

Ingegane pensioenuitkeringen

Maart 2016

Inhoud

1	Introductie en achtergrond.....	3
2	Onderzoeksopzet en uitgangspunten.....	4
2.1	Startsituatie	4
2.2	Afkoopwaarde huidig contract	4
2.3	Beschrijving varianten	4
2.4	Uitgangspunten analyses.....	5
2.5	Maatstaven	7
3	Resultaten.....	8
3.1	Huidige vaste levenslange uitkering	8
3.2	Aankopen nieuwe variabele levenslange uitkering.....	8
3.2.1	Alternatieve beleggingsmixen	11
3.2.2	Alternatief rendement zakelijke waarden	14
4	Samenvatting en conclusies.....	16
5	Bijlage	19
5.1	Swaprente plus opslag voor berekening vaste uitkering	19
5.2	Projectierente per december 2015	19

1 Introductie en achtergrond

Tot op heden kunnen deelnemers binnen een beschikbare premiereregeling op pensioendatum alleen een vaste levenslange annuïteit inkopen. De hoogte van de uitkering die ingekocht kan worden is sterk afhankelijk van de waarde van de beleggingsportefeuille en de rente op het moment van inkoop.

Voor de lage marktrente heeft er de afgelopen jaren voor gezorgd dat er steeds minder pensioen kon worden ingekocht. Het tweede knelpunt is het feit dat de inkoop van pensioen op één moment gebeurt waardoor er na pensioendatum niet meer kan worden belegd. Dit leidt tot verlies van rendementspotentieel. Het Wetsvoorstel verbeterde premiereregeling bevat mogelijkheden ter verbetering van de beschikbare premiereregelingen en geeft deelnemers (bij pensioeningang) de keuze tussen een vaste, levenslange uitkering of een variabele, levenslange uitkering.

Het eerste knelpunt, de lage rente, heeft ervoor gezorgd dat deelnemers die vanaf 2014 met pensioen zijn gegaan een relatief lage uitkering hebben kunnen inkopen. In het Wetsvoorstel verbeterde premiereregeling worden mogelijkheden benoemd om door te beleggen na pensioenleeftijd en jaarlijks een pensioenuitkering te bepalen in plaats van op één moment. De risico's als gevolg van het doorbeleggen na pensioendatum kunnen individueel of collectief worden gedragen.

Het streven is om de nieuwe wetgeving per 1 juli 2016 in te laten gaan. Deelnemers die vanaf dat moment met pensioen gaan, kunnen gebruik maken van de nieuwe wetgeving. Er rijst nu echter de vraag of ook deelnemers die tussen beide pensioenknipregimes (1 januari 2014 tot 8 juli 2015) een pensioen hebben ingekocht, baat zouden kunnen hebben bij afkoop van hun huidige overeenkomst en omzetting van het kapitaal in een variabele pensioenuitkering. Of dit voordelig is hangt onder andere af van de kosten die een verzekeraar rekent om de huidige overeenkomst af te kopen, de hoeveelheid kapitaal dat de deelnemer mee krijgt, de voorwaarden die de verzekeraar stelt aan een contract voor een variabele pensioenuitkering en het beleggingsrendement dat naar verwachting wordt behaald.

Het doel van deze analyses is om inzicht te bieden of en zo ja, onder welke omstandigheden en met welke kans het openbreken van het huidige contract en het aangaan van een nieuw contract voor een variabele levenslange pensioenuitkering voordeel kan opleveren voor de klant. De hoofdvraag die we hierbij benoemen: Welk rendement moet worden behaald om het een financieel voordeel te laten opleveren om een nieuw contract met variabele pensioenuitkering aan te gaan?

Overigens komen mogelijke positieve effecten van een langere beleggingshorizon in de opbouwfase niet tot uitdrukking in de analyses in dit rapport omdat de pensioendatum al is bereikt.

2 Onderzoeksoptzet en uitgangspunten

2.1 Startsituatie

In de analyses richten we ons op deelnemers die in de periode tussen beide pensioenknipregimes (1 januari 2014 tot 8 juli 2015) een direct ingaand pensioen hebben aangekocht. Voor de berekeningen wordt uitgegaan van een deelnemer die in juli 2014 de pensioenleeftijd van 65 jaar heeft bereikt en op dat moment van zijn opgebouwde kapitaal een vaste pensioenuitkering heeft ingekocht.

2.2 Afkoopwaarde huidig contract

Voor de beoordeling of en onder welke omstandigheden het omzetten van het huidige contract in een variabele uitkering gunstig is, is de veronderstelling tegen welke waarde de afkoop van het huidige contract plaatsvindt zeer bepalend.

Het oversluiten van het huidige contract zal voor de verzekerden alleen aantrekkelijk gemaakt kunnen worden wanneer de bestaande contracten afgekocht worden tegen de huidige marktwaarde. Ten behoeve van deze analyse is daarom verondersteld dat de afkoop op basis van marktwaarde plaatsvindt¹.

2.3 Beschrijving varianten

In deze analyses worden de volgende varianten bekeken: doorgaan met de huidige vaste levenslange uitkering (nulvariant) en afkoop van deze uitkering en aankoop van een nieuwe variabele uitkering (alternatief).

Nulvariant – Huidige vaste levenslange uitkering

In de huidige situatie heeft de deelnemer reeds in juli 2014 een vaste levenslange uitkering aangekocht.

Alternatief – Aankopen nieuwe variabele levenslange uitkering

Als alternatief wordt verondersteld dat bij het ingaan van de Wet verbeterde premieregeling (1 juli 2016) het huidige contract wordt afgekocht. Er wordt bepaald hoeveel het kapitaal bedraagt dat meegenomen kan worden op basis van marktwaarde. De eventuele wijziging van de sterftetafels bij de afkoop wordt niet meegegeven. De toename van de reserve die hierdoor heeft plaatsgevonden, moet de verzekeraar namelijk zelf instorten.

Bij de bepaling van het kapitaal wordt rekening gehouden met de kosten die een verzekeraar rekent om het contract af te kopen, inclusief de kosten verbonden aan het afbreken van lopende beleggingen.

Met het afgekochte kapitaal wordt een contract aangegaan voor een variabele levenslange pensioenuitkering. Het afgekochte kapitaal wordt in deze variant individueel doorbelegd. Jaarlijks wordt op basis van een projectierente berekend welk pensioen er uitgekeerd kan worden uit het beschikbare vermogen. Het vermogen wordt gedurende de hele uitkeringsperiode doorbelegd in de individuele life cycle.

¹ Op dit moment is het niet mogelijk ingegane annuïteiten af te kopen. Voor andere verzekeringsproducten is het gebruikelijk dat de afkoop plaatsvindt op boekwaarde in plaats van marktwaarde. In situaties van een gedaalde marktrente, zoals in deze analyses het geval is, vindt de afkoop dan plaats tegen de afgesproken hogere tariefsrente. Dan zal een hoog verwacht rendement moeten worden behaald om dit verschil goed te maken. De werkgroep heeft daarom besloten om voor deze analyses uit te gaan van afkoop op basis van marktwaarde.

De projectierente is afhankelijk van de beleggingsmix en de rente en wordt als volgt gedefinieerd:
 $xx\% * \text{rendement zakelijke waarden} + (1-xx\%) * \text{UFR rente voor pensioenfondsen}$

Hierbij is het rendement op zakelijke waarden gelijk gekozen aan het verwachte meetkundig rendement op zakelijke waarden na kosten 5.85% in de basis (zie verder bij 2.4). Het rendement op vastrentende waarden wordt per jaar per scenario bepaald op basis van de UFR rente conform de methodiek voor pensioenfondsen.

Uitgangspunt bij de analyses was het Wetsvoorstel variabele pensioenuitkering. Tijdens de afrondende fase van het onderzoek is het Wetsvoorstel variabele pensioenuitkering geïntegreerd in het initiatiefvoorstel van het Kamerlid Lodders, nu Wetsvoorstel verbeterde premieregeling geheten. Hierdoor wordt (in de individuele variant) bij de projectierente geen opslag mogelijk voor verwacht rendement op zakelijke waarden. Wel wordt een periodieke, vaste daling mogelijk. Inkoop tegen een rentetermijnstructuur met vaste daling is echter vergelijkbaar met inkoop tegen een projectierente. Met een vaste daling is hetzelfde te bereiken als met een projectierente met een opslag voor verwacht rendement. Om die reden zijn er geen nieuwe berekeningen gemaakt.

2.4 Uitgangspunten analyses

De volgende aannames zijn gemaakt ten behoeve van de analyses².

Uitkeringsperiode

In de analyses bekijken we een deelnemer die in juli 2014 een kapitaal van €80.000 had opgebouwd en hiervan reeds twee jaar pensioen heeft ontvangen. Daarnaast wordt verondersteld dat vanaf het moment dat het nieuwe contract in 2016 wordt afgesloten, deze deelnemer nog 20 jaar leeft en een uitkering ontvangt.

Inkoop van pensioen

- AG 2014-2064 sterftetafel
- Inkoop ouderdomspensioen met 70% partnerpensioen
- Afslag voor kosten (á 2%)
- Swaprente + opslag (á 0.5%³)

De risicopremie voor macro langlevensrisico wordt in de berekening buiten beschouwing gelaten.

Kosten afkoop en aankoop nieuw product

We veronderstellen dat er geen fiscale beperkingen zijn bij de afkoop van de huidige annuïteit. Daarnaast wordt aangenomen dat bij de afkoop van het huidige contract met dezelfde sterftetafel wordt gerekend als bij de aankoop van dat contract.

Voor de afkoop van de bestaande vaste uitkeringen en de aankoop van een nieuw pensioenproduct wordt rekening gehouden met in totaal €350 aan kosten. Het gaat hier om een fictief bedrag waar een verzekeraar in de praktijk boven of onder kan zitten.

Voor de analyse is aangenomen dat de kosten voor het verkopen van de huidige beleggingen 0.25% van de waarde van de beleggingen bedragen.

² Deze aannames zijn afgestemd met de werkgroep van het Verbond van Verzekeraars.

³ Voor de inkoop van een levenslange annuïteit wordt bij verzekeraars uitgegaan van economische waardering, oftewel de kredietwaardigheid van de verzekeraar wordt meegenomen. In deze analyses is uitgegaan van waardering op basis van swaprente plus een opslag van 0.5%.

Bij de berekeningen is geen rekening gehouden met mogelijke advieskosten die een deelnemer moet betalen.

Contract met variabele pensioenuitkering

Jaarlijks wordt bepaald welk pensioen uitgekeerd kan worden uit het beschikbare vermogen. Het beschikbare vermogen is afhankelijk van het beleggingsbeleid dat gevoerd wordt.

Beleggingsbeleid

De voorbeeldberekeningen worden uitgevoerd voor verschillende beleggingsvarianten:

- Vaste mix met 10% zakelijke waarden / 90% vastrentende waarden
- Vaste mix met 30% zakelijke waarden / 70% vastrentende waarden
- Lineaire afbouw van risico: van 30% zakelijke waarden naar 0% zakelijke waarden in 20 jaar

Verondersteld wordt dat de looptijd van de vastrentende waarden (in deze analyse staatsobligaties) volledig gematcht wordt naar de uitkeringsstroom van de verplichtingen.

Spreiding van beleggingsschokken

Binnen de voorgenomen wetgeving bestaat de mogelijkheid om financiële schokken te spreiden. In de analyses wordt echter geen spreiding verondersteld.

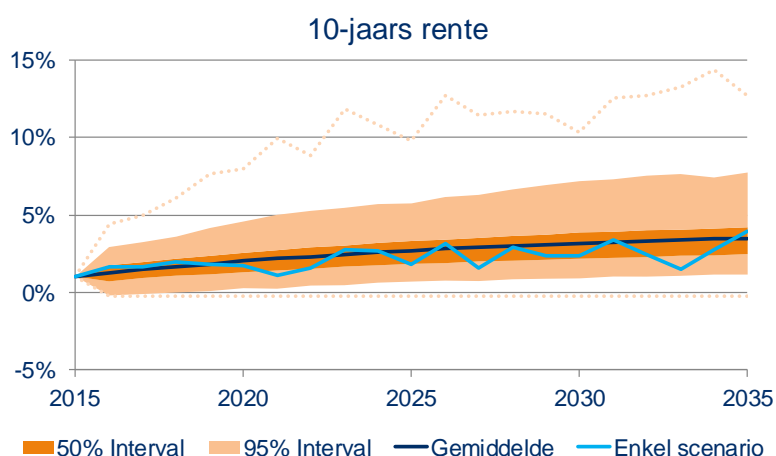
Macro langlevenrisico

In deze analyses wordt een vergelijking gemaakt tussen beide contracten. Omdat in beide contracten het macro langlevenrisico op dezelfde manier wordt gedeeld/verzekerd, wordt dit in de analyses buiten beschouwing gelaten.

Economische uitgangspunten

De analyses worden uitgevoerd met de basis scenarioset van Ortec Finance per 31 december 2015. Deze set bevat 2.000 economische scenario's.

In de set wordt uitgegaan van een gemiddeld stijgende rente. De 10-jaars rente stijgt van 1.0% naar gemiddeld 3.5% in 20 jaar. Het onderstaande figuur laat de ontwikkeling van de rente zien.



Figuur 1: Ontwikkeling 10-jaars rente

Hieronder een samenvattende tabel met uitgangspunten. De rendementen in deze tabel zijn exclusief kosten. Voor zakelijke waarden worden jaarlijkse beleggingskosten van 0.25% verondersteld, voor vastrentende waarden worden geen kosten verondersteld.

Ortec Finance basiseconomie Ultimo Dec15 - equilibrium Economische uitgangspunten	Rekenkundig gemiddelde (%)			Meetkundig gemiddelde (%) jaar 1-15	Standaard deviatie (%) year 1-15
	jaar 1-5	jaar 6-10	jaar 11-15		
Prijsinflatie NL	1.5%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9%
Swaprente EU (10jr)	1.6%	2.5%	3.0%		0.9%*
Staatsrente EU (10jr)	1.4%	2.3%	2.9%		
Staatsobligaties EU (dur. 5)	0.2%	1.4%	2.3%	1.2%	5.2%
MSCI EU	7.9%	7.8%	8.1%	6.1%	19.1%

*Standaarddeviatie van de verandering van de rente

Tabel 1: Economische uitgangspunten per 31 december 2015

2.5 Maatstaven

De verschillende varianten worden met elkaar vergeleken door te kijken naar het verloop van de uitkeringen wanneer het huidige contract wordt gehandhaafd en wanneer dit wordt beëindigd en een nieuw contract met variabele pensioenuitkeringen wordt aangegaan.

Voor alle contracten worden de volgende maatstaven getoond:

- Eerste uitkering (op leeftijd 67)
- Mediaan van de gemiddelde uitkering over de hele uitkeringsperiode

Voor de nieuwe contracten met variabele pensioenuitkeringen worden ook de volgende maatstaven met betrekking tot het risico in het uitkeringsniveau getoond:

- De gemiddelde uitkering over de hele uitkeringsperiode in de 5% slechtste scenario's
- De gemiddelde uitkering over de hele uitkeringsperiode in de 5% beste scenario's
- Kans dat de uitkering lager is dan de uitkering in het huidige contract (nulvariant)
- Gemiddelde stijging van het pensioen
- Kans op daling van het pensioen
- Gemiddelde daling i.g.v. een daling van het pensioen
- Mate van volatiliteit van de jaarlijkse pensioenuitkering

3 Resultaten

3.1 Huidige vaste levenslange uitkering

In de huidige situatie heeft de deelnemer reeds in juli 2014 een vaste levenslange uitkering aangekocht. Van het kapitaal van €80.000 kon hij in 2014 (gegeven de toen geldende marktrente van 1.89% en een veronderstelde opslag van 0.5%) een vaste uitkering van zo'n €4.040 per jaar inkopen. Deze uitkering is vast en zal levenslang worden uitgekeerd.

3.2 Aankopen nieuwe variabele levenslange uitkering

Als alternatief bekijken we de situatie waarin de deelnemer in juli 2016, op 67-jarige leeftijd, zijn huidige vaste levenslange uitkering afkoopt, om een nieuwe variabele levenslange uitkering aan te kopen.

De deelnemer heeft reeds twee jaar een uitkering van €4.040 per jaar ontvangen. De resterende levenslange uitkeringen hebben nog een marktwaarde (tegen de rente van december 2015 plus opslag van 0.5%) van €80.926⁴.

Bij het openbreken van het huidige contract, betaalt de deelnemer bij afkoop van het huidige contract administratiekosten en kosten voor afkoop van de lopende beleggingen (0.25%). Daarnaast moet een nieuw contract worden afgesloten. De afkoop- en aankoopkosten samen bedragen €350 (zie ook paragraaf 2.3), zodat de deelnemer, na aftrek van de kosten voor afkoop van de lopende beleggingen, van een resterend kapitaal van €80.374 een nieuw pensioen kan inkopen.

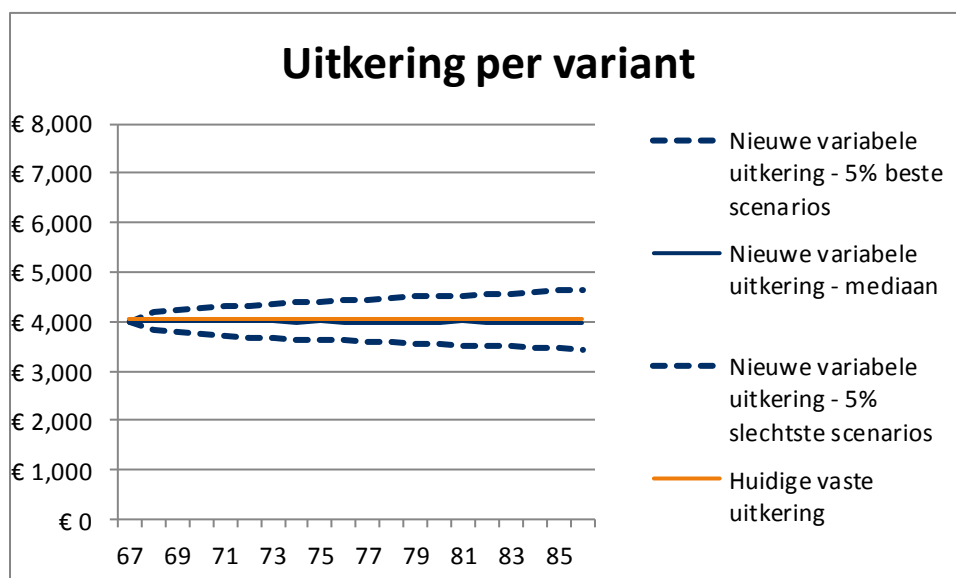
Afkoop van het huidige contract heeft alleen toegevoegde waarde indien in het nieuwe contract extra rendement kan worden gegenereerd om minimaal de kosten voor de afkoop van het huidige contract en aankoop van het nieuwe contract te financieren. Met de aankoop van een variabele levenslange uitkering is dit in beginsel mogelijk. De vraag is dan nog hoeveel rendement behaald moet worden om tot een hogere uitkering te komen dan in het huidige contract.

Bij overstap naar een variabele levenslange uitkering heeft de deelnemer een kapitaal van €80.374 beschikbaar om een nieuwe uitkering in te kopen. De deelnemer zal dit kapitaal blijven beleggen. In eerste instantie veronderstellen we een beleggingsmix met 90% vastrentende en 10% zakelijke waarden. Met deze beleggingsmix geldt een tariefsrente (projectierente) van 1.82%⁵ en kan initieel een uitkering van €3.999 worden gedaan.

In het variabele contract is de ontwikkeling van het kapitaal afhankelijk van de beleggingsrendementen. Er wordt jaarlijks bekeken welk bedrag uitgekeerd kan worden uit het op dat moment aanwezige kapitaal. Figuur 3 laat de ontwikkeling en de spreiding van de uitkeringen zien in dit contract en de vaste uitkering in het huidige contract.

⁴ Dit bedrag is bepaald als de waarde van een levenslange uitkering van € 4.040, voor een 67-jarige man, tegen een tariefsrente van 1.85%.

⁵ Deze projectierente wordt, zoals in 2.2 beschreven, bepaald op basis van een naar de beleggingsmix gewogen gemiddelde van de UFR curve en een vast rendement van 5.85%.



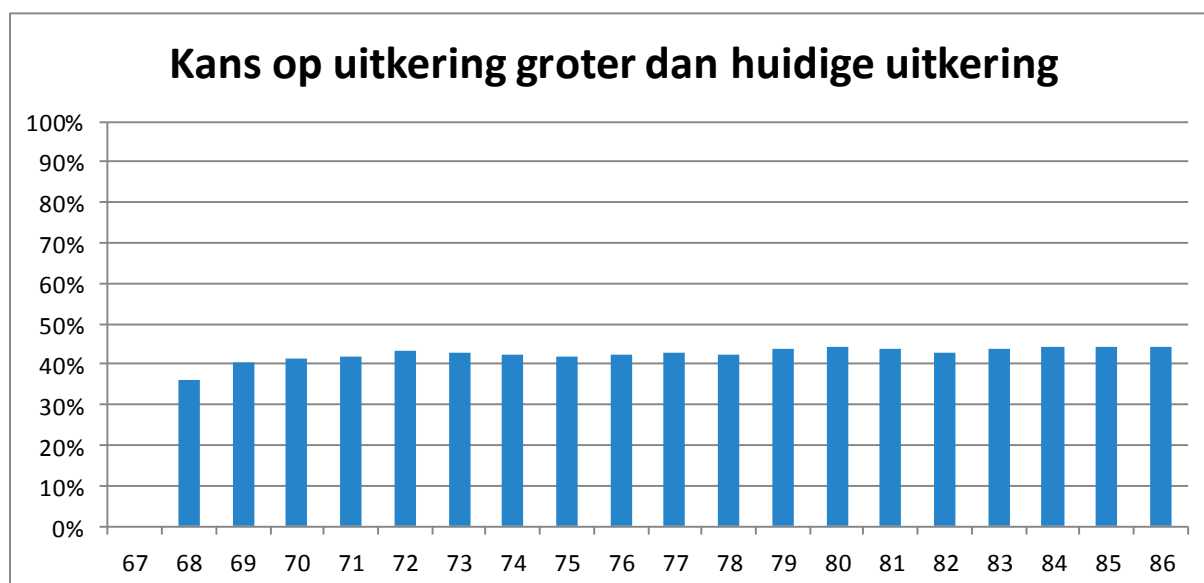
Figuur 2: Uitkering per jaar bij nieuw contract met variabele levenslange uitkering en huidige contract

In figuur 2 is zichtbaar dat de mediaan van de uitkering in het variabele contract vrijwel gelijk blijft gedurende de gehele uitkeringsperiode. Dit wordt veroorzaakt doordat het behaalde rendement van de beleggingsmix gemiddeld gelijk is aan het rendement dat ingerekend is in de projectierente.

We zien ook dat wanneer het beleggingsrendement voldoende hoog is, er een kans ontstaat dat de uitkering hoger wordt dan in het huidige contract. Maar het beleggen kan ook negatief uitpakken, in de 5% slechtste scenario's is de uitkering op termijn bijna 15% lager dan in het huidige contract.

Figuur 3 geeft de jaarlijkse kans dat de uitkering in het variabele contract, met een beleggingsmix van 90% vastrentende en 10% zakelijke waarden, hoger is dan de huidige vaste uitkering van €4.040.

Over de hele uitkeringsperiode gemeten is deze kans gemiddeld 41%.



Figuur 3: Kans per jaar dat variabele uitkering hoger is dan huidige vaste uitkering

De samenvatting van de resultaten is weergegeven in tabel 2. De tabel geeft ook informatie over de jaarlijkse verandering van de uitkering in het variabele contract. In ongeveer de helft van de scenario's daalt de uitkering ten opzichte van de uitkering het jaar ervoor. Gemiddeld gaat het dan om een daling van de uitkering met 1.9%.

Contract	Huidig contract	Nieuw contract variabele uitkering
Eerste pensioenuitkering (op leeftijd 67)	€ 4,040	€ 3,999
Gem uitkering over hele periode - mediaan	€ 4,040	€ 3,999
Gem uitkering over hele periode - 5% slechtste scenario's	€ 4,040	€ 3,678
Gem uitkering over hele periode - 5% beste scenario's	€ 4,040	€ 4,360
Kans op uitkering > huidige uitkering (4040)		41%
	Gedurende uitkeringsperiode	
Gemiddelde stijging van het pensioen	0%	0.0%
Kans op daling van het pensioen	0%	49%
Gemiddelde omvang daling igv daling		1.9%
Volatiliteit pensioenuitkering		2.4%

Tabel 2: Overzicht resultaten verschillende contracten

De tabel laat zien dat het afkopen van het huidige contract en vervolgens afsluiten van een nieuw contract met een variabele uitkering bij deze beleggingsmix van 10% zakelijke waarden gemiddeld geen goed alternatief is. Immers de mediaan van de gemiddelde uitkering over de hele horizon in het variabele contract komt € 41 (=1%) lager te liggen dan de huidige vaste uitkering van €4.040 met daarnaast het risico op een nog lager pensioen.

Dit wordt veroorzaakt doordat:

- Het afkopen van het huidige contract en aankopen van een nieuw contract kosten met zich meebrengt => dit zorgt voor een 0.6% lagere uitkering
- De verzekeraar bij de bepaling van de vaste uitkering een opslag op de swaprente hanteert van 0.5%. Deze opslag is iets hoger dan de opslag voor zakelijke waarden in de projectierente die wordt aangenomen bij een beleggingsmix met 10% zakelijke waarden op basis van het te verwachten rendement. Bij de verzekeraar wordt hiervoor een zekere uitkering ingekocht, terwijl bij het individueel doorbeleggen hier ook nog risico's tegenover staan. => dit zorgt voor een 0.4% lagere uitkering

3.2.1 Alternatieve beleggingsmixen

In de vorige paragraaf veronderstelden we een beleggingsmix van 90% vastrentende en slechts 10% zakelijke waarden. Hierbij zagen we dat hiermee naar verwachting onvoldoende rendement wordt behaald om tot een gunstigere uitkering te komen dan in het huidige contract. Over de uitkeringsperiode van 20 jaar gemeten is in 41% van de gevallen de uitkering hoger dan de huidige uitkering.

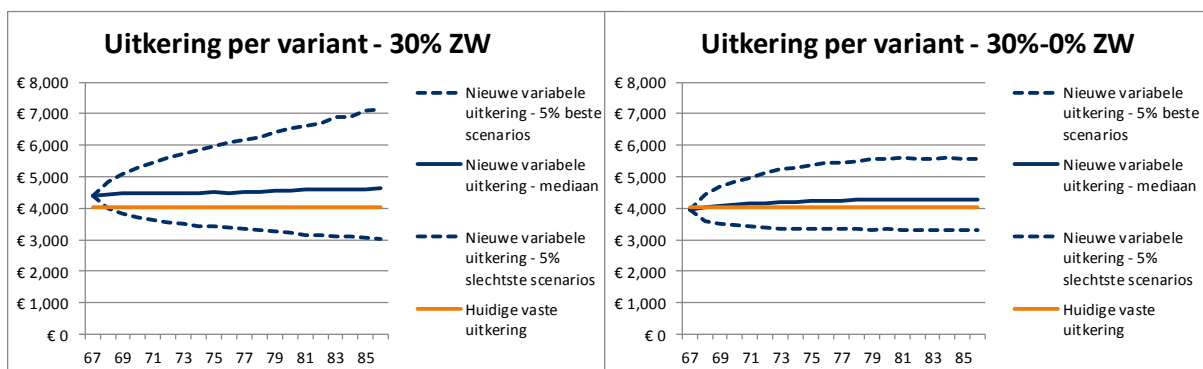
In deze paragraaf bekijken we daarom twee alternatieve beleggingsmixen:

1. 30% zakelijke waarden
2. Lineaire afbouw van 30% zakelijke waarden naar 0% zakelijke waarden

Omdat een andere beleggingsmix wordt gebruikt is de projectierente en daarmee de eerste uitkering anders. Bij 30% zakelijke waarden is de tariefsrente 2.7%, waarmee initieel een uitkering van €4.414 kan worden ingekocht. Dit is 9% hoger dan de huidige uitkering.

Voor de afbouwende mix van 30% naar 0% zakelijke waarden geldt een tariefsrente van 1.73%. Dit betekent een eerste uitkering van €3.958. Dit is 1% lager dan de huidige uitkering.

Figuur 4 geeft de ontwikkeling van de uitkeringen in de mediaan en in de 5% beste en 5% slechtste scenario's weer. Links bij het contract voor een nieuwe variabele uitkering met 30% zakelijke waarden en rechts bij het contract met lineaire afbouw van het beleggingsrisico.

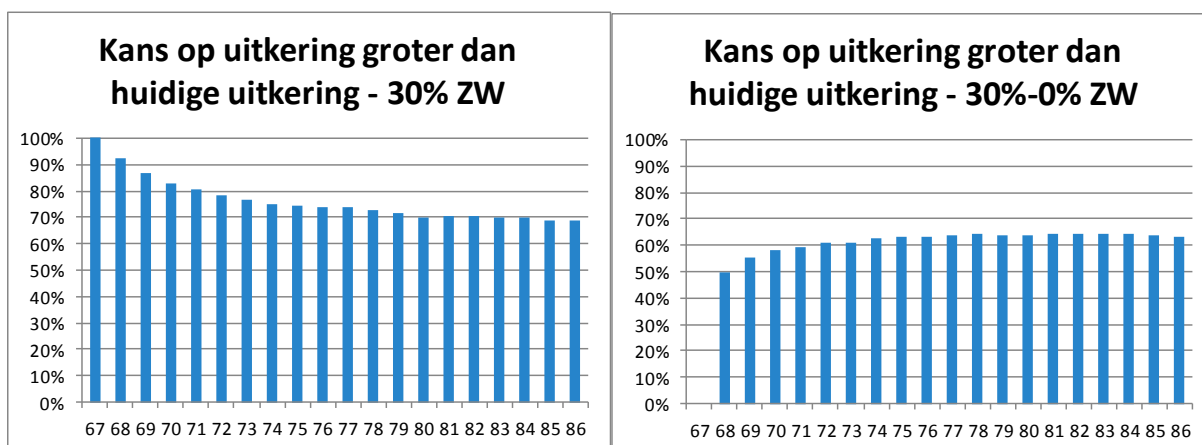


Figuur 4: Uitkering voor de vaste uitkering contracten en bij een variabele uitkering met 30% zakelijke waarden of een afbouw van 30% naar 0% zakelijke waarden

In de variant met 30% zakelijke waarden is de eerste uitkering al hoger dan in het huidige contract. In vergelijking met het contract met 10% zakelijke waarden is de volatiliteit van de uitkering groter, in de 5% slechtste scenario's is de uitkering aan het einde van de uitkeringsperiode meer dan €1.000 lager dan de huidige uitkering.

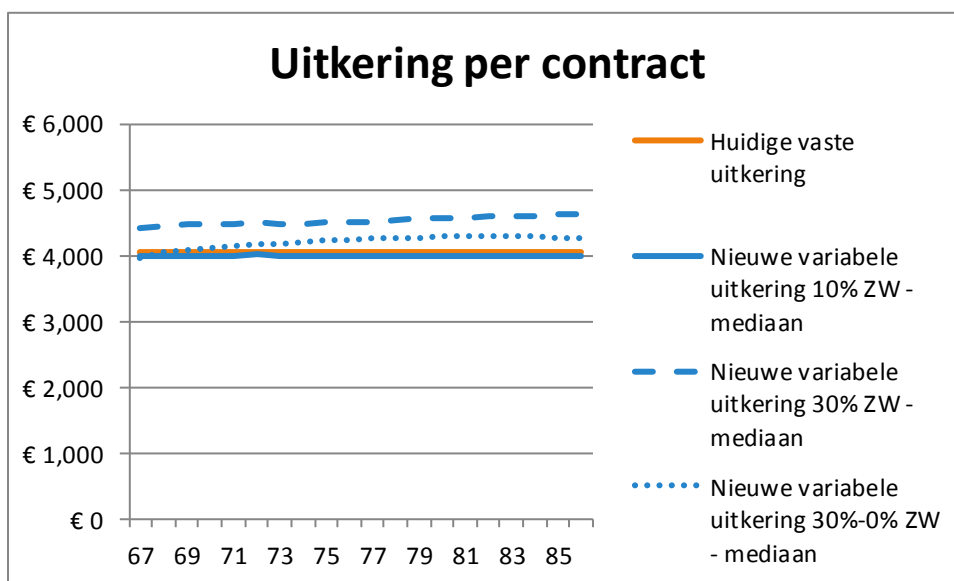
In de variant met een lineaire afbouw van het zakelijke waarden risico is de eerste uitkering €82 (=2%) lager dan de huidige uitkering. Hier zien we wel dat de mediaan van de uitkering nog iets stijgt door de verandering van de mix door de tijd. Het risico, de volatiliteit van de uitkering, is lager dan in de variant met 30% zakelijke waarden.

Figuur 5 geeft per jaar de kans dat de uitkering groter is dan de huidige uitkering. Voor de mix met 30% zakelijke waarden is dit over de hele uitkeringsperiode gemiddeld 76%. Voor de mix met een lineaire afbouw van het risico is dit gemiddeld 59%.



Figuur 5: Kans per jaar dat variabele uitkering hoger is dan huidige vaste uitkering

In figuur 6 is het overzicht van alle contracten gegeven. Voor de contracten met een variabele uitkering is de mediaan van de uitkeringen weergegeven. Hierin is te zien dat met een beleggingsmix met 30% zakelijke waarden of bij een lineaire afbouw vanaf het derde jaar de uitkering in de mediaan hoger is dan in het huidige contract.



Figuur 6: Uitkering per contract

De samenvatting van de resultaten is weergegeven in tabel 3. Met een meer risicovolle beleggingsmix, 30% zakelijke waarden, kan initieel een €373 (=9%) hogere uitkering worden ingekocht dan in het huidige contract. In de mediaan is de gemiddelde uitkering over de hele horizon hoger dan de uitkering in het huidige contract. Dit gaat echter wel gepaard met een hogere volatiliteit van de uitkering, waardoor de gemiddelde uitkering over de periode in de 5% beste scenario's ongeveer €1.850 (=46%) hoger of € 460 (=11%) lager kan uitkomen ten opzichte van de uitkering in het huidige contract. In 76% van de situaties is de uitkering hoger dan de uitkering in het huidige contract.

Contract	Huidig contract	Nieuw contract variabele uitkering		
		10% ZW	30% ZW	30%-0% ZW
Beleggingsvariant				
Eerste pensioenuitkering (op leeftijd 67)	€ 4,040	€ 3,999	€ 4,414	€ 3,958
Gem uitkering over hele periode - mediaan	€ 4,040	€ 3,999	€ 4,540	€ 4,201
Gem uitkering over hele periode - 5% slechtste scenario's	€ 4,040	€ 3,678	€ 3,579	€ 3,467
Gem uitkering over hele periode - 5% beste scenario's	€ 4,040	€ 4,360	€ 5,891	€ 5,181
Kans op uitkering > huidige uitkering (4040)		41%	76%	59%
Gedurende uitkeringsperiode				
Gemiddelde stijging van het pensioen	0%	0.0%	0.4%	0.5%
Kans op daling van het pensioen	0%	49%	44%	45%
Gemiddelde omvang daling igv daling		1.9%	4.7%	2.5%
Volatiliteit pensioenuitkering		2.4%	5.7%	3.4%

Tabel 3: Samenvatting resultaten van verschillende beleggingsmixen

We zien dat een beleggingsmix met 10% zakelijke waarden bij een gemiddeld meetkundig rendement van 5.85% na kosten naar verwachting net te weinig rendement oplevert. De mediaan van de gemiddelde uitkering over de hele uitkeringsperiode is lager dan in het huidige contract, deze beleggingsvariant levert daarom geen voordeel op. Bij een beleggingsmix met 30% zakelijke waarden is deze mediaan van de gemiddelde uitkering wel hoger dan in het huidige contract maar is het risico (gemiddelde omvang van daling in geval van daling en de volatiliteit van de pensioenuitkering) ook beduidend hoger. In tabel 4 zijn daarom ook de resultaten weergegeven van de tussenvarianten met 15% en 20% zakelijke waarden.

Contract	Huidig contract	Nieuw contract variabele uitkering			
		10% ZW	15% ZW	20% ZW	30% ZW
Beleggingsvariant					
Eerste pensioenuitkering (op leeftijd 67)	€ 4,040	€ 3,999	€ 4,101	€ 4,204	€ 4,414
Gem uitkering over hele periode - mediaan	€ 4,040	€ 3,999	€ 4,133	€ 4,268	€ 4,540
Gem uitkering over hele periode - 5% slechtste scenario's	€ 4,040	€ 3,678	€ 3,656	€ 3,636	€ 3,579
Gem uitkering over hele periode - 5% beste scenario's	€ 4,040	€ 4,360	€ 4,704	€ 5,073	€ 5,891
Kans op uitkering > huidige uitkering (4040)		41%	62%	70%	76%
Gedurende uitkeringsperiode					
Gemiddelde stijging van het pensioen	0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
Kans op daling van het pensioen	0%	49%	47%	45%	44%
Gemiddelde omvang daling igv daling		1.9%	2.5%	3.2%	4.7%
Volatiliteit pensioenuitkering		2.4%	3.1%	3.9%	5.7%

Tabel 4: Resultaten bij 10%, 15%, 20% en 30% zakelijke waarden

De beleggingsmix waarbij de mediaan van de gemiddelde uitkering over de uitkeringsperiode vergelijkbaar is met het huidige contract, zal bij de veronderstelde economische uitgangspunten tussen 10% en 15% zakelijke waarden liggen (ongeveer 12%). De allocatie met 10% zakelijke waarden heeft een gemiddeld meetkundig rendement van 2.1%. Dit is 0.4% hoger dan de waardeontwikkeling van de uitkeringenstroom, gewaardeerd tegen de swaprente. Dit gemiddelde meetkundig excess rendement is net niet voldoende om een gemiddeld gelijke uitkering te krijgen als in het huidige contract. Het benodigde gemiddelde meetkundige excess rendement zal iets meer dan 0.5% zijn, de opslag van 0.5% die de verzekeraar in het inkooptarief verwerkt plus een stukje extra rendement om de kosten van het afkopen van het huidige contract en aankopen van het nieuwe contract te compenseren.

Bij een mix met 15% zakelijke waarden is het gemiddelde meetkundig excess rendement 0.7%, dit is ruim voldoende. Echter is er dan wel onzekerheid over het niveau van de uitkering. Het is de vraag of dit beperkte hoger verwachte pensioen opweegt tegen deze risico's.

De beleggingsmixen met 20% en 30% zakelijke waarden leveren gemiddeld nog meer voordeel op, echter neemt in al deze varianten met variabele uitkering ook het risico toe dat door tegenvallende beleggingsresultaten de uitkering lager is dan de huidige uitkering.

3.2.2 Alternatief rendement zakelijke waarden

De mate waarin een allocatie wel of geen voordeel oplevert ten opzichte van het huidige contract is sterk afhankelijk van de economische uitgangspunten. Als gevoeligheidsanalyse worden in deze paragraaf de resultaten bekeken voor de allocatie met 10% en 30% zakelijke waarden wanneer het verwachte meetkundig rendement op zakelijke waarden in de scenario'set wordt verhoogd naar 6.75% na kosten en verlaagd naar 4% na kosten. In de projectierente wordt het rendement op zakelijke waarden consistent aangepast zodat de uitkering naar verwachting over de hele uitkeringsperiode constant blijft.

In onderstaande tabel is een samenvatting gegeven van deze economische uitgangspunten.

	Basis	Hoog	Laag
Gemiddelde waarde ontwikkeling verplichtingkasstroom	1.70%	1.70%	1.70%
Staatsobligaties EU (dur 5)	1.20%	1.20%	1.20%
MSCI EU	6.10%	7.00%	4.25%

Tabel 5: overzicht alternatieve economische uitgangspunten

De eerste regel geeft het benodigde rendement weer indien de verplichtingkasstroom risicovrij belegd wordt. Het getoonde rendement op zakelijke waarden is voor aftrek van kosten van 0.25%.

Tabel 6 laat zien dat bij een gemiddeld meetkundig rendement op zakelijke waarden van 6.75% (na kosten) de mediaan van de gemiddelde uitkering gelijk is aan de huidige uitkering van €4.040. In 47% van de scenario's is de uitkering hoger dan €4.040, dus in iets minder dan de helft van de gevallen. Het gemiddeld meetkundig excess rendement bedraagt voor deze variant 0.5%.

Contract	Huidig contract	Nieuw contract variabele uitkering met 10% ZW		
		6.75%	5.85%	4%
Rendement zakelijke waarden na kosten				
Eerste pensioenuitkering (op leeftijd 67)	€ 4,040	€ 4,040	€ 3,999	€ 3,916
Gem uitkering over hele periode - mediaan	€ 4,040	€ 4,040	€ 3,999	€ 3,920
Gem uitkering over hele periode - 5% slechtste scenario's	€ 4,040	€ 3,715	€ 3,678	€ 3,605
Gem uitkering over hele periode - 5% beste scenario's	€ 4,040	€ 4,404	€ 4,360	€ 4,274
Kans op uitkering > huidige uitkering (4040)		47%	41%	29%
		Gedurende uitkeringsperiode		
Gemiddelde stijging van het pensioen	0%	0.0%	0.0%	0.0%
Kans op daling van het pensioen	0%	49%	49%	48%
Gemiddelde omvang daling igv daling		1.9%	1.9%	1.9%
Volatiliteit pensioenuitkering		2.4%	2.4%	2.4%

Tabel 6: Gevoeligheidsanalyse voor assetmix 10% zakelijke waarden bij rendement zakelijke waarden van 6.75%, 5.85% en 4% na kosten

Hoe lager het rendement op zakelijke waarden hoe risicovoller de mix die nodig is om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract. Bij een rendement op zakelijke waarden van 4% is een mix met ongeveer 20% zakelijke waarden nodig om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract.

In tabel 7 wordt dezelfde gevoeligheidsanalyse herhaald voor de variant met 30% zakelijke waarden.

Contract	Huidig contract	Nieuw contract		
		variabele uitkering met 30% ZW		
Rendement zakelijke waarden na kosten		6.75%	5.85%	4%
Eerste pensioenuitkering (op leeftijd 67)	€ 4,040	€ 4,542	€ 4,414	€ 4,156
Gem uitkering over hele periode - mediaan	€ 4,040	€ 4,668	€ 4,540	€ 4,288
Gem uitkering over hele periode - 5% slechtste scenario's	€ 4,040	€ 3,682	€ 3,579	€ 3,376
Gem uitkering over hele periode - 5% beste scenario's	€ 4,040	€ 6,053	€ 5,891	€ 5,574
Kans op uitkering > huidige uitkering (4040)		81%	76%	65%
Gedurende uitkeringsperiode				
Gemiddelde stijging van het pensioen	0%	0.4%	0.4%	0.5%
Kans op daling van het pensioen	0%	44%	44%	44%
Gemiddelde omvang daling igv daling		4.6%	4.7%	4.7%
Volatiteit pensioenuitkering		5.7%	5.7%	5.7%

Tabel 7: Gevoeligheidsanalyse voor assetmix 30% zakelijke waarden bij rendement zakelijke waarden van 6.75%, 5.85% en 4% na kosten

Deze analyse laat zien dat bij 30% zakelijke waarden en een prudenter uitgangspunt voor het rendement op zakelijke waarden (4%), de gemiddelde uitkering over de hele periode €250 meer is dan de huidige vaste uitkering. In 65% van de scenario's leidt deze variant tot een hogere uitkering dan deze vaste uitkering. En in 5% van de scenario's is de gemiddelde uitkering minimaal € 660 euro (=16%) lager dan het huidige vast niveau.

4 Samenvatting en conclusies

Tot op heden kunnen deelnemers binnen een beschikbare premiereregeling op pensioendatum alleen een vaste levenslange annuïteit inkopen. De hoogte van de uitkering die ingekocht kan worden is sterk afhankelijk van de waarde van de beleggingsportefeuille en de rente op het moment van inkoop. Vooral de lage marktrente heeft er de afgelopen jaren voor gezorgd dat er steeds minder pensioen kon worden ingekocht. Het tweede knelpunt is het feit dat de inkoop van pensioen op één moment gebeurt waardoor er na pensioendatum niet meer kan worden belegd. Om die reden worden beleggingsrisico's voor de pensioendatum geleidelijk afgebouwd. De afbouw en verkorte horizon belemmeren het nastreven van een hoger rendement. In het Wetsvoorstel verbeterde premiereregeling worden mogelijkheden benoemd om door te beleggen na pensioenleeftijd en jaarlijks een pensioenuitkering te bepalen in plaats van op één moment. Hiermee kunnen de beschikbare premiereregelingen worden verbeterd en krijgen deelnemers de keuze tussen een vaste, levenslange uitkering of een variabele, levenslange uitkering.

Het streven is om de nieuwe wetgeving per 1 juli 2016 in te laten gaan. Deelnemers die vanaf dat moment met pensioen gaan, kunnen gebruik maken van de nieuwe wetgeving. Er rijst nu echter de vraag of ook deelnemers die tussen beide pensioenknipregimes (1 januari 2014 tot 8 juli 2015) een pensioen hebben ingekocht, baat zouden kunnen hebben bij afkoop van hun huidige overeenkomst en omzetting van het kapitaal in een variabele pensioenuitkering.

- De hoofdvraag die we hierbij benoemen: Welk rendement moet worden behaald om het een financieel voordeel te laten opleveren om een nieuw contract met variabele pensioenuitkering aan te gaan?

Uitgangspunt bij de analyses was het Wetsvoorstel variabele pensioenuitkering. Tijdens de afrondende fase van het onderzoek is het Wetsvoorstel variabele pensioenuitkering geïntegreerd in het initiatiefvoorstel van het Kamerlid Lodders, nu Wetsvoorstel verbeterde premiereregeling geheten. Hierdoor wordt (in de individuele variant) bij de projectierente geen opslag mogelijk voor verwacht rendement op zakelijke waarden. Wel wordt een periodieke, vaste daling mogelijk. Inkoop tegen een rentetermijnstructuur met vaste daling is echter vergelijkbaar met inkoop tegen een projectierente. Met een vaste daling is hetzelfde te bereiken als met een projectierente met een opslag voor verwacht rendement. Om die reden zijn er geen nieuwe berekeningen gemaakt.

We gaan uit van een deelnemer die in juli 2014 een vaste levenslange uitkering heeft aangekocht tegen de toen geldende marktrente (plus opslag). Het oversluiten van het huidige contract zal voor de verzekerden alleen aantrekkelijk gemaakt kunnen worden wanneer de bestaande contracten afgekocht worden tegen de huidige marktwaarde. Ten behoeve van deze analyse wordt verondersteld dat de afkoop op basis van marktwaarde plaatsvindt⁶.

Wanneer deze deelnemer bijvoorbeeld in juli 2016 besluit om zijn contract af te kopen, de marktwaarde van het huidige contract meekrijgt en op basis van de huidige rente (per eind december 2015) een nieuw contract afsluit, met de bijbehorende kosten, dan zou de nieuwe uitkering 0.6% lager zijn dan de huidige uitkering. Dit wordt veroorzaakt door de kosten voor de afkoop van het huidige contract en aankoop van een nieuw contract.

Afkoop van het huidige contract kan daarom alleen toegevoegde waarde hebben indien in het nieuwe contract extra rendement kan worden gegenereerd om minimaal de kosten voor de afkoop van het huidige contract en aankoop van het nieuwe contract te compenseren. Met de aankoop van een variabele levenslange uitkering is dit in beginsel mogelijk. Maar dit hangt wel nauw samen met de

⁶ Op dit moment is het niet mogelijk ingegane annuïteiten af te kopen. Voor andere verzekeringsproducten is het gebruikelijk dat de afkoop plaatsvindt op boekwaarde in plaats van marktwaarde. In situaties van een gedaalde marktrente, zoals in deze analyses het geval is, vindt de afkoop dan plaats tegen de afgesproken hogere tariefsrente. Dan zal een hoog verwacht rendement moeten worden behaald om dit verschil goed te maken. De werkgroep heeft daarom besloten om voor deze analyses uit te gaan voor afkoop op basis van marktwaarde.

bereidheid tot het nemen van een zeker risico. Wanneer de deelnemer gebruik zou kunnen maken van deze optie dan wordt de uitkering jaarlijks bepaald op basis van het dan beschikbare kapitaal. Een verschil met de vaste uitkering is de rente waartegen de uitkering wordt ingekocht. Bij de variabele uitkering gebeurt dit op basis van een projectierente in plaats van de marktrente plus een opslag. De hoogte van de projectierente in de analyses is afhankelijk van het risico van de beleggingsmix en de UFR rente. Indien het beleggingsrendement vervolgens hoger is dan de ingerekende projectierente dan kan de uitkering het jaar erna stijgen, valt het beleggingsrendement tegen dan zal de uitkering dalen.

Mogelijkheid 1: gemiddeld geen voordeel

- Bij een beleggingsmix van 10% zakelijke waarden (risicovol) en 90% vastrentende waarden (niet risicovol) en een verwacht rendement op zakelijke waarden van 5.85% na kosten, kan initieel een uitkering worden ingekocht die 1% lager is dan de huidige uitkering.
- Omdat het behaalde rendement van de beleggingsmix gemiddeld gelijk is aan het rendement dat ingerekend is in de projectierente blijft de uitkering gemiddeld over de uitkeringsperiode gelijk. Echter zorgt de volatiliteit van het beleggingsrendement ervoor dat de uitkering ook sterk kan dalen.
- Over de uitkeringsperiode van 20 jaar gemeten is in 59% van de gevallen de uitkering lager dan de huidige uitkering en dus in 41 % van de gevallen hoger. Gemiddeld levert deze optie dus geen voordeel op.

Mogelijkheid 2: kans op voordeel bij meer risicovol beleggen

- Wanneer voor een risicovollere beleggingsmix wordt gekozen, mag met een hogere projectierente worden gerekend. Bij 30% zakelijke waarden met een verwacht rendement van 5.85% na kosten betekent dit een initiële uitkering die 9% hoger is dan de huidige uitkering.
- Het beleggingsrendement en daarmee de uitkering is echter ook onzekerder en vertoont grotere uitslagen (volatiliteit), ten opzichte van mogelijkheid 1.
- De kans dat de uitkering hoger is dan de huidige uitkering is gemiddeld over de hele uitkeringsperiode 76%.
- In de 5% slechtste scenario's is de gemiddelde uitkering 11% lager dan de uitkering in het huidige contract.
- In de 5% beste scenario's wordt 46% meer pensioen verkregen.
- De deelnemer zal moeten beoordelen of het beperkte hoger verwachte pensioen opweegt tegen de risico's die daarmee gepaard gaan.

Mogelijkheid 3: doorbeleggen met een gemiddeld gelijke uitkering

- Voor een vergelijkbare gemiddelde uitkering als in het huidige contract is, onder de veronderstelde economische uitgangspunten met 5.85% na kosten voor zakelijke waarden, een beleggingsmix nodig met een percentage zakelijke waarden tussen 10% en 15% (ongeveer 12%) om naar verwachting een gelijk pensioen te hebben aan de huidige annuïteit.
- Het gemiddelde benodigde extra rendement ten opzichte van het marktrente is iets meer dan 0.5%, de opslag (van 0.5% in de analyse) die de verzekeraar in het inkooptarief verwerkt plus een stukje extra rendement om de kosten van het afkopen van het huidige contract en aankopen van het nieuwe contract te compenseren.
- Merk op dat de verwachte uitkering bij deze beleggingsmix naar verwachting weliswaar gelijk is aan het huidige contract, maar het risico rondom de hoogte van de uitkering hoger. Om voordeel te kunnen ervaren van het oversluiten van het contract naar een variabele uitkering zal dus een risicovollere mix moeten worden gehanteerd.

Gevoeligheid rendementsaannee

- De hierboven genoemde 3 mogelijkheden zijn gebaseerd op een rendement op zakelijke waarden van 5.85% na kosten. Omdat de resultaten afhankelijk zijn van deze aanname zijn er gevoeligheidsanalyses uitgevoerd.
- Wanneer een rendement op zakelijke waarden van 6.75% na kosten zou worden behaald dan is een beleggingsmix met 10% zakelijke waarden bijna voldoende. In 47% van de gevallen is de uitkering dan hoger dan de huidige uitkering. Het gemiddelde extra rendement ten opzichte van het markttreite bedraagt dan 0.5%.
- Hoe lager het rendement op zakelijke waarden hoe risicovoller de mix die nodig is om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract. Bij een rendement op zakelijke waarden van 4% na kosten is een mix met ongeveer 20% zakelijke waarden nodig om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract.

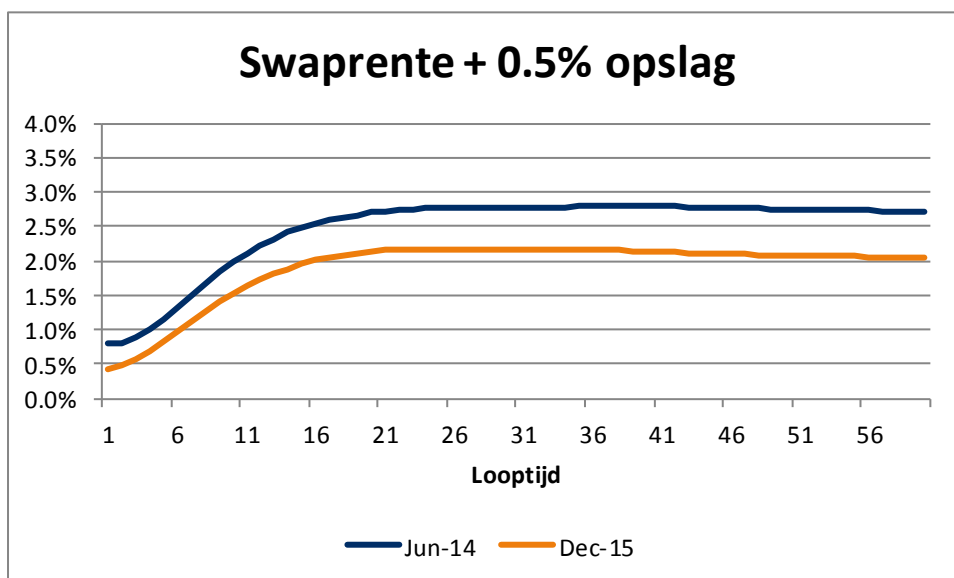
Conclusies

De resultaten van deze analyses laten zien dat het openbreken van het huidige contract en afsluiten van een nieuw contract met een variabele pensioenuitkering voordeel kan opleveren onder een aantal voorwaarden:

- De afkoop van het huidige contract vindt plaats op basis van marktwaarde.
- Bij een gemiddeld rendement op zakelijke waarden van 5.85% na kosten moet het percentage zakelijke waarden minimaal 12% zijn. Dit gaat gepaard met risico's, een variabele pensioenuitkering. De deelnemer moet dus bereid zijn tot het nemen van risico's die horen bij een beleggingsmix met 12% zakelijke waarden om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract. Er moet nog meer in zakelijke waarden worden belegd om een gemiddeld hogere uitkering te behalen dan in het huidige contract, de risico's gaan hierbij verder omhoog. Bij 10% zakelijke waarden is in 59% van de gevallen de uitkering lager dan de huidige uitkering.
- Bij een gemiddeld rendement op zakelijke waarden van 6.75% na kosten moet het percentage zakelijke waarden hoger dan 10% zijn. Bij 10% zakelijke waarden is in 47% van de gevallen de uitkering dan hoger dan de huidige uitkering.
- Bij een rendement op zakelijke waarden van 4% na kosten is een mix met ongeveer 20% zakelijke waarden nodig om gemiddeld een vergelijkbare uitkering te krijgen als in het huidige contract.

5 Bijlage

5.1 Swaprente plus opslag voor berekening vaste uitkering



5.2 Projectierente per december 2015

De projectierente is weergegeven bij een rendement op zakelijke waarden van 5.85% na kosten.

