

Pensioenakkoord: naar een nieuw contract met life-cycle beleggen

TPV 2019/26

Met de komst van het pensioenakkoord dat het kabinet en de sociale partners op 5 juni 2019 hebben gesloten wordt een nieuw contract met uitgebreide risicodeling (de zogenaamde: onzuivere premiereregeling) geïntroduceerd. In deze bijdrage analyseren wij het *nieuwe contract* en besteden wij specifieke aandacht aan de juridische aandachtspunten van het voorgestelde life-cycle beleggingsbeleid.

1. Inleiding

1.1 Actualiteit

Het Nederlandse pensioenstelsel staat bekend als een van de beste kapitaalgedekte pensioenstelsels ter wereld. Desalniettemin wordt er al een decennium gediscussieerd over de houdbaarheid en toekomstbestendigheid van het stelsel.² In het huidige stelsel bouwen de meeste werkenden pensioen op in een uitkeringsovereenkomst waarin nominale zekerheid geboden wordt. In de afgelopen jaren is echter gebleken dat het bieden van deze nominale zekerheid betrekkelijk is. Door de financiële crisis vanaf 2008, maar ook opkomende maatschappelijke³ en demografische⁴ trends is gebleken dat ons pensioenstelsel kwetsbaar is en pensioenfondsen zijn niet in staat gebleken om (financiële) schokken op te vangen. Toeslagen op de pensioenen blijven in vele gevallen al langdurig uit en in bepaalde gevallen zijn zelfs forse kortingen doorgevoerd. Een van de oorzaken is de langdurig lage rente en het feit dat het behaalde rendement op de beleggingen van de pensioenpremies niet direct kan worden ingezet voor een koopkrachtig pensioen, maar primair naar de buffers gaat om de klappen op te kunnen vangen en de dekkingsgraden op een (enigszins) acceptabel niveau te houden. Dit alles heeft ertoe geleid dat er weinig vertrouwen is en het maatschappelijke draagvlak voor het stelsel onder druk is komen te staan.⁵

Op 5 juni 2019 hebben het kabinet en de sociale partners een principeakkoord bereikt over de vernieuwing van het pensioenstelsel (het *Pensioenakkoord*).⁶ Met het Pensioen-

akkoord wordt het SER-advies “Naar een nieuw pensioenstelsel” gevolgd.⁷ De vakorganisaties hebben op 15 juni jl. met het Pensioenakkoord ingestemd.

1.2 Inhoud en opbouw

Deze bijdrage gaat in op het *nieuwe contract* met uitgebreide risicodeling, de zogenaamde onzuivere premiereregeling, zoals dat in het Pensioenakkoord is voorgesteld. Speciale aandacht wordt besteed aan de juridische aandachtspunten en/of dilemma's van het 'life-cycle beleggen' die worden geïntroduceerd in het kader van het nieuwe contract. Achtereenvolgens behandelen wij het nieuwe contract (par. 2), het beleggingsbeleid 'op maat' (par. 3) en de juridische aandachtspunten (par. 4). De bijdrage wordt afgesloten met een conclusie en aanbevelingen (par. 5).

2. Het nieuwe contract

2.1 Het Pensioenakkoord

Met het Pensioenakkoord wordt gestreefd naar een toekomstbestendig en robuust stelsel van aanvullende pensioenen. Het huidige palet van pensioencontracten,⁸ en met name de uitkeringsovereenkomst⁹ met onvoorwaardelijke aanspraken ('harde rechten'), lijkt financieel niet langer houdbaar. In het kader van het arbeidsvoorwaardelijk pensioen is voorgesteld om over te stappen naar een nieuwe premieovereenkomst waarin zowel in de opbouwfase als de uitkeringsfase sprake is van collectieve risicodeling.¹⁰ Daarnaast dient de huidige verbeterde premiereregeling¹¹ toegankelijk te worden gemaakt voor pensioenfondsen als alternatief voor de uitkeringsovereenkomst. Beide pensioencontracten krijgen een meer neutrale vorm van pensioenopbouw. Concreet betekent dit dat de huidige doorsneesystematiek¹² verdwijnt en

⁷ SER, *Naar een nieuw pensioenstelsel*, Advies 19/05.

⁸ Art. 1 PW.

⁹ Een uitzondering daargelaten bieden alle bedrijfstakpensioenfondsen een uitkeringsregeling op basis van middelloon. Circa 76% van alle werkenden in Nederland neemt deel in de pensioenregeling van een verplichtgesteld bedrijfstakpensioenfonds.

¹⁰ Dit wordt wel een onzuivere premiereregeling genoemd.

¹¹ Sinds 2016 is het op grond van de Wet verbeterde premiereregeling mogelijk om een premiereregeling af te spreken waarbij sprake is van een persoonlijk pensioenvermogen in de opbouwfase en een collectieve risicodeling in de uitkeringsfase. In de uitkeringsfase delen gepensioneerden beleggingsrisico's en sterfterisico's via spreiding van schokken over maximaal tien jaar.

¹² Verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen zijn nu verplicht de doorsneesystematiek te hanteren, waarbij er sprake is van een doorsneepremie (vast premiepercentage) en tijdsevenredige opbouw. Hierdoor wordt de inleg van een jongere deelnemer, actuair gezien, vertaald in een lagere opbouw en de premie-inleg voor de oudere deelnemer in een hogere opbouw.

¹ Mw. mr. L.A.J. Kuijpers en mr. R.F. van der Ham zijn werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff N.V.

² Zie Commissie Goudswaard, “Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen”, 2010; SER, *Toekomst pensioenstelsel*, Advies 2015; Staatssecretaris Klijnsma, “Perspectiefnota Toekomst Pensioenstelsel”, 8 juli 2016; Kamerbrief, “Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel”, 5 juni 2019.

³ Hiermee wordt bedoeld de veranderende arbeidsmarkt. Het is niet langer vanzelfsprekend dat werkenden 40 jaar lang bij dezelfde werkgever en/of in dezelfde bedrijfstak werken.

⁴ Hiermee wordt bedoeld op de ontgroening en de vergrijzing van de samenleving en het deelnemersbestand.

⁵ SER, *Naar een nieuw pensioenstelsel*, Advies 19/05, p. 6.

⁶ Kamerbrief, “Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel”, 5 juni 2019.

wordt overgestapt naar een leeftijdsonafhankelijke pensioenpremie met degressieve opbouw.^{13, 14}

2.2 Karakter en kenmerken

Het nieuwe contract is Pensioenwet-technisch een premieovereenkomst. Niet de hoogte van de pensioenuitkering, maar de ingelegde premie wordt vooraf vastgesteld. De premie wordt kostendekkend.¹⁵ Anders dan in de bestaande (zuivere) premieregelingen¹⁶ worden met de toegezegde (beschikbare) premie direct voorwaardelijke pensioenaanspraken ('zachte rechten') ingekocht.¹⁷ De resultaten (positief en negatief) worden in collectief verband gedeeld tussen alle deelnemers (actieven, slapers en gepensioneerden).

De nominale zekerheid (uitkeringsgarantie) wordt in het nieuwe contract dus losgelaten. Er zal niet langer een noodzaak zijn voor het opbouwen van (hoge) buffers, waardoor het pensioen sneller kan meebewegen met de ontwikkelingen van de beleggingen, de rente en de levensverwachting. Het voorwaardelijk pensioen zal worden gewaardeerd op basis van de marktrente,¹⁸ met als idee dat er een grotere kans op meevallers dan op tegenvallers ontstaat. Het uitgangspunt voor pensioenfondsen is een dekkingsgraad van 100%. Wijzigingen in de financiële positie van pensioenfondsen, zoals ontwikkelingen in rendement, rente en levensverwachting, zullen gespreid in de tijd doorwerken in de pensioenuitkeringen van gepensioneerden en pensioenaanspraken van alle deelnemers. Op die manier kunnen (eventuele) schommelingen worden gedempt. Met deze voorgestelde inrichting van het nieuwe contract zou het perspectief op een toekomstig koopkrachtig pensioen worden hersteld.

2.3 Kanttekening

Uit het Pensioenakkoord valt weliswaar af te leiden dat de nominale zekerheid (en daarmee de solvabiliteitsbuffers) komt te vervallen, maar in het nieuwe contract wordt nog wel gerekend met nominale aanspraken. Immers wordt vastgehouden aan de huidige rekenregels voor de waardering van pensioenverplichtingen en beleggingen, namelijk: waardering vindt plaats op basis van de marktrente (rts met UFR).¹⁹ De vraag blijft bestaan of de

noodzakelijke beleggingsrendementen haalbaar zijn voor pensioenfondsen. Met de huidige gemiddelde dekkingsgraad van 104% op basis van een prudent beleggingsbeleid lijkt voornamelijk niet veel overwaarde beschikbaar die kan worden ingezet voor een koopkrachtig pensioen.²⁰ Indachten het huidige wettelijke kader is er aldus nog geen sprake van een noemenswaardige *buffervrijval* die direct kan worden ingezet voor (verhogingen van) de opbouw van pensioen. Dat betekent dat de regelgeving omtrent het beleggingsbeleid van groot belang is om de doelstelling(en) van het nieuwe pensioenstelsel te halen. Uitgaande van de huidige beleggingsperformance van de (grote) bedrijfstakpensioenfondsen lijkt een verdere beperking van de 'ervaren' beleggingsvrijheid niet goed te passen bij de (politieke) ambitie betreffende het nieuwe stelsel.

3. Het beleggingsbeleid 'op maat'

Momenteel maken pensioenfondsen gebruik van een uniform beleggingsbeleid. De gelden worden voor de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden als één collectief vermogen belegd. De risico's worden onder alle deelnemers verspreid, maar niet evenredig aan de deelnemers die de risico's beter kunnen dragen.²¹

Het Pensioenakkoord gaat uit van een beleggingsbeleid 'op maat' en kent op dit punt al direct de nodige (juridische) aandachtspunten.²² Het is niet zozeer verrassend dat is bevestigd dat pensioenuitvoerders door normen én wet gebonden zijn aan het 'prudent-person principe', maar wel dat dit inhoudt dat "er belegd wordt in lijn met de leeftijdssamenstelling van het fonds, waarbij beleggingsrisico's variëren naar leeftijd conform een (impliciet) 'life-cycle' patroon." Het Pensioenakkoord introduceert dus het zogenaamde life-cycle beleggen. De gedachte hierachter is dat voorkomen moet worden dat ouderen veel risico nemen, maar ook dat jongeren te weinig risico's nemen voor het bereiken van een goed pensioen. De SER heeft middels twee varianten richting gegeven aan dit beleggingsbeleid 'op maat':

- 'Variant 1' betreft een uniforme beleggingsbeleid waarbij "de spreidingstermijn van schokken naar leeftijd differentiëren waardoor de toedeling van risico's en rendementen naar draagvlak van de verschillende leeftijdsgroepen geschiedt. Voor actieve deelnemers gelden daarbij kortere spreidingstermijnen dan voor gepensioneerden. (...)" Dit is een meer impliciet life-cycle patroon.
- 'Variant 2' betreft een collectief beleggingsbeleid "met beleggingspools met verschillende risicoprofielen, waarbij naarmate de leeftijd van deelnemers stijgt er minder wordt belegd in de risicovolle pool. (...)" Dit is een meer expliciet life-cycle patroon.

13 Voor alle contracten wordt een leeftijdsonafhankelijke premie (iedereen betaalt dezelfde premie) ingevoerd en deelnemers krijgen een opbouw die past bij de ingelegde premie. Het opbouwpercentage zal dalen naarmate de werknemer ouder wordt (degressieve opbouw).

14 Kamerbrief, "Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel", 5 juni 2019, p. 4.

15 Dit betekent dat er een directer verband is tussen de premie-inleg en de pensioenopbouw.

16 In een zuivere premieregeling worden de voor de deelnemer ingelegde premies belegd en wordt het belegd vermogen uiterlijk op de pensioendatum omgezet in een aanspraak op pensioenuitkeringen. In de opbouwfase ligt (o.a.) het beleggingsrisico bij de deelnemer.

17 Het nieuwe contract is een onzuivere premieregeling. Er wordt direct een nominale aanspraak ingekocht in het collectief. De aanspraken kunnen worden verhoogd of verlaagd volgens vooraf afgesproken regels en zijn daarom voorwaardelijk, zie SER, *Naar een nieuw pensioenstelsel*, Advies 19/05, p. 11.

18 Rentetermijnstructuur met Ultimate Forward Rate (de langstetermijnrente).

19 Het voorwaardelijk pensioen wordt gewaardeerd op basis van de marktrente (rentetermijnstructuur met UFR).

20 Ditzelfde geldt met de verlaagde grens naar 100%, zie "ABP en PFZW lopen meer kortingsrisico door nieuwe regels", *PensioenPro* 18 juli 2019.

21 B.F.M. Evers & B. Oostendorp, 'Vernieuwing pensioenstelsel', *Loonzaken* 2019/2.

22 SER, *Naar een nieuw pensioenstelsel*, Advies 19/05, p. 12.

3.1 **Wat betekent het nieuwe pensioencontract met life-cycle beleggen nu concreet?**

In het nieuwe contract zal het vermogen van de deelnemers collectief worden belegd, waarbij rekening wordt gehouden met de leeftijdsamenstelling van het pensioenfonds. Concreet zal dit ertoe leiden dat er per leeftijdsgroep een andere beleggingsmix geldt. De beleggingsrisico's variëren dan conform een (impliciet) life-cycle patroon, afhankelijk van Variant 1 of Variant 2. Het gevolg van zo een life-cycle patroon is dat pensioenfonds opnieuw het risicodraagvlak moeten vaststellen; niet alleen voor het gehele deelnemersbestand, maar ook per generatie. *De facto* zal meer (beleggings)risico worden genomen voor de jongeren. Zij dragen met die reden meer kortingsrisico's, maar zullen ook meer profiteren van mogelijke (financiële) overschotten. Andersom zal voor de oudere deelnemers minder risico worden genomen, wat mede tot gevolg heeft dat de stijging van de koopkracht (door toeslagverlening) beperkt(er) zal zijn.

Pensioenfonds en deelnemers met het nieuwe contract moeten voorbereid zijn op regelmatige aanpassingen van pensioenaanspraken. Dit is in feite ook de gedachte achter het nieuwe contract, namelijk: meer flexibiliteit. Het is van bijzonder belang dat het beleggingsbeleid van pensioenfonds hier goed op aansluit, omdat zonder aanpassingen kortingen op de loer liggen.²³ Het is niet onaanvaardbaar dat het beleggingsbeleid uiteindelijk robuuster zal moeten worden ingericht, met als gevolg minder schommelingen. Indien dit uiteindelijk het geval zal worden is nog maar de vraag of de doelstelling van een eerder perspectief op een koopkrachtig pensioen wordt behaald door de voorgestelde inrichting van het nieuwe contract.

4. **Juridische aandachtspunten**

4.1 **Life-cycle principe in lijn met Europees recht?**

Op basis van artikel 18 Europese Richtlijn 2003/41/EG (*IOPR-Richtlijn*) hebben pensioenfonds geen vrijheid om een ander beleggingsbeleid te voeren dan overeenkomstig het prudent-person principe. Dit volgt uit de zinsnede: "voert een beleggingsbeleid in overeenstemming met de prudent-person regel". Met de introductie van het life-cycle beleggen, en met name voor Variant 2 (*leeftijdsafhankelijk beleggen door beleggingspools met verschillende risicoprofielen*), moet worden beoordeeld of de uitwerking hiervan in lijn is met het Europees recht.

Pleitbaar is dat geen strengere eisen kunnen gelden dan hetgeen voortvloeit uit de Europese hoofdnorm. De eis prudent te beleggen is tegelijkertijd ook een recht op een zekere beleggingsvrijheid.²⁴ Uitgangspunt is dat het aan pensioenfonds is om de prudent-person regel uit te

leggen en het beleggingsbeleid daarop af te stemmen.²⁵ Dit betekent dat de pensioenfonds een bepaalde mate van beoordelingsvrijheid hebben en dat DNB het beleggingsbeleid in beginsel dient te respecteren. Wat prudent is, is, behoudens hetgeen gesteld is over de gereguleerde financiële markten (veiligheid en kwaliteit) en de waarborging van de liquiditeit voor de lopende pensioenuitkeringen, niet vooraf vast te stellen, maar zal telkens afhangen van de (markt)omstandigheden van het geval en op dat moment (niet achteraf).²⁶ Naast de relevante marktomstandigheden voor de beleggingsproducten op de gereguleerde financiële markten, gaat het ook om het beoogde en tevens noodzakelijke rendement dat behaald moet worden ter voorkoming van kortingen, het gevoerde toeslagbeleid en de risico's die het pensioenfonds accepteert en ook kan dragen.²⁷ Bij dit laatste speelt de risicohouding van het pensioenfonds een cruciale rol.²⁸ Het dwingend voorschrijven van een life-cycle principe in een systeem waarbij ook het renterisico in voldoende mate moet worden afgedekt,²⁹ kan in samenhang bezien de beleggingsvrijheid voor pensioenfonds teveel beperken. De vraag is of het prudent is om én renterisico's af te dekken én koersrisico's te beperken wegens toename van leeftijd. Het afdekken van renterisico's brengt *de facto* al mee dat koersrisico's worden beperkt door bijvoorbeeld beleggingen in staatsobligaties.

Hierbij geldt temeer dat uit verschillende rapporten van DNB blijkt dat de leeftijdsamenstelling en het behaalde rendement nimmer een zelfstandig aandachtspunt waren bij de beoordeling van het (prudente) beleggingsbeleid.³⁰ Daar komt bij dat ook nog sprake was van nominale zekerheid en strenge solvabiliteitseisen. Wie te gemakkelijk betoogt dat in het nieuwe contract desalniettemin minder risicovol kan worden belegd, weet zich dus juridisch tegengesproken door de jarenlange goedgekeurde praktijk van het huidige systeem. De huidige rekenregels bieden juist al veel bescherming tegen de beleggingsrisico's. Inherent aan dat systeem is al dat geen rekening wordt gehouden met (reële) toekomstige rendementen. Dit komt doordat de verplichtingen en beleggingen worden gewaardeerd tegen de marktwaarde. Per 2021 komt daar nog bij dat de verplichtingen van pensioenfonds tegen

²³ Uit het Pensioenakkoord valt af te leiden dat de dekkingsgraad niet lager mag zijn dan 90% en maximaal vijf jaar onder de 100%, zie Kamerbrief, "Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel", 5 juni 2019.

²⁴ Zie mr. R.F. van der Ham & mw. mr. L.A.J. Kuijpers, 'Is het "Verbod vergroting risicoprofiel" beleggingsbeleid absoluut?', *TPV* 2018/40, p. 3.

²⁵ Zie r.o. 5.3 uitspraak Cbb 10 september 2013, ECLI:NL:CBB:2013:104.

²⁶ Zie mr. R.F. van der Ham & mr. L.A.J. Kuijpers, 'Is het "Verbod vergroting risicoprofiel" beleggingsbeleid absoluut?', *TPV* 2018/40.

²⁷ Dit sluit ook aan bij HR 10 september 2010, *LJN* BM8913.

²⁸ De risicohouding is de mate waarin een groep deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden beleggingsrisico's wil nemen om de doelstellingen te realiseren en de mate waarin deze groep beleggingsrisico's kan lopen. De risicohouding wordt bepaald voor een pensioenfonds of voor een toedelingskring waarbinnen beleggingsrisico's worden gedeeld. Bij de vaststelling van de risicohouding spelen de kenmerken van het fonds of de toedelingskring een rol, zoals de karakteristieken van de regeling of de wijze van risicodeling en de kenmerken van de betrokken groep deelnemers. Zo wordt ook rekening gehouden met de mate waarin de deelnemers risico lopen als gevolg van de ontwikkeling van het sterfresultaat en de ontwikkeling van de levensverwachting.

²⁹ Art. 102a PW en art. 1a en 13a Besluit ftk en SER, *Naar een nieuw pensioenstelsel*, Advies 19/05, p. 12.

³⁰ Zie de rapporten van DNB: "Renteaftdekking door pensioenfonds" en "Wijziging risicoprofiel pensioenfonds", november 2015.

een langere periode (30 jaar) moeten worden gewaardeerd op basis van de markttrente.³¹

Het implementeren van een life-cycle principe in de lagere wetgeving, zoals het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen (hierna: *Besluit ftk*), lijkt ons minder raadzaam. Het bijstellen van risico's kwalificeert mogelijk als een vergaande (kwantitatieve) beperking. Het is om die reden zuiverder om het life-cycle principe te verankeren in formele wetgeving (PW) om tegenstrijdigheid te voorkomen met de Europese (hoofd)norm. Toch zijn ook in dat geval discussies over eventuele strijdigheid met de Europese norm niet helemaal uit te sluiten, vanwege de samenhang met het afdekken van renterisico's en niet te vergeten de jarenlange goedgekeurde praktijk.

4.2 Wetswijziging prudent-person regel

Indachten bovenstaande komt de vraag op of de systematiek van life-cycle beleggen reeds grondslag vindt in de huidige wet- en regelgeving. Deze vraag moet ontkennend worden beantwoord. In de eerste plaats biedt de huidige prudent-person regel die is vastgelegd in artikel 135 PW weinig handvatten voor de introductie van life-cycles bij premieovereenkomsten.³² In artikel 135 lid 1, onder a-c PW zijn enkel kwantitatieve voorwaarden bepaald voor het voeren van een (strategisch) beleggingsbeleid.³³ Ter waarborging van het prudente beleggingsbeleid zijn in artikel 13 Besluit ftk nadere (kwalitatieve) regels opgenomen ten aanzien van beleggingen:

1. waarborging van veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel;
2. afstemming van de looptijd van de beleggingen met de aard en duur van de verwachte pensioenuitkeringen;
3. het beleggen op hoofdzakelijk gereguleerde financiële markten; en
4. het voorkomen van bovenmatige afhankelijkheid van of vertrouwen in bepaalde waarden (diversificatie).³⁴

In artikel 52a PW zijn diverse regels opgenomen voor het beheer van beleggingen van premieovereenkomsten *zonder* beleggingsvrijheid en variabele uitkeringen door de pensioenuitvoerder (de huidige verbeterde premiereregeling).³⁵ Daarin is bepaald dat overeenkomstig de prudent-person regel van artikel 135 PW moet worden gehandeld.³⁶ In de lagere regelgeving is de toepassing van de prudent-person regel bij premiereregelingen verder verduidelijkt. Hierin is onder andere het life-cycle beginsel na-

der ingevuld.³⁷ De pensioenuitvoerder dient bij de uitvoering van het beleggingsbeleid (in de opbouwfase) rekening te houden met de leeftijd van de (gewezen) deelnemer en pensioengerechtigde. Dit kan door het beleggingsrisico af te bouwen naarmate de pensioendatum nadert (de life-cycle), maar ook een andere methode is gerechtvaardigd.³⁸

Uit bovengenoemd kader voor een prudent beleggingsbeleid volgt niet direct de eis van life-cycle beleggen en de daarmee gepaard gaande beperking van beleggingsrisico's naar leeftijd.³⁹ Opmerking verdient dat artikel 135 PW is geschreven vanuit de gedachte dat deelnemers geen beleggingsvrijheid hebben. Voor premiereregelingen met beleggingsvrijheid is artikel 52 PW van toepassing. Naar onze mening is het life-cycle beginsel van artikel 52 lid 3 PW niet één op één toepasbaar op het nieuwe contract. Dit artikel geeft enkel richting aan de adviesplicht van de pensioenuitvoerder indien de deelnemers *individueel* beleggingsrisico lopen.⁴⁰ In het voorgestelde geval wordt collectief belegd in lijn met de leeftijdssamenstelling van het pensioenfonds. Kortom, een wetswijziging van de huidige prudent-person regel zoals vervat in artikel 135 PW om het life-cycle beleggen wettelijk mogelijk te maken is noodzakelijk.

5. Conclusie en aanbevelingen

Het Pensioenakkoord ten aanzien van het arbeidsvoorzwaardelijke pensioen is juridisch complex en stuit nog op een aantal belemmeringen. Het grootste aandachtspunt is of de voorgestelde inrichting van het nieuwe contract uiteindelijk een eerder perspectief op een koopkrachtiger pensioen biedt. De nominale zekerheid wordt met het nieuwe contract losgelaten, maar de waardering van de pensioenverplichtingen zal plaatsvinden op basis van de huidige maatstaf, de risicovrije markttrente. Er zal dus veel afhangen van het voorgestelde beleggingsbeleid 'op maat' om de doelstellingen van het nieuwe pensioenstelsel te halen. De (wettelijke) introductie van het life-cycle beleggen is juridisch uitdagend, met name wat betreft het beleggen in lijn met de prudent-person regel. In dat kader doen wij de navolgende aanbevelingen.

Het meest eenvoudig lijkt toch wel om Variant 1 (het impliciete life-cycle patroon) verder uit te werken. Die variant lijkt meer te kwalificeren als een toeslagregeling met een bepaalde verdeelsleutel naar leeftijd, dan het vaststellen van het beleggingsbeleid conform artikel 135 PW. De verhoging of verlaging van de pensioenaanspraken en pensioenrechten op basis van behaalde beleggingsresultaten wordt daarmee afhankelijk van beleggingsperioden van groepen van (gewezen) deelnemers en gepensioneerd. Indien een groep een langere beleggingsperiode kent

31 Zie Advies Commissie Parameters 6 juni 2019 ir. J.R.V.A. Dijsselbloem (voorzitter), prof. dr. A.M.B. De Waegenaere, prof. dr. C. van Ewijk, dr. A. van der Horst, prof. dr. M.G. Knoef, prof. dr. O.W. Steenbeek, prof. dr. B.J.M. Werker.

32 Zie ook prof. mr. R.H. Maatman, 'Pensioenfondsen, ESG en duurzaamheid: de ontwikkelingen van de prudent person-regel van 2003-2018', *TPV* 2019/11, p. 2.

33 De prudent-person regel is de implementatie van art. 18 van de Europese Richtlijn 2003/41/EG (IORP-Richtlijn).

34 Art. 13 en 14 Besluit ftk.

35 DNB, Regels beleggingen voor premiereregelingen zonder beleggingsvrijheid, 13 oktober 2016.

36 Art. 52a lid 1 *juncto* art. 14d Besluit uitvoering PW en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

37 Art. 14 Besluit uitvoering PW en Wet verplichte beroepspensioenregeling.
38 Zie T&C bij art. 14d Besluit uitvoering PW en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

39 *Kamerstukken II* 2015/16, 34255, nr. 3.

40 Zie prof. dr. E. Lutjens & mr. drs. Schop CPL, 'Wet verbeterde premiereregeling: analyse & commentaar', *TPV* 2016/38 (par. 2.2, 2.6.4 en 2.7).

wordt meer gekort of minder verhoogd en *vice versa*. Er is zo geen direct verband met het beleggingsbeleid en de gekozen beleggingsmix.

Voor de uitwerking van Variant 2 (het expliciete life-cycle patroon) lijkt het (juridisch) raadzaam een ruimer risicoprofiel toe te staan dan thans gangbaar is. Door eerst huidige knelpunten, zoals ervaren beperkingen in het toegestane risicoprofiel, op te lossen vindt life-cycle beleggen wellicht meer draagvlak.

Tot slot verdient het aanbeveling om te toetsen of aanpassing van het beleggingsbeleid door een life-cycle patroon leidt tot (bestending van) een prudent beleggingsbeleid. Die toets zal in die zin telkens moeten worden herhaald met inachtneming van alle omstandigheden van het geval. Het is niet voorstelbaar dat in alle gevallen de handhaving van het risicoprofiel betekent dat het beleggingsbeleid niet meer prudent is. Dat hangt immers af van de omstandigheden waarbij het beleggingsbeleid uitgangspunt is. Het kan in bepaalde gevallen juist heel prudent zijn om meer of andere risico's te nemen, bijvoorbeeld indien de staatsobligatieportefeuille relatief groot is en bestaat uit laag renderende obligaties. De keuze voor een rendement van nihil kan onder omstandigheden eerder in strijd zijn met de belangen van de deelnemers en/of gepensioneerden dan het handhaven van perspectief op rendement.