100% voor een deelnemer met een stijl carrièrepad kunnen betekenen dat er een relatief groot gat ontstaat tussen de verwachte pensioenuitkomst en het laatst genoten arbeidsinkomen.

Tegen deze achtergrond zijn wij voorstander van de vervangingsratio, mogelijkwerwijs weergegeven in euro's van vandaag. In aanvulling hierop vinden wij het een goed initiatief om de pensioenuitkomst ook te laten zien voor een slecht en goed scenario. Hiermee wordt de onzekerheid rond de verwachte uitkomst expliciet gemaakt. De deelnemer kan dan zelf besluiten of specifieke maatregelen nodig zijn om de effecten van een negatief scenario te mitigeren. Vanuit het gezichtspunt van de deelnemer achten wij het zinvol indien deze analyse geschiedt met een uniforme dataset – conform de Wet Pensioencommunicatie – omdat dit de onderlinge vergelijkbaarheid tussen pensioenaanbieders vergroot.

Met bovengenoemde informatie wordt primair antwoord gegeven op de vraag of de deelnemer nog 'op koers ligt' met betrekking tot zijn pensioendoel. In aanvulling daarop is het ook van belang dat de deelnemer de korte termijn effectiviteit van het beleggingsbeleid kan bepalen. Daartoe kunnen de beleggingsprestaties worden vergeleken met de relevante benchmarks. Voor de beleggingen in de rendementsportefeuille kunnen daarvoor algemeen geaccepteerde indices worden gebruikt, die vooraf met de deelnemers zijn overeengekomen. Met betrekking tot de matchingportefeuille geldt als benchmark het rendement van de verplichtingen; in geval van een 50% renteafdekking geldt als benchmark 50% van de 'liability return'. Met deze informatie houdt de deelnemer grip op zowel de uitvoering van het beleggingsbeleid, als ook op de effectiviteit van zijn DC pensioenregeling.

4.3 Aanbevelingen

Voor	Aanbeveling
Uitvoerders (PPI/ Pensioenfonds/ Verzekeraar)	Zorg voor heldere verantwoording van de resultaten, met een link naar de pensioenambitie en de vervangingsratio, en een link met de toepasselijke benchmarks. Zorg voor een default optie in het beleggingsbeleid die er voor zorgt dat de deelnemers met het kleinst mogelijke risico de pensioenambitie realiseren.
Sociale partners	Zorg voor een heldere communicatie met betrekking tot de keuze voor de uitvoerder, de life-cycle en de keuzemogelijkheden voor de deelnemer.
Wet- en regelgever	Faciliteer innovatie in communicatie door het beperken van directieve voorschriften.

5 HOE RICHT JE DE GOVERNANCE VAN EEN DC PENSIOENREGELING ZO GOED MOGELIJK IN?

5.1 Stand van zaken

De behoefte aan een goede governance stopt niet met het omzetten van de pensioenregeling naar een DC regeling of het selecteren van een aanbieder, maar neemt eerder toe, juist omdat dit een nieuw speelveld is voor werkgevers en deelnemers. Maar wat is dan belangrijk om te regelen?

Om deze vraag te beantwoorden beginnen we met een korte beschrijving van de governance in een pensioenfonds met een CDC- of middelloonregeling. Dit blijkt vaak namelijk het vertrekpunt: als we de regeling gaan aanpassen of overbrengen naar een DC regeling, dan komt de vraag op of deelnemers daar beter of slechter mee af zijn.

De governance van een pensioenfonds beschrijft de manier waarop het pensioenfonds is georganiseerd (qua structuur) en waarop de verantwoordelijkheden worden uitgevoerd (qua processen). Voor een commerciële onderneming is dit relatief eenvoudig; bij ondernemingen sturen aandeelhouders op een goed meetbaar doel, namelijk de winst. Dat vereenvoudigt de governance door aandeelhouders. Beslissingen zijn van te voren niet contracteerbaar, maar de effecten van die beslissingen zijn achteraf wel observeerbaar, en soms ook meetbaar (Bijlsma en de Bijl, 2015). Pensioen is echter een bijzondere vorm van verzekering, en een pensioenfonds krijgt echter in het toezichtsregime meer (risico)vrijheden dan een verzekeraar. In ruil daarvoor neemt het pensioenfonds meer risico's op haar balans die tussen en over generaties van deelnemers spelen, met de gedachte dat dit voor zowel de deelnemers als macro-economisch op termijn welvaartsverhogend is. Het bestuur heeft hierbij een zekere mate van discretionaire vrijheid van handelen. Enerzijds is het pensioencontract "incompleet", anderzijds vult het bestuur dit aan door belangenafwegingen die niet voorzienbaar waren zo goed mogelijk af te wegen, in het belang van alle deelnemers. Dit wordt meestal aangeduid met fiduciaire verantwoordelijkheid, of zorgplicht. De consequentie van discretionaire vrijheid is echter dat besturen zich daarmee op meerdere doelstellingen moeten richten van verschillende belanghebbenden of publieke belangen. Deze doelen zijn vaak vaag geformuleerd, in termen van moeilijk contracteerbare maatstaven als kwaliteit, pensioenresultaat, of duurzaamheidsdoelen. Dit bemoeilijkt het maken van prestatieafspraken. Ten tweede kunnen pensioenconsumenten in Nederland vaak niet 'met de voeten stemmen' om ondermaatse kwaliteit te af te straffen. Ten derde ontbreekt de markt voor corporate control die ervoor zorgt dat de 'straf' van een

overname slecht presterende instellingen disciplineert. Tot slot zijn de consequenties van verkeerde beslissingen minder voelbaar, vanwege zachte budgetbeperkingen in besluitvorming en toezichtskader. Moeilijke besluiten kunnen en mogen met het oog op de lange termijn uitgesteld worden (binnen grenzen). Pension fund governance heeft in de afgelopen jaren deze effecten proberen te mitigeren. Voorbeelden zijn:

- Het belanghebbendenorgaan heeft de bevoegdheid een oordeel te geven over het handelen van het bestuur, over het door het bestuur uitgevoerde beleid, evenals over beleidskeuzes voor de toekomst.
- De raad van toezicht heeft tot taak toezicht te houden op het beleid van het bestuur en op de algemene gang van zaken in het pensioenfonds en is ten minste belast met het toezicht op adequate risicobeheersing en evenwichtige belangenafweging.
- Inrichting van de countervailing power tussen bestuur en uitvoerder, door het aantrekken van experts in besturen, de eis tot meer transparantie en risk controls.
- Explicitering van beleid vooraf, publicatie van kosten, en inbedding van verantwoording is ingesteld om agency problemen, zoals initiëren van prestigieuze of kostenintensieve beleggings (strategieën) door het bestuur of de uitvoerder te voorkomen of te mitigeren.

De ontwikkelingen overziend zijn de governance eisen voor pensioenfondssterk verzaamd, maar niet onredelijk: bij gebrek aan een markt voor corporate control moeten de checks en balances immers intern georganiseerd worden; waar het belang of handelen namens de deelnemer steeds centraler is komen te staan. De governance van een DC pensioenregeling zou, om een vergelijkbare kwaliteit te kunnen bieden, de volgende elementen moeten hebben:

- Duidelijkheid over wie de zorgplicht op zich neemt.
- Helderheid van opdracht en missie.
- Explicitering van beleid vooraf, met betrekking tot kosten en de fondsenkeuze.
- Countervailing power van bestuur naar uitvoerder, met betrekking tot de inrichting en aansturing.

5.2 Aandachtspunten

5.2.1 *Wie neemt de zorgplicht op zich?*

Bij de organisatie van de uitvoering van de DC regeling is het van belang dat er sprake is van voldoende countervailing power. De reden hiervoor is dat de belangen van bijvoorbeeld een vermogensbeheerder of verzekeraar niet altijd gelijk zijn aan die van de deelnemer. Ook zal er voldoende aandacht voor moeten zijn of de geselecteerde vermogensbeheerder en het vermogensbeheerproduct alsook het gekozen beleggingsbeleid van een deelnemer leiden tot een goed afgewogen balans van risico's en rendementen van pensioen, aangezien rendementen en risico's niet constant zijn. Collectieve uitvoering van de DC regeling helpt om kosten per deelnemer te beperken, maar dit neemt niet weg dat het professionele bestuur van een PPI ervoor moet zorgen dat risico's, doelstellingen en implementatie continu goed worden gemonitord en afgewogen.

Vooraf bij de overgang van een pensioenregeling moet goed worden gekeken naar de governancestructuur; de interesse en betrokkenheid om de governance te veranderen als de structuur eenmaal staat kan al snel minder worden. Vooral hiermee kan voor de toekomst worden gewaarborgd dat er sprake is van een beheerste en integere bedrijfsvoering en dat de beleggingen voldoen aan eisen op het gebied van onder andere veiligheid, kwaliteit en diversificatie. Naast de eerder genoemde elementen in de vorige hoofdstukken, is het hier van belang de zorgplicht te regelen. Wie gaat namens de deelnemer elk jaar kijken of de werkgever de zorgplicht goed heeft ingevuld met de keuze voor de uitvoerder? Hierachter liggen concrete vragen zoals:

- Wie gaat er elk jaar kijken? Het instellen van een orgaan als de governancecommissie kan daar een belangrijke rol in spelen.
- De werkgever selecteert vaak de uitvoerder. Maar wat als de deelnemers hier ontevreden over zijn? In een pensioenfonds kan het bestuur namens de deelnemers een nieuwe uitvoerder aanwijzen. Hoe vindt dit hier plaats?
- Wat wordt de rol van de sociale partners? Welk deel van de “zorgplicht” over pensioen omdat het nog steeds als secundaire arbeidsvoorwaarde beschouwd wordt?

5.2.2 Helderheid over opdracht en uitvoering

Bij DB regeling hebben vrijwel alle belanghebbenden (met uitzondering van toekomstige deelnemers) een stem in de besluitvorming. Bij DC regelingen ligt dat anders; deze regelingen kunnen worden uitgevoerd door commerciële organisaties. Een commerciële organisatie heeft het oogmerk winst te maken. Aandeelhouders beleggen geld in een commerciële organisatie om winst te realiseren. Het beleid van deze pensioenuitvoerder heeft uiteindelijk een relatie met dit belang. Dit lijkt in strijd met de verschillende belangen die vertegenwoordigd moeten worden. Er is dus een potentieel governanceprobleem. Het bestuur van de pensioenuitvoerder kan geen extra uitkeringen doen aan het achterliggende moederbedrijf, maar draagt hier indirect wel aan bij door middel van de tarieven die zij hanteert, of de keuze voor huisfondsen die zij als onderdeel van de pensioenregelingen aanbiedt. Hier is een mogelijk conflicterend belang.

De werkgever betaalt een vaste bijdrage aan de uitvoerder, zonder enige verdere verplichting. Relevant in een DC regeling is dat de pensioenuitvoerder zijn werkzaamheden zo efficiënt mogelijk (lees: tegen zo laag mogelijke kosten) uitvoert, de service minimaal van de verwachte kwaliteit is (o.a. een prudent beleggingsbeleid) en de zorgplicht goed verankerd is. Onderscheidend is wel dat de taken de tucht van een competitieve markt ondervinden,²⁵ waar toezichthouder, de aandeelhouders, de klanten en pensioenconsultants een rol spelen.

5.2.3 Deelnemer

De governance eisen voor een DC regeling zijn dus niet meer of minder, wel anders. Graveland en Molenkamp (2013) stellen dat meer zeggenschap en invloed over de governancestructuur wenselijk zijn, wanneer het beleggingsrisico voor de deelnemer toeneemt. Een goede governance is van belang om de kwaliteit van pensioen voor deelnemers voor de toekomst te waarborgen. Tevens is het belangrijk dat voldoende zeggenschap voor met name deelnemers wordt gecreëerd, aangezien de regeling vaak meer op afstand komt te staan van de werkgever. Deze afstand ontstaat niet alleen doordat werkgevers de premiebijdrage willen fixeren en door het gebrek aan kundige bestuursleden binnen de organisatie, maar ook doordat werknemers sneller van baan wisselen of niet altijd voor een vaste arbeidsovereenkomst kiezen (zoals de ZZPer). Een voordeel van de DC regeling ten opzichte van een DB regeling is dat risico's en rendement explicieter worden verdeeld tussen individuen. Risico's explicieter

²⁵ DC regelingen kunnen ook worden ondergebracht bij bedrijfstakpensioenfondsen, waardoor de tucht van de markt wordt uitgesloten voor bedrijven in deze bedrijfstakken.

verdelen betekent echter niet automatisch dat risico's beter beheerst worden, ondanks dat het beter expliciteren van risico's en het aanstellen van specialisten kunnen bijdragen aan een betere pensioenregeling. Dit moet in de communicatie naar de deelnemers helder worden gemaakt.

5.2.4 *Countervailing power*

Een belangrijk onderdeel van de beoordeling van het beleggingsbeleid is de opzet en de wijze waarop het beleid wordt geïmplementeerd. Het is van belang inzicht te hebben hoe de belangen van de deelnemers zijn geborgd. Hoe vind de fondsselectie plaats? Hoe worden de fondsmanagers beoordeeld? Wat zijn de criteria om een fonds te vervangen? Hoe is het risicomanagement georganiseerd? Worden implementatiefouten gerapporteerd en vindt verrekening met de klanten plaats? Kortom veel vragen die soms in de aanbiedersselectie een ondergeschikte rol hebben. Het streven is om een goede balans in de (hoeveelheid) governance aan te brengen zodat governance effectief wordt.

Om een passende en structurele invulling te kunnen geven aan deze vragen, zouden werkgevers eigenlijk een governancecommissie moeten oprichten.²⁶ Deze governancecommissie houdt in de gaten of beleid wordt uitgevoerd zoals dat afgesproken wordt. Daarbij evalueert zij periodiek of het default beleid, en de daarbij behorende fondsen nog steeds de juiste zijn. Daarmee neemt de commissie de checks en balances over die in een pensioenfonds in een raad van toezicht of verantwoordingsorgaan geborgd zijn.

Als de zaken als communicatie en monitoring op een juiste manier worden opgepikt, leidt dat tot meer inzicht en beter begrip, meer kwaliteit, grotere waardering en het managen van de risico's voor zowel werkgever als werknemers. Bovendien kan ook aandacht worden besteed aan de komende wettelijke ontwikkelingen op het gebied van pensioen. Andere vragen die de governancecommissie kan oppakken zijn:

- Wat doe je met huisfondsen van de uitvoerder?
- Is het selectie- en monitoringbeleid nog steeds hetzelfde?
- Worden de kosten aangepast aan de jaarlijkse ontwikkeling in de sector?

Afsluitend kan gesteld worden dat goede governance niet hetzelfde is als veel governance, zoals we zien in het verband tussen governance en rendement. Geen of nauwelijks governance betekent een behoorlijk risico op ongelukken; dit leidt tot een

²⁶ <http://www.towerswatson.com/nl-NL/Insights/Newsletters/Europe/accident-op-finance/2014/Governance-bij-rechtstreeks-verzekerde-regelingen-en-DC-regelingen-is-vaak-niet-op-orde>

—

lager rendement. Als er heel veel aan governance gedaan wordt, lopen de kosten van governance steeds verder op, zonder dat de effectiviteit van de governance toeneemt. Belangrijk is wel van te voren uit te spreken wat van governance van DC regelingen verwacht wordt. Hierbij kunnen de governancestandaarden bij pensioenfondsen als leidraad dienen: explicitering beleid, countervailing power tussen opdrachtgever en uitvoerder, organiseren van interne checks en balances, handelen in belang van de deelnemer, en periodieke evaluatie, zijn daarbij sleutelwoorden.

5.3 Aanbevelingen


Voor	Aanbeveling
Sociale Partners	Beperk rol tot het onderhandelen over de hoogte van de pensioenpremie en de selectie (en evaluatie) van de pensioenuitvoerder, zonder directe betrokkenheid bij de uitvoering zelf. Zet een governance committee op om te voldoen aan minimale compliance eisen.
Uitvoerders (PPI/ Pensioenfonds/ Verzekeraar)	Zorg voor heldere incentive structuren.

6 LITERATUURLIJST

- Autoriteit Financiële Markten. 2007. “Visie open norm zorgplicht bij premieovereenkomsten”.
- Beshears, J., J.J. Choi, D. Laibson en B.C. Madrian. 2008. “Behavioral Economics Perspectives on Public Sector Pension Plans”. Working paper 16728
- Bovenberg, L. en T. Nijman, 2014. “Persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling”. NEA paper 56. Tilburg: Netspar.
- Bovenberg, L., R. Koijen, T. Nijman en C. Teulings. 2007. “Saving and investing over the life cycle and the role of collective funds”. Netspar Panel Paper no. 1. Tilburg: Netspar
- Bijlsma, M. en P. de Bijl, “Dilemma’s in governance van semipublieke instellingen”, Me Judice, 21 april 2015.
- Dietvorst, G. J. B. 2010. “Lijfrenten”. In A. H. H. Bollen-Vandenboorn (Ed.), Pensioen en de belangrijkste toekomstvoorzieningen. (pp. 247-280). (Fiscale Geschriften; No. 27). Den Haag: Sdu Uitgevers.
- EIOPA. 2013. “Good practices on information provision for DC schemes: Enabling occupational DC scheme members to plan for retirement”. EIOPA-BoS-13/010. 2013
- Frydman, R. en Goldberg, M.D. 2007. Imperfect Knowledge Economics: Exchange Rates and Risk. New Jersey: Princeton University Press.
- Graveland, W. en J. B. Molenkamp. 2013. “Governance bij Defined Contribution (DC) Belangrijker dan ooit”. Financial Investigator, Nummer 3, 2013, pp. 58-59.
- Greifeneder, R., Scheibehenne, B., & Kleber, N. 2010. “Less may be more when choosing is difficult: Choice complexity and too much choice”. Acta Psychologica, 133, 45-50.
- Holt, C.A., en S.K. Laury. 2002. “Risk aversion and incentive effects”. American Economic Review 92.5 pp. 1644-1655.
- Hulshoff, T. 2013. “Herijking van inzichten in Defined Contribution pensioen”. ING Investment Management, Mindscope. 2013
- Hulshoff, T. 2014. “Op weg naar maatwerk in pensioenplanning”. ING Investment Management, Mindscope, 2014
- Kahneman, D. en A. Tversky. 1979. “Prospect Theory: An analysis of Decision under Risk”. Econometrica Vol 47, No 2 pp 263-292. 1979
- Loonen, T. en van Raaij, W. F. 2008. “Risicoprofielen onderling weinig consistent”. Economisch Statistische Berichten. 93, 4545, p. 614-617 4

- Mensink, P. 2005. Essays on Uncertainty and Decision-Making in Environmental Economics. Beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=736843>
- Munnell, A. H en A. Sunden. 2005. “Coming Up Short, The Challenge of 401(k) Plans”. Washington: Brookings Institution Press.
- Poiesz, O. en L. Swinkels. 2010. “De ene DC regeling is de andere niet. Verschillen en overeenkomsten tussen beschikbare premieregelingen in de Verenigde Staten en Nederland”, European pension academy.
- Prast, H. en A. Van Soest. 2014 “Pensioenbewustzijn”. Netspar Panel Paper 37. Tilburg: Netspar.
- Siegelaer, G. 2012. Derde generatie DC: realiseer je eigen pensioenplanning. Pensioenmagazine. Juni/juli 2012, pp. 22-25
- Steenkamp, T. 2015. “Individueel Defined Contribution in de uitkeringsfase”, Netspar, nog te publiceren.
- Steenkamp, T. en J. Lommen. 2015. “Op weg naar een nieuwe beschikbare premieregeling”, Robeco White paper.
- Sexauer, S.C., M.W. Peskin en D. Cassidy. 2012. “Making Retirement Income Last a Lifetime”. Financial Analysts Journal, Jan/Feb 2012, pp 79-89
- Sunstein, C.R. en R.H. Thaler, 2003. “Libertarian Paternalism is Not an Oxymoron”, The University of Chicago Law Review. Volume 70, Fall 2003, Number 4, pp. 1159-1202.
- Thaler, R.H. en C.R. Sunstein. 2008. Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness. Penguin.
- Towers Watson. 2012. Pensioenbegrippen. http://www.towerswatson.com/~media/Pdf/tools/technology-and-software/pensioenbegrippen_2012.pdf
- Towers Watson. 2014. Risicobereidheid en pensioen. <http://www.towerswatson.com/nl-NL/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2014/06/Onderzoek-naar-risicobereidheid-onder-Nederlandse-werkenden-en-gepensioneerden>
- Willis, L.E. 2011. “The Financial Education Fallacy”. American Economic Review. Papers and proceedings 2011, 101(3), pp 429-434

vormgeving en realisatie:

 az grafisch serviceburo bv, Den Haag. www.az-gsb.nl



EFFAS THE EUROPEAN FEDERATION
OF FINANCIAL ANALYSTS SOCIETIES

vbabeleggingsprofessionals

Gustav Mahlerplein 109-111
1082 MS Amsterdam
telefoon: 020 - 618 2812
e-mail: secretariaat@nvba.nl
www.vbabeleggingsprofessionals.nl