

Blinde vlekken in pensioenland

Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen

Het omgaan met beperkte rationaliteit onder pensioendeelnemers stelt pensioenbeleidsmakers voor dilemma's in het ontwerpen van pensioenproducten alsmede het vormgeven van pensioentoezicht en –beheer. Het vertrouwen onder deelnemers in pensioenfondsen is hoog en de vraag is of pensioenfondsen dit ook weten te behouden. Pensioenbestuurders erkennen het belang van governance en het feit dat pensioenproducten complex zijn maar geven hier onvoldoende gevolg aan in de vorm van passende beleidsreacties. Twee ontwikkelingen voor een houdbaar pensioenstelsel liggen voor de hand. Gegeven de diversiteit van pensioendeelnemers naar pensioenkennis en voorkeuren zullen pensioenfondsen pensioenproducten moeten ontwikkelen die collectieve zekerheid bieden maar tegelijkertijd ook meer ruimte geven aan individuele keuzevrijheid. Ten tweede zal de vormgeving van 'pension fund governance' verder ontwikkelen waarbij de deelnemer centraal staat: risicodragers in de pensioenregeling moeten ook meebeslissers worden.

1 Inleiding

Pensioenfondsen gaan de komende jaren een nieuwe groeifase in. De ontwikkelingen in de afgelopen vijf jaren waren wellicht dramatisch en turbulent, maar achter deze ontwikkelingen tekent zich een voorbereiding af voor de echte transformatie: het pensioenfonds wordt een onderneming, en keert zich langzaam maar zeker af van de sociale organisatie die zij de afgelopen decennia was. De discussie die zich het laatste jaar in Nederland heeft afgespeeld is vooral gericht geweest om de huidige status quo in overeenstemming te brengen met de nieuwe Europese regelgeving.¹ Het is

¹ Zie o.a. de brief minister van SZW aan de voorzitter van de Tweede Kamer, 19 december 2006.

verleidelijk om in detail in te gaan op de vele beleidsvoornemens² die in Nederland en Europa de ronde doen, maar de kunst in het debat over de houdbaarheid van het pensioenstelsel is om eerst een paar stappen terug te zetten om de uitdagingen en problemen van het huidige model in zijn volle omvang te bezien.

Wij onderzoeken in dit artikel de houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel door aandacht te besteden aan twee blinde vlekken van pensioenbeslissers die zich de opdracht hebben gesteld om een houdbaar Nederlandse pensioenstelsel te ontwerpen. Met pensioenbeslissers doelen wij niet alleen op pensioenbestuurders, maar ook op toezichthouders en Haagse en Europese beleidsmakers. Door een overmatige concentratie op de financieel technische zaken verdwijnen niet minder essentiële elementen van het pensioenbedrijf uit het oog. Deze zogenaamde ‘blinde vlekken’ betreffen, ten eerste, het onvoldoende gevolg geven aan de constatering dat de overgrote meerderheid van de pensioendeelnemers beperkt rationeel zijn en bijvoorbeeld niet geholpen zijn door een pensioenfonds “dat het nog een keer uitlegt”. Ten tweede wordt onvoldoende gevolg gegeven aan het vormgeven van ‘pension fund governance’ hetgeen naar onze mening een grotere variatie van effectieve bestuursmodellen belemmert. De blinde vlek is niet zozeer het miskennen van de beperkte rationaliteit en het belang van ‘pension fund governance’, maar de ‘blindheid’ schuilt veeleer in het (beperkte) zicht op passende beleidsreacties. Wij presenteren in dit verband uitkomsten uit recent gehouden enquêtes onder pensioendeelnemers en pensioenfondsbestuurders die op essentiële punten van het beleidsdebat voor de nodige stof tot nadenken kunnen zorgen.

2 Het denken en doen van pensioendeelnemers

Jarenlang werd het Nederlandse pensioenlandschap gekarakteriseerd door zekerheden. Praktisch iedereen had recht op een pensioen gebaseerd op eindloon, de indexering was redelijk royaal en door verplichte winkelnering bij het pensioenfonds van de bedrijfstak of onderneming hoefde men nauwelijks tijd te besteden aan het maken van keuzes voor de oudedagsvoorziening. Anno 2006 zijn de omstandigheden ingrijpend veranderd: 97 procent van de pensioentrekkers en 90 procent van de actieve deelnemers kent voorwaardelijke indexering. In 2002 had 54 procent van de actieve deelnemers een pensioen gebaseerd op eindloon, in 2007 is dat nog maar 3 procent en kent 85 procent een pensioen gebaseerd op het middelloon (dat

² Zie bijvoorbeeld Nederland PensioenKampioen: Wat staat ons nog te doen?, adviesrapport van de werkgroep Europese pensioenen, 2007.

was 32 procent in 2002); een klein maar groeiend percentage deelnemers heeft een pensioen gebaseerd op ingelegde premies. Kortom, de overheersende trend is dat steeds meer het risico verbonden aan pensioenfinanciering naar de deelnemer wordt geschoven en dat het einde ervan nog lang niet in zicht is. Pensioenbestuurders pleiten steeds vaker voor pensioenregelingen op basis van ‘defined contributions’ (DC) waarmee het risico grotendeels voor rekening van de deelnemer komt. Binnen de Europese Unie neemt het aandeel van ‘defined benefit’ regelingen (DB) nog sterker af (zie bijvoorbeeld International Financial Services 2007). Bij hervormingen in Europese lidstaten wordt vaak geopteerd voor DC regelingen omdat deze snel uit te voeren zijn. Bovendien zijn DB regelingen complexer en moeilijker te vernieuwen (zie bijvoorbeeld Boeri et al. 2006), en vergen een langdurige periode van kapitaalopbouw voordat de welvaartswinst voor de economie van een DB- vis-à-vis een DC-systeem duidelijk wordt (Bonenkamp et al. 2006, p. 258).

Met de overschakeling van een DB- naar DC-systeem wordt een probleem in theorie opgelost maar zal de praktijk weerbarstiger blijken, omdat de consument niet de volledige rationaliteit en voorzienigheid kent die plannenmakers de werknemer toedichten en vermoedelijk ook niet in de naaste toekomst zal krijgen. De ‘behavioral finance’ literatuur (zie Cronqvist en Thaler 2004; Mitchell en Utkus 2004) maakt overduidelijk hoe beperkt rationeel de consument is in pensioenzaken. Wie een houdbaar pensioenstelsel maakt moet allereerst rekening houden met de beperkingen, wensen en mogelijkheden van zijn consumenten omdat een stelselwijziging anders op teleurstellingen en ongelukken uitdraait; ongelukken die wellicht daarna weer met veel kosten (van de belastingbetaler) moeten worden gecompenseerd en bovendien het vertrouwen in het pensioensysteem aantasten. De overgrote meerderheid van consumenten is pensioenanalfabeet, verwacht vooral vaste toezeggingen, en heeft geen flauw benul welke veranderingen er gaande zijn (zie bijv. Van Els et al. 2004), laat staan hoe hij de beste keuzes kan maken³. Een DB-systeem, zoals de meerderheid van de Nederlandse pensioendeelnemers kent is en blijft een systeem dat tegemoet komt aan de verwachtingen zoals die nu bestaan; deze verwachtingen zullen alleen maar moeizaam bijgesteld worden.

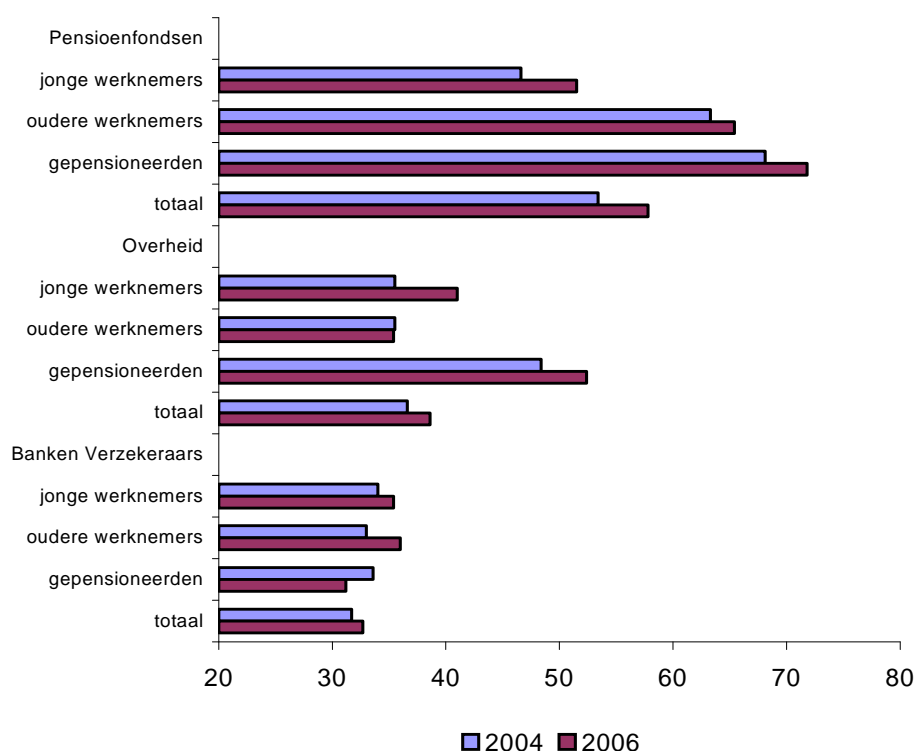
Naast het dragen van pensioenrisico is er een ontwikkeling die de zaken voor de pensioendeelnemer alleen maar complexer zal maken: de vergrote

³ Pensionconsultant Hewitt Associates onderzocht in 2007 106 DC regelingen in het Verenigd Koninkrijk, waar 1,1 miljoen mensen aan deelnemen. De onderzoekers schatten dat ondanks de goede intenties van de pensioenregelingen, die tot uiting komen in de verschillende keuzemogelijkheden, deelnemers ten dele gebruik maken van alle mogelijkheden. Wanneer zij wel gebruik maken van alle mogelijkheden, valt het pensioen waarschijnlijk 70% hoger uit (Hewitt Associates 2007)

keuzevrijheid door toenemende mededinging tussen pensioenproducenten. In dit verband wordt ook regelmatig het scenario geschetst dat op termijn wel eens de zogenaamde ‘grote’ verplichtstelling – verplichte aansluiting bij bedrijfstakpensioenfonds – zou kunnen vervallen. Andere partijen treden dan toe op de pensioenmarkt waardoor de keuzevrijheid en de tucht van de markt toeneemt. Hoe effectief of weloverwogen de keuzes in dat geval zijn blijft een open vraag. Het pensioenproduct is een typisch ‘experience good’, waarvan men pas met grote vertraging kan doorgronden of eerder gemaakte keuzes goed of fout zijn geweest. In een dergelijke setting zijn reputaties van pensioenaanbieders van groot belang. Vertrouwen is uiteindelijk de belangrijkste factor in de strijd om de pensioendeelnemer voor een pensioenfonds, niet alleen voor het creëren van benodigd draagvlak voor pensioenhervormingen, maar ook voor het geval dat de pensioenfonds meer concurrentie krijgen van andere Nederlandse pensioenfonds, verzekeringsmaatschappijen en buitenlandse pensioenfonds.

Om de ontwikkeling van het vertrouwen in kaart te brengen zijn in december 2004 en oktober 2006 peilingen door het Nederlands Interdisciplinair Demografisch Instituut (NIDI) gehouden onder een representatieve groep van circa 2000 deelnemers aan ondernemings- en bedrijfstakpensioenfonds. Doordat het toekomstige pensioen in Nederland gespreid is over drie pijlers – AOW, aanvullend pensioen en vrije besparingen – ligt het voor de hand om de drie grootste instituties - overheid, pensioenfonds en verzekeraars - onder de loep te nemen. Inzicht in het vertrouwen dat pensioenbeheerders genieten en de ontwikkeling daarin biedt de beheerders van pensioengelden een spiegel van het gevoerde beleid. De respondenten in december 2004 konden wellicht vermoeden dat de financiële positie van de pensioenfonds zich zou herstellen, maar de sterk negatieve resultaten van de jaren daarvoor zullen toch een rol van belang hebben gespeeld in hun blik op de toekomst (Van Dalen en Henkens 2005). Voor de respondenten van 2006 is het inmiddels duidelijk geworden dat de financiële positie van pensioenfonds zich heeft gestabiliseerd.

Figuur 1: Vertrouwen in beheerders van pensioenvermogen^a, 2004 en 2006 (percentage enig tot veel vertrouwen)



Bron: NIDI-Pensioensurvey, overgenomen uit Van Dalen en Henkens (2006)

Figuur 1 toont het vertrouwen in pensioenfondsen en andere beheerders van pensioengelden zoals banken en verzekeraars en de overheid zich heeft ontwikkeld.⁴ Overduidelijk blijkt dat de pensioenfondsen het meeste vertrouwen genieten, waarbij het vertrouwen in de loop der tijd alleen maar is toegenomen.⁵ Van de respondenten antwoordt 58 procent dat zij

⁴ Het verschil in vertrouwen tussen pensioenbeheerders zal wellicht terug te voeren zijn op het feit dat pensioenfondsen en overheid non-profit doelstellingen nastreven en banken en verzekeraars gedreven worden door een winstmotief, maar de enquête kan op dit punt geen uitsluitsel geven.

⁵ Zie ook Llewellyn (2005) voor een analyse over de relatie tussen vertrouwen in het financiële product en vertrouwen in de financiële organisatie. Pensioenproducten zijn door hun lange termijn karakter bij uitstek producten waarbij het mate van vertrouwen erg hoog

vertrouwen hebben in de pensioenfondsen (dit was in 2004 nog 53 procent), in de overheid heeft 39 procent vertrouwen (was 36 procent) en in de banken en verzekeringsmaatschappijen tenslotte heeft 33 procent vertrouwen (was 32 procent). Interessant is hoe de verschillende leeftijdsgroepen van de deelnemers tegen de pensioenfondsen aankijken. Gepensioneerden en oudere deelnemers (45-64 jaar) hebben doorgaans veel vertrouwen in de fondsen. Jongere werknemers (onder de 45 jaar) hebben wat minder vertrouwen in hun pensioenfonds, maar het vertrouwen is wel van 2004 naar 2006 toegenomen. Dat is opmerkelijk, want men zou verwachten dat als gevolg van de genereuze overgangsregelingen rond VUT en prepensioen de jongere deelnemers juist minder vertrouwen in hun fondsen hebben gekregen. Het tegendeel blijkt het geval te zijn: het vertrouwen onder de jonge deelnemers is evenals bij de andere groepen alleen maar toegenomen.

De stilzwijgende veronderstelling in veel discussies over vertrouwen en pensioenbeleid is dat deelnemers begrijpen wat er gebeurt en daar rationeel op reageren. Transparant pensioenbeheer is in de ogen van pensioenbeheerders vaak dat men op openbare en duidelijke wijze verantwoording aflegt over gevoerd beleid en kenbaar maakt aan het publiek wat men van plan is. Een cruciale factor om reacties op pensioenbeleid te kunnen begrijpen is het kennisniveau van deelnemers. Pensioenkennis kan men op verschillende manieren meten, waarbij het altijd de vraag is of mensen werkelijk de finesses van het pensioenstelsel kunnen doorgronden. In tabel 1 hebben we de zelfgerapporteerde pensioenkennis als uitgangspunt genomen, waarbij opgemerkt wordt dat men niet al te hoge verwachtingen moet hebben van het pensioenkennisniveau van de deelnemers: 15 procent zegt relatief veel kennis van de pensioenmaterie te hebben, terwijl de meerderheid (51 procent) stelt dat ze weinig pensioenkennis bezit. De pensioenkennis is bovendien bijzonder scheef verdeeld naar geslacht. De stelling die Van Dalen en Henkens (2006) hebben getoetst is of de waargenomen dynamiek in vertrouwen is gestoeld op kennis. In tabel 1 is de verandering in vertrouwen tussen 2004 en 2006 uitgesplitst naar kennisniveau van deelnemers.⁶ Het gaat hier om een vaste groep personen die in de tijd gevolgd wordt. De belangrijkste conclusie die men aan tabel 1 kan verbinden is dat het vertrouwen in pensioenfondsen en banken en verzekeraars sterk is gegroeid bij de categorie pensioenkenners, terwijl het ver-

moet zijn, wil het product afgenomen worden. Dit legt de lat qua integriteit, governance, en compliance voor pensioenfondsen in die zin hoger dan bij andere financiële instellingen.

⁶ Voorts is onderzocht in welke mate kennis en leeftijd onafhankelijk van elkaar een rol spelen in het bezit van vertrouwen en door middel van een ordered probit analyse van het vertrouwen in overheid bleek dat het (zelf gerapporteerde) kennisniveau van substantieel belang is, terwijl leeftijd geen rol van betekenis speelt.

trouwen in de overheid wat betreft pensioenzaken juist sterk is afgenomen. Bij de groep die stelt dat zij weinig pensioen kennis bezit kan men niet of nauwelijks een toename van vertrouwen in één van deze pensioenbeheerders ontdekken. De afname van het vertrouwen in de overheid als partner in pensioenzaken onder de zelfbenoemde kenners is verrassend maar wel begrijpelijk te noemen. Verrassend, omdat werknemers in de hectiek van de vele pensioenveranderingen wél een toenemend vertrouwen blijken te hebben in pensioenfondsen en banken en verzekeraars. De beleidshervormingen voor pensioenfondsen en pensioendeelnemers vanuit de overheid geïnstigeerd worden blijkbaar anders geëvalueerd. Het is begrijpelijk dat het vertrouwen in de overheid afneemt omdat de doelstellingen van de andere pensioenbeheerders - pensioenfondsen en banken en verzekeraars – duidelijker en beter waarneembaar zijn voor de werknemers met pensioen kennis. Een alternatieve reden waarom juist het vertrouwen onder pensioen kenners in de overheid is afgenomen zou terug te voeren kunnen zijn op de beleidshervormingen die de overheid heeft geïnitieerd ten aanzien van VUT en prepensioen. Door in te grijpen in bestaande rechten schendt de overheid het vertrouwen.

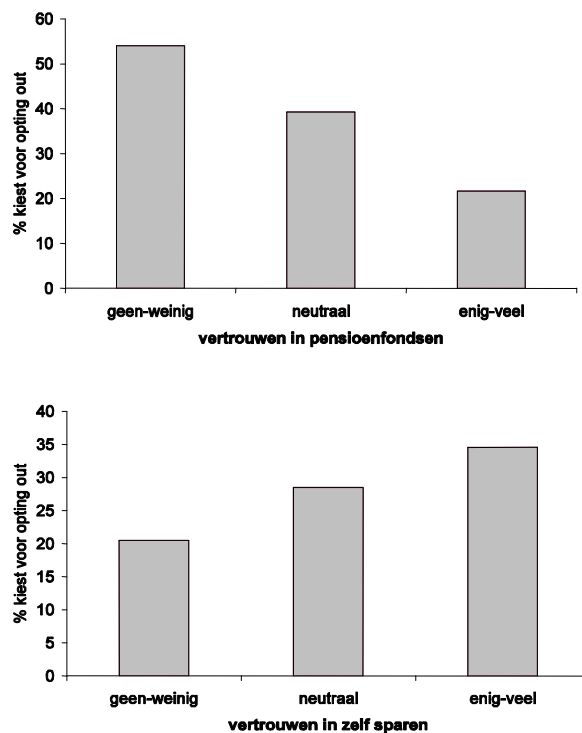
Tabel 1 Dynamiek in pensioenvertrouwen naar pensioen kennis^a onder werknemers (percentage respondenten met enig tot veel vertrouwen in pensioenbeheerders)

Heeft kennis van pensioenfinanciën ^a	Pensioenfondsen		Overheid		Banken en verzekeraars	
	2004	2006	2004	2006	2004	2006
Relatief weinig kennis	48	49	33	33	27	29
Neutraal	54	61	35	39	33	37
Relatief veel kennis	65	74	48	42	41	47

^a Antwoorden op de vraag “Ik weet meer dan de meeste mensen over het financieren van mijn pensioen”.

Pensioenfondsen genieten bij de meerderheid van de bevolking enig tot veel vertrouwen. Een open vraag is natuurlijk wat er gebeurt in het denkbeeldige geval de verplichtstelling wordt opgeheven en werknemers kunnen overstappen naar andere pensioenfondsen. Figuur 2 biedt enig inzicht in de mogelijke consequenties van een verlies aan vertrouwen. Aan werknemers is de hypothetische vraag voorgelegd of zij uit hun pensioenfonds zouden stappen wanneer de verplichte winkelning bij het pensioenfonds van hun bedrijfstak of onderneming wordt opgeheven.

Figuur 2 Relatie vertrouwen en uitstapgedrag^a pensioenfonds wanneer verplichting wordt opgeheven



^a Vraag: “Stel dat het volgende voorstel wordt gedaan door het pensioenfonds van uw werkgever: u kunt uit het pensioenfonds stappen en het verplichte bedrag aan pensioenpremies mag u naar eigen inzicht besteden of sparen. Wat zou u in zo'n geval doen?” De antwoorden zijn op deze plaats samengevat in termen van ‘niet uitstappen’ versus ‘wel uitstappen’

Bron: NIDI pensioen-survey (november 2006)

Gemiddeld overweegt 31 procent van de werknemers in zo'n situatie om hun pensioenfonds te verlaten. Echter het opstapgedrag varieert sterk naar het vertrouwen dat zij hebben in hun pensioenfonds. Bij de werknemers met enig tot veel vertrouwen zou ‘maar’ 22 procent voor de ‘opting out’-optie kiezen, terwijl bij werknemers die weinig of geen vertrouwen hebben 54 procent kiest om te vertrekken. Het opstapgedrag heeft natuurlijk ook te maken met het vertrouwen dat werknemers hebben in zelfstandig voor een

goed pensioen te sparen. Ook hier zien we dat het opstapgedrag toeneemt naarmate het zelfvertrouwen toeneemt.⁷

Vanzelfsprekend moet men dit soort intenties met de nodige voorzichtigheid interpreteren, maar een mogelijke vertrouwensbreuk valt niet mis te verstaan: wanneer het vertrouwen van pensioenfondsen afbrokkelt verliezen zij ruim 50 procent van hun ‘vaste’ klanten. Hier ligt een spanningsveld tussen pensioenfondsen en deelnemers. Aan de ene kant zijn de rationale voordelen voor het “blijven” bij het pensioenfonds substantieel, en uitvoerig onderzocht (zie Van der Lecq en Steenbeek 2006). Aan de andere kant blijkt uit het potentiële opstapgedrag van de werknemers, dat zij deze voordelen niet als zodanig ervaren.⁸

3 Het denken en doen van pensioenproducenten

De tweede blinde vlek heeft betrekking op het denken en doen van pensioenproducenten. Zoals hierboven uiteengezet genieten pensioenfondsen vooralsnog veel vertrouwen, zeker in verhouding tot hun naaste concurrenten zoals verzekeraars. De verplichtstelling biedt echter bescherming tegen concurrentie en voorkomt dat deelnemers met hun voeten kunnen stemmen. De dreiging dat veel deelnemers hun pensioenfonds verlaten wanneer het vertrouwen geschaad wordt zou menig pensioenbestuurder niet gerust moeten stellen omdat het dekken van pensioenrisico’s gebaat is bij een stabiele inkomens- en leeftijdsstructuur van deelnemers. Immers, wanneer een pensioenfonds een onevenwichtigheid kent in deelnemersstructuur komen beloftes uit het verleden onder druk. Voor pensioenproducenten – pensioenfondsen en verzekeraars – is het daarom van belang om na te denken hoe men zich moet positioneren op de markt voor pensioenen die steeds meer betwist gaat worden door andere partijen in binnen- en buitenland. Wat zijn de voorwaarden om een goed en betrouwbaar product te maken? Wekt men bepaalde verwachtingen die men wel waar kan maken?

⁷ Een alternatieve verklaring voor het opstapgedrag zou te maken kunnen hebben met een voorkeur voor DB en DC die afwijkt van de strategie van het pensioenfonds waarbij men verplicht is aangesloten. Zie op dit punt Van Rooij et al. (2007). Deze stap veronderstelt echter al de nodige pensioenkennis die bij vele deelnemers niet aanwezig is.

⁸ Het is overigens op dit moment onduidelijk wie de lachende derde is: hoogstwaarschijnlijk stappen zij over naar een ander pensioenfonds aangezien verzekeraars nog op weinig vertrouwen van consumenten kunnen rekenen. Of de consument gebaat is bij een overstap is ook onduidelijk. Overmoed is een bekend verschijnsel in de literatuur van financiering en belegging en de ervaringen uit Zweden om zelfstandig beleggingsstrategieën te kiezen overtuigen allermint. Alleen voor hen die de last van eigen verantwoordelijkheid kunnen dragen is volledige keuzevrijheid een wenselijke ontwikkeling (Hershey et al., 2007).

Als men zich geen rekenschap geeft van hoe de klant in elkaar steekt is de teleurstelling als het ware ingebakken.

De discussie over het beleid rond pensioenen en pensioenbeheer kent sterk ideaaltypische karaktertrekken. De verleiding is groot om eerst een perfecte wereld te schetsen om vervolgens dit beeld te spiegelen aan wat beslissers denken en doen. De problemen die de ontwerper ziet hoeven niet noodzakelijk overeen te komen met de problemen die de man of vrouw in de praktijk waarneemt. Wij willen op dit punt de zaken omdraaien om de beslissers met al hun eigenaardigheden en beperkingen als uitgangspunt te nemen. Hoe pensioenfondsbestuurders denken over hun eigen branche en de toekomst ervan is welhaast *terra incognita* en kennis hierover is vooral ingegeven door een exegese van jaarverslagen. Een voor de hand liggende aanpak is om pensioenfondsbestuurders vragen voor te leggen over de houdbaarheid van het pensioenstelsel. Eind december 2006 werd een enquête verstuurd door de Rotterdam School of Management (RSM) aan 120 bestuurders en directeuren van zowel bedrijfstakpensioenfondsen en ondernemingspensioenfondsen en gevraagd hoe zij de ontwikkelingen in de pensioenmarkt interpreteren. De respons op deze enquête is 35 procent.⁹ Door de deelname van de grootste pensioenfondsen van Nederland aan deze enquête vertegenwoordigt deze relatief kleine groep bestuurders praktisch de gehele Nederlandse pensioensector qua vermogen.

Klant is een beperkt rationele koning. Over één stelling is praktisch iedere pensioenbestuurder het eens: de pensioenmaterie is veel te complex voor de deelnemers. Gevraagd naar hun mening stelt 87 procent van de bestuurders dat deelnemers de complexiteit van een pensioenproduct niet kunnen doorgronden; veel beleidsmakers en bestuurders in de pensioensector zien de rol van communicatie dan wel marketing dan ook toenemen. Het is een standaardreactie om beperkte rationaliteit te corrigeren door meer informatie te genereren in de hoop dat deelnemers op die wijze de complexiteit wel kunnen doorgronden.¹⁰ De lessen die men uit de experi-

⁹ Totaal aantal waarnemingen is 42. Daaronder bevinden zich tien grote bedrijfstakpensioenfondsen en 32 ondernemingspensioenfondsen. Er is noodgedwongen voor gekozen om ongewogen resultaten te presenteren om zo de diversiteit aan meningen te tonen. In dit soort kleinschalige onderzoeken zijn gewogen resultaten niet te prefereren omdat bijvoorbeeld de mening van één dominante respondent te sterk wordt uitvergroot. Als robuustheidsanalyse is overigens ook gekeken naar gewogen resultaten (vermogen, deelnemers). De belangrijkste resultaten blijven overeind; ze leveren vooral extremere percentages op.

¹⁰ Zo dacht het kabinet in Voorjaarsnota 2006 ook over het probleem van mensen met problematische schulden. Om dit voorkomen zouden naast aanscherping reclameregels ook maatregelen worden genomen, zoals "het vergroten van de financiële kennis en vaardig-

mentele economie kan trekken is dat dit ijdele hoop is. Men verandert wellicht intenties maar door een gebrek aan wilskracht blijft er een gapend gat tussen intenties en gedrag. Choi et al. (2006) beschrijven een verhelderend voorbeeld. Na afloop van een seminar over een spaarplan van een Amerikaans bedrijf (over een zogenaamd 401(k)-plan) meldden alle werknemers dat zij van plan waren om mee te doen aan het spaarplan. Echter na 6 maanden bleek maar 14 procent een vervolg te hebben gegeven aan hun voornemens. Eenzelfde inertie kan men ook waarnemen bij beleggings- en allocatiebeslissingen. Het zou logischer geweest zijn om goede 'default' opties in pensioensystemen in te bouwen die afgestemd zijn op individuele deelnemers.

Een groot gedeelte van Nederlandse pensioenfondsen lijkt voorbij te gaan aan wensen van hun deelnemers en mogelijkheden die pensioen op maat beter mogelijk maken; zij richten zich in plaats hiervan op meer communicatie met de deelnemer. Een belangrijk deel van de bestuurders (32 procent) is niet van plan het bestaande pensioenproduct persoonlijk af te stemmen. Voor pensioenproducten waarmee individuele voorkeuren misschien beter vormgegeven kunnen worden, afgestemd op een persoonlijk profiel, verwacht ruim 78 procent van de bestuurders niet dat zij die gaan aanbieden. Bestuurders zien meer dan in productontwikkeling of productaanpassing, een rol weggelegd voor meer advies (53 procent), en een grotere rol voor communicatie (96 procent).

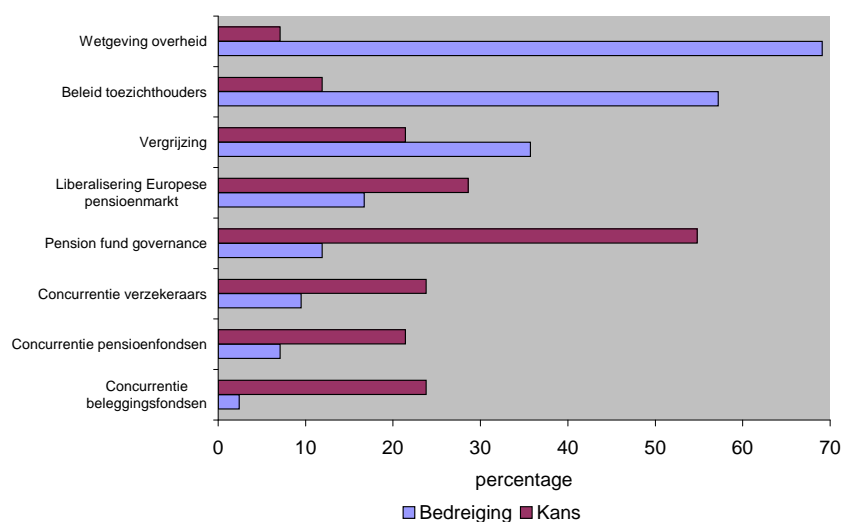
Kansen en bedreigingen pensioenfondsen. Wie over pensioenzaken nadenkt is geneigd om de vergrijzing als de grootste bedreiging van de houdbaarheid van het pensioenstelsel te zien. Echter, gevraagd naar welke ontwikkelingen pensioenfondsbestuurders als een kans of bedreiging zien, kwamen verrassenderwijs de overheid en toezichthouder als de grootste bedreigingen naar voren (zie figuur 3): 72 procent van de bestuurders vindt de wetgeving van de overheid een (grote) bedreiging. 56 procent van de bestuurders vindt het beleid van de toezichthouders een (grote) bedreiging. Pas na de wetten van de overheid en de bemoeienissen van de toezichthouders komt vergrijzing als een bedreiging tevoorschijn.

Gevraagd naar wie de belangrijkste concurrenten nu zijn, springen verzekeraars er met 19 procent als "belangrijke concurrent" bovenuit. Een hoog percentage gegeven de verplichtstelling van pensioenopbouw. Een aantal pensioenfondsen voelt dus een concrete dreiging. Overigens worden andere financiële instellingen (zoals beleggingsfondsen) overwegend niet als concurrent gezien. Als gevraagd wordt naar de belangrijkste concurren-

heden van mensen, het geven van voorlichting en het ondersteunen van de uitbreiding van de schuldenregistratie." (Tweede Kamer, 2006, blz. 2)

ten over vijf jaar, verschuiven de verhoudingen. Banken, verzekeraars en beleggingsfondsen worden belangrijker, maar ook de rol van Europese instellingen neemt enigszins toe: bijna 22 procent ziet een Europese financiële instelling over vijf jaar als een belangrijke concurrent, terwijl nu nog maar 10 procent van de bestuurders Europese instellingen als concurrent beschouwt.

Figuur 3 Kansen en bedreigingen in de pensioenmarkt volgens pensioenbestuurders, 2006

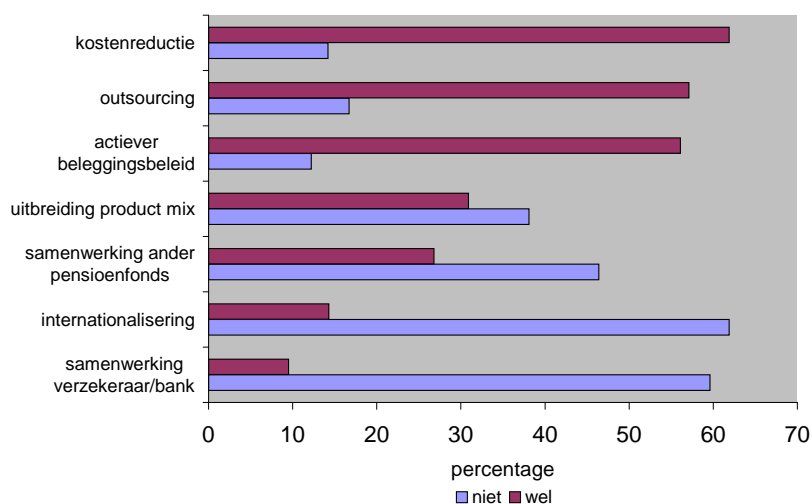


Bron: RSM pensioenonderzoek, 2006.

Bestuurders zien de ontwikkeling in ‘pension fund governance’ overwegend als een kans (55 procent). Over de implementatie en ontwikkeling van pensioenbestuur lopen de meningen overigens ver uiteen. Gevraagd naar de stelling of gepensioneerden bestuurders rechtstreeks zouden moeten kunnen kiezen of benoemen, was 25 procent het hiermee oneens, en 60 procent het mee eens. Dat gepensioneerden vertegenwoordigd moeten worden in pensioenbesturen onderschreef driekwart van de pensioenfondsbestuurders. Waarschijnlijk zijn bestuurders hier al aan gewend na de discussie rondom de principes voor ‘pension fund governance’. Andere ontwikkelingen behalve het toelaten van deelnemers in het pensioenbestuur en -toezicht worden resoluut afgewezen. Zo is bijna 67 procent het oneens met de stelling dat pensioenfondsbesturen een raad van commissarissen

moeten hebben. Bijna 90 procent vindt niet dat pensioenfondsen aandeelhouders moeten hebben.

Figuur 4 Strategische reacties op toekomstige ontwikkelingen binnen pensioenfondsen



Bron: RSM pensioenonderzoek, 2006.

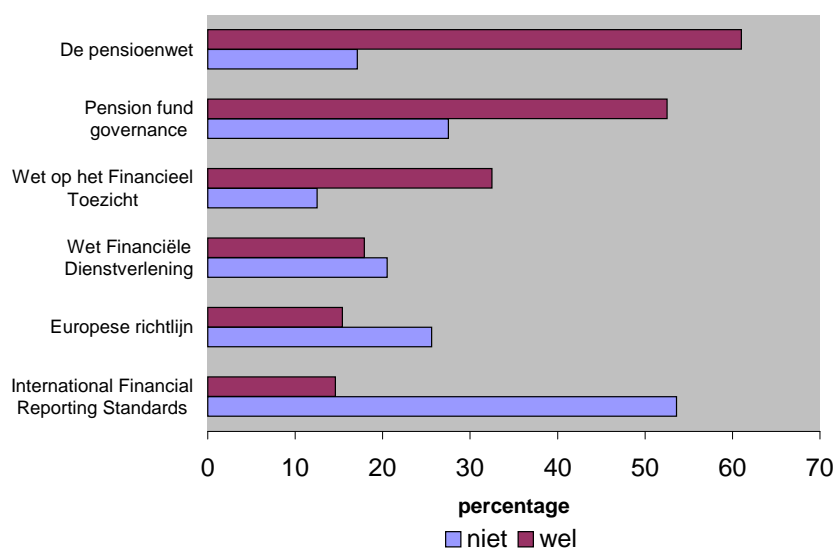
Een belangrijke vraag is natuurlijk hoe men denkt te reageren op de kansen en bedreigingen die zich voordoen in de pensioenmarkt. Figuur 4 toont de uitkomsten en het algemene beeld dat opdoemt uit de reacties is dat men de organisatorische oplossingen vooral zoekt in het reduceren van kosten, binnen het bedrijf dan wel via 'outsourcing' door diensten uit te besteden. Strategische samenwerking met andere pensioenfondsen wordt door sommigen nog wel overwogen, maar samenwerking met verzekeringsmaatschappijen of banken of internationalisering van de organisatie wordt door de meerderheid van pensioenbestuurders resoluut afgewezen.

De geringe bereidheid om na te denken over schaalvergroting of internationalisering wekt toch enige verbazing omdat dit toch een van de kansen zijn die de Europese liberalisering van de pensioenmarkt biedt. In figuur 3 ziet 27 procent dit toch als een kans, maar wellicht dat op dit terrein een dubbele moraal heerst: als gevraagd wordt of Nederlandse pensioenfondsen over vijf jaar in andere Europese landen pensioenen gaan aanbieden, denken bijna 7 van de 10 bestuurders dat ondernemingspensioenfondsen

dit zullen doen, en 6 van de 10 dat bedrijfstakpensioenfondsen dit zullen aanbieden.

Gevraagd naar of het eigen pensioenfonds dit zal doen, antwoordt 77 procent dat dit niet het geval is. Met andere woorden, “het is waarschijnlijk dat het andere pensioenfonds dit doet, maar niet de mijne”. Wellicht dat de interne oriëntatie ook aangemoedigd wordt door de inschatting van het politieke krachtenveld. Over de Nederlandse overheid hebben pensioenfondsbestuurders zo hun reserveringen, en over de Brusselse autoriteiten is men niet veel positiever: ruim 50 procent vindt dat de belangen van Nederlandse pensioenfondsen in Brussel niet goed worden behartigd. Toch geven de bestuurders op indirecte wijze aan dat de Haagse regels de pensioenfondsen meer belemmeren in hun doen en laten dan de Brusselse regels (zie figuur 5).

Figuur 5 Contraproductieve wet- en regelgeving in de ogen van pensioenbestuurders



Bron: RSM, pensioenonderzoek (2006).

Het algehele beeld van de enquêtes onder pensioenconsumenten en pensioenproducenten is dat bestuurders de aandacht op korte termijn vooral richten op het stroomlijnen van processen (vooral het beleggingsproces, de resultaten zijn hiervan niet opgenomen), en het bedienen van de deelnemer. Op langere termijn (in de enquête een 5-jaarshorizon) lijken pen-

sioenfonds en meer te bewegen op het strategische vlak, maar nog steeds in beperkte mate.

4 Zoeken naar de sleutel tot een houdbaar pensioenstelsel

Het vertrouwen dat pensioenfondsen genieten houdt hen ook gevangen. De leidende gedachte onder bestuurders en beleidsmakers lijkt om de status quo te behouden; het bestuursmodel moet koste wat koste geconserveerd worden. Deze reactie is goed te verklaren; het vertrouwen in het pensioenfonds is momenteel zeer hoog, onder zowel jong als oud. Het is daarbij opvallend dat zowel de pensioenconsumenten als de pensioenproducenten negatief zijn over de rol van de overheid. De consumenten vermoeden blijkbaar dat als het er op aan komt de overheid terugkomt op eerder gedane beloftes. Het vertrouwen dat consumenten in de overheid hebben bij pensioenaangelegenheden is dan ook aanmerkelijk lager dan het vertrouwen in pensioenfondsen. Bij de pensioenproducenten is het eigenlijk niet anders: de pensioenfondsen zien in wetgeving en de rol van de toezichthouder de grootste bedreiging voor de ontwikkeling van de pensioensector. Dit punt verdient echter enige relativisering. Zowel de consumenten als de pensioenfondsbestuurders doen daarbij de overheid te kort. De overheid is de bewaker van de lange termijn stabiliteit van de pensioensector, waar faillissementen een uitzondering zijn.¹¹

Uit de enquêtes in dit onderzoek komt ook naar voren dat pensioenconsumenten en pensioenproducten niet altijd dezelfde belangen nastreven. Hierdoor kunnen blinde vlekken ontstaan. Het paradoxale van het Nederlandse pensioendebat is dat beleidsmakers en bestuurders erkennen dat de blinde vlekken bestaan, maar dat men niet de logische conclusies eraan verbindt. Het gevaar is dat het vertrouwen bij de deelnemers sluipenderwijs achteruit gaat. De kern van een houdbaar pensioenstelsel moet zijn dat het niet alleen houdbaar is op de tekentafel in Den Haag of Brussel maar vooral ook moet aansluiten bij het denken en doen van pensioendeelne-

¹¹ Witteveen (2007) wijst erop dat een pensioenfonds een unieke instelling is die niet failliet kan gaan, omdat er immers gekort kan worden op de rechten van de deelnemers waardoor dreigende insolventie kan worden afgewend. Dit is volgens hem “niet minder erg dan een faillissement van een bank of verzekeraar; pensioen is een niet te onderschatten maatschappelijke voorziening waarmee serieus moet worden omgegaan”. Een risico is dan wel dat de sponsor failliet gaat. Het pensioenfonds wordt dan feitelijk “gesloten” en zal de tot op dat moment opgebouwde verplichtingen nakomen; bezittingen en verplichtingen kunnen bijvoorbeeld ook overgenomen worden door andere organisaties, zoals bijvoorbeeld bij het Fokker pensioenfonds in 2000.

mers. Het aardige van de huidige discussie over de verplichtstelling is dat het in een notendop weergeeft welke dilemma's beperkte rationaliteit oproept. De verplichtstelling is bijvoorbeeld een methode om ineffectief of inactief spaargedrag te ondervangen. Door de verplichtstelling krijgen pensioenfondsen klanten in de schoot geworpen en ontbreekt de disciplinerende werking van concurrentie. De resultaten van dit onderzoek illustreren dat die disciplinerende werking tot uiting kan komen in een groot klantenverlies indien een pensioenfonds het vertrouwen van klanten verliest. Het ontbreken van deze disciplinerende werking door het vasthouden aan de verplichtstelling hoeft op zich geen zwakte te zijn als pensioenfondsbesturen maar effectief verantwoording afleggen ten opzichte van de belanghebbenden. Met andere woorden, de tucht komt *niet* van een vrije markt voor pensioenen maar van het kritisch volgen van belanghebbenden en het expliciteren van regels die verantwoord beleid kunnen vormgeven en de (financiële) belangen van de stakeholders in het pensioenfonds kunnen expliciteren.

De consequenties – een interpretatie. Het besef dat deze twee zaken de kern van de huidige pensioenproblematiek vormen is echter niet een voldoende voorwaarde voor een gezonde toekomst. Onderzoek onder pensioenbestuurders levert het inzicht op dat de pensioensector in de gaten heeft dat 'pension fund governance' topprioriteit dient te genieten en dat het pensioenproduct voor menig deelnemer te complex is om goed te kunnen doorgronden. Het besef moet zich echter ook vertalen in adequate beleidsacties. Op dit punt geven enquêtes geen antwoord en moeten we ons baseren op inzicht verkregen buiten de survey om. Naar onze mening wordt weliswaar lippendienst bewezen aan het belang van governance en het inzicht dat pensioendeelnemers beperkt rationeel zijn, maar er wordt onvoldoende vervolgd gegeven aan die inzichten. Om ook in de toekomst het vertrouwen in de pensioensector te kunnen handhaven ligt het voor de hand om aandacht te besteden aan twee beleidslijnen:

i. De beperkt rationele klant is koning

Nederland kent een sterke traditie waarin paternalisme in beleid en praktijk van pensioenen doorwerkt. Pensioenopbouw is verplicht gesteld in Nederland voor mensen die bij de overheid en bedrijfstakingen werken. Mensen hebben een korte horizon voor hun pensioenopbouw, en doen zichzelf bijna altijd te kort. Dit is een belangrijk inzicht uit de 'behavioral finance'-literatuur. Uit de ervaringen met pensioenhervormingen in de Verenigde Staten, Zweden en het Verenigd Koninkrijk komt duidelijk naar voren dat de pensioenconsumenten beperkt rationeel zijn en dat een paar welover-

wogen keuzemogelijkheden het beste zijn. Bovendien blijkt uit enquêtes dat mensen op dit gebied slecht opgeleid zijn: zij zijn “financieel analfabeet”. Verplichte pensioenopbouw biedt daarom het beste van twee werelden: het bevrijdt deelnemers van lastige keuzes die ze niet willen én kunnen maken. Daarnaast beschermt het deelnemers voor een gebrekkig pensioen op latere leeftijd. Hiermee wijkt Nederland af van landen als de Verenigde Staten, waar het vrijwillige karakter een veel belangrijker rol speelt.

Een ander instrument om de beperkt rationele deelnemer te beschermen in een wereld van volledige keuzevrijheid is de verplichte uitvoering van pensioenregelingen. Keuzevrijheid leidt er uiteindelijk volgens ons toe dat individuele deelnemers in de toekomst de mogelijkheid krijgen om een deel van hun pensioen onder te brengen bij een andere pensioenuitvoerder dan die de regeling uitvoert. Intergenerationele subsidiëring neemt daardoor steeds verder af, waardoor de verzekeringselementen van een pensioenregeling belangrijker worden. En die kunnen door veel uitvoerders worden gerealiseerd.

Pensioenfondsen moeten dan ook veel harder dan nu werken aan het duidelijk maken van de voordelen van de verplichtstelling voor de deelnemer. Het pensioenfonds moet om te beginnen een goed standaard ‘Defined Benefit’- pensioenproduct (blijven) aanbieden met heldere afspraken over oudedagsinkomen. De vernieuwing van het DB-pensioencontract schuilt vooral in het bieden van eenvoudige en begrijpelijke default-opties zodat hier meer ingespeeld wordt op de beperkingen en wensen van deelnemers. Solidariteit, schaalvoordelen en inkomenszekerheid zijn sleutelbegrippen bij het vormgeven van dit standaard product. Het pensioenfonds neemt het risico, maar in beperkte mate.

Bovenop het standaard pensioenproduct kan de deelnemer pensioen opbouwen op basis van vermogensgroei door inleg, hij is vrij te sturen in de vermogenssamenstelling en/of de inleg. De deelnemer neemt het risico. Individualiteit, maar ook schaalvoordelen - doordat het pensioenfonds dit uitvoert - zijn sleutelbegrippen. Alleen op deze manier kan een pensioenfonds een belangrijke rol blijven spelen bij de individualisering van de pensioenregelingen.

ii. Herstel het evenwicht bij pensioenfondsbestuur

Er zijn tal van ontwikkelingen gaande in de pensioensector maar het pensioenbestuur zelf heeft nog niet de prioriteit die het verdient. Werkgevers willen steeds meer overgaan van impliciete naar expliciete contracten. Werkgevers van ondernemingspensioenfonds zijn hier de afgelopen jaren het meest duidelijk in geweest. Een consequentie van IFRS is al dat de

pensioenregelingen effectief worden geconsolideerd met de balans van de onderneming. Voor veel bedrijven een duidelijke prikkel om het pensioenfonds voldoende op afstand te zetten. De toezichthouder en pensioenfondsen hebben duidelijke regels voor als het slecht gaat. De premies gaan omhoog, of de indexatie wordt achtergehouden. Maar wat als het goed gaat? Voor collectieve DC-regelingen is dat duidelijk; daar worden geen terugstortingen meer toegepast maar vormen van extra indexering. Voor pensioenregelingen op basis van (middenloon) DB ligt dat anders. Terugstorting aan de werkgever is mogelijk onder voorwaarden (artikel 129 pensioenwet), maar het blijft onbesproken hoe deelnemers hiervan profiteren. Veel pensioenregelingen lijken de werkgever financieel beter te compenseren in geval van voorspoed dan de werknemer. Dit is een structurele onevenwichtigheid; een verklaring hiervoor zou de moeizame vernieuwing van het bestuursmodel van pensioenfondsen kunnen zijn.

Het paritaire bestuursmodel staat namelijk nog steeds fier overeind. De oorsprong van het model dateert uit de jaren vijftig van de vorige eeuw. Dit bestuursmodel is niet onder alle omstandigheden toekomstbestendig. Belangrijk daarbij is welke rol de deelnemers krijgen toegedicht. Misschien moet de keuze voor een organisatie of bestuursmodel beginnen met de deelnemer. De crux voor de keuze van een bestuursmodel kan dan simpel zijn. Wie is de risicodragers en wie heeft recht op het surplus dat opgebouwd wordt in het pensioenfonds. Als het pensioenfonds het DC als belangrijkste pensioenproduct aanbiedt is de deelnemer de ultieme risicodragers. De pensioentoezegging is volledig afhankelijk van het op dat moment opgebouwde vermogen. Er moet dan een bestuursvorm gekozen worden waarbij de deelnemer aanspraak maakt op het surplus en ook medezeggenschap heeft over de verdeling. Bij een DB geldt echter dat het risico voor het pensioenproduct bij het pensioenfonds ligt. Er is dan sprake van uitgesteld salaris; de aanspraak die de deelnemer dan op het surplus kan maken is in die gevallen veel beperkter. Bestuursmodellen gebaseerd op wie het risico draagt levert zo toekomstbestendige afspraken tussen deelnemer, werkgever en pensioenfondsbestuur.

Voor het beleid ten aanzien van pensioenfondsen is deze gedachte van groot belang omdat het evenwicht tussen deelnemers en pensioenfondsbestuur uit het lood is. De verdeling van pensioencontracten in termen van pensioenfondsen (respectievelijk aantallen actieve deelnemers) was in 2007: 15 procent eindloon (en 3 procent van de actieve deelnemers), 54 procent middenloon (85 procent) en 7 procent beschikbaar premiesysteem

(5 procent).¹² Deelnemers hebben in alle drie de gevallen evenveel te zeggen. Door de tegenvallende beleggingsresultaten tussen 2001 en 2004 en het strakkere toezichtregime zijn veel pensioenregelingen aangepast en in veel gevallen zijn deze regelingen voor de deelnemers verder versoerd. Deelnemers zullen als gevolg van de nieuwe ontwikkelingen dus een groter risico lopen dat hun pensioen in de toekomst mogelijk tegenvalt. Het aanpassen van pensioenregelingen zet daarom de deur wagenwijd open voor een belangrijkere rol van deelnemers omdat ze een groter deel van het risico van het uiteindelijke pensioen moeten dragen: wie het meeste risico draagt of gaat dragen moet ook een zware stem krijgen bij de aansturing en besturing van pensioenfondsen. In de naaste toekomst zou er met de volgende drie alternatieve bestuursmodellen geëxperimenteerd kunnen worden.¹³

Deelnemers worden toegevoegd aan het bestuur of vervangen de werknemersvertegenwoordiging. Pensioenfondsen reageren hierop tot nu toe lauw. Zij zetten liever in op deelnemersraden, die vrijblijvende adviserende bevoegdheden hebben. Dit model is het minst vergaand en eigenlijk een voortzetting van de huidige praktijk.

De stichtingsvorm wordt omgezet in een coöperatie of een vereniging. Dit model wordt veelal toegepast in de nieuwe lidstaten van de Europese unie. In de Verenigde Staten is TIAA-CREF¹⁴, hiervan een succesvol voorbeeld. Deelnemers zijn eigenaar van het pensioenkapitaal, de overwinst en benoemen het bestuur door middel van een ledenraad. De coöperatie of vereniging kan bovendien eenvoudig aanvullende pensioenproducten aanbieden aan haar leden. Een nadelige bijkomstigheid is dat management extra verantwoording aflegt. Dit kan de slagkracht van de organisatie beperken.

De stichtingsvorm wordt omgezet naar een onderlinge verzekeraar. Pensioenfonds de Eendracht bijvoorbeeld zette haar pensioenstructuur om in een verzekeringsmaatschappij. In dit model worden 16 verschillende pensioenregelingen onder een dak uitgevoerd. Het voordeel is de herkenbare structuur van een verzekeraar.

¹² Daarnaast zijn er tal van hybride pensioencontracten die niet eenduidig aan één van deze categorieën valt toe te rekenen. Zie verder pensioengegevens DNB: www.statistics.dnb.nl/index.cgi?lang=nl&todo=PenMonitor

¹³ Uiteraard zijn naast deze drie mogelijke opties er natuurlijk nog meer opties denkbaar, zie Koedijk en Slager (2006).

¹⁴ Dit is een van de grootste pensioenverzekeraars in de VS, zie <http://www.tiaa-cref.org/index.html>. TIAA staat voor Teachers Insurance and Annuity Association en CREF voor College Retirement Equities Fund.

Kortom, voor pensioenfondsen is de tijd aangebroken om niet alleen lip-pendienst te bewijzen aan de stelling dat de deelnemer centraal staat maar dit ook daadwerkelijk uit te voeren.¹⁵

Auteurs

De auteurs Kees Koedijk (c.koedijk@uvt.nl), Alfred Slager (a.slager@uvt.nl) en Harry van Dalen (h.p.vandalen@uvt.nl) zijn allen verbonden aan de Universiteit van Tilburg; de laatste auteur is tevens verbonden aan het Nederlands Interdisciplinair Demografisch Instituut (NIDI) in Den Haag. Dit is een herziene en ingekorte versie van een paper die op 26 april 2007 is gepresenteerd op een Netspar-conferentie in Utrecht.

Literatuur

- Ambachtsheer, K., 2007, *Pension Revolution: A Solution to the Pensions Crisis*, Wiley & Sons, New York.
- Boeri, T., A.L. Bovenberg, B. Coeure en A. Roberts, 2006, *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*, Geneva Reports on the World Economy, CEPR/ICMB, Londen.
- Bonenkamp, J.P.M., M.E.A.J. van de Ven en E.W.M.T. Westerhout, 2006, Macroeconomische aspecten van intergenerationele solidariteit, in S.G. van der Lecq, O.W. Steenbeek (eds), *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer, Dordrecht.
- Choi, J., D. Laibson, B. Madrian en A. Metrick, 2006, Saving for Retirement on the Path of Least Resistance, in E.J. McCaffery en J. Slemrod (eds), *Behavioral Public Finance*, Russell Sage Foundation, New York, pp. 304-351.
- Cronqvist, H. en R. Thaler, 2004, Design Choices in Privatized Social Security Systems: Learning from the Swedish Experience, *American Economic Review*, vol. 94(2): 424-428.
- Dalen, H.P. van en K. Henkens, 2005, Wie vertrouwt de werknemer zijn pensioengeld toe? *Economisch-Statistische Berichten*, vol. 90(4453): 58-60.
- Dalen, H.P. van en K. Henkens, 2006, Vertrouwen in pensioenfondsen: wie kennis vermeerdert..., *Economisch-Statistische Berichten*, vol. 91(4499): 616-618.
- Els, P. van, J.W. van den End en M. van Rooij, 2004, Pensions and Public Opinion: A Survey Among Dutch Households, *De Economist*, vol. 152(1): 101-116.
- Hershey, D.A., K. Henkens en H.P. van Dalen, 2007, Mapping the Minds of Retirement Planners, *Journal of Cross-Cultural Psychology*, vol. 38(3): 361-382.

¹⁵ En het zij gezegd dat sommige pensioenbestuurders (o.a. topman Scott Evans van het Amerikaanse TIAA-CREF) en –toezichhouders wel degelijk door hebben dat diversiteit in rationaliteit ook om een diversiteit in benadering vraagt. Een bredere deling van dit besef blijft echter gewenst.

- Hewitt Associates, 2007, DC Pension Scheme Members Could Miss Out On Up to 70% Additional Retirement Income, 10 September 2007, <http://www.hewittassociates.com/Intl/EU/en-GB/AboutHewitt/Newsroom/PressReleases/2007/september-10-07.aspx>
- International Financial Services London, 2007, *Pension Reform*, London, http://www.ifsl.org.uk/uploads/PB_Pension_Reform_2007.pdf
- Koedijk, C.G. en A. Slager, 2006, De toekomst van het Nederlandse pensioenfonds, *Economisch-Statistische Berichten*, vol. 91(4501): 516-519.
- Koedijk, C.G. en A. Slager, 2006, Een menukaart voor pensioenbeleid, *Economisch-Statistische Berichten*, vol. 91: 516-519.
- Lecq, S.G. van der en O.W. Steenbeek (eds), 2006, *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer, Dordrecht.
- Llewellyn, D.T., 2005, Trust and Confidence in Financial Services: A Strategic Challenge, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 13(4): 333-346.
- Ministerie van Financiën, 2006, *Voorjaarsnota 2006*, Tweede Kamer der Staten-Generaal, no. 30560, no. 1, SDU, Den Haag.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2006, *Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen – een achtergrondnotitie*, Den Haag.
- Mitchell, O.S. en S.P. Utkus, 2004, *Pension Design and Structure – New Lessons from Behavioral Finance*, Oxford University Press, Oxford.
- Rooij, M.C.J. van, C.J.M. Kool en H.M. Prast, 2007, Risk-return preferences in the pension domain: are people able to choose?, *Journal of Public Economic*, vol. 91(3-4): 701-722.
- Werkgroep Europese Pensioenen, 2007, *Nederland PensioenKampioen: wat staat ons nog te doen?*, adviesrapport Holland Financial Centre, Amsterdam.
- Witteveen, D., 2007, *Uitdagingen voor de Nederlandse pensioensector*. Speech voor de Algemene ledenvergadering Vereniging van Bedrijfstakpensioenfonds, 16 april 2007, Scheveningen.