

Risico's van een goed pensioen

Onno Steenbeek

Het is onmogelijk om voor een individu in financiële termen te definiëren wat het doel van pensioensparen zou moeten zijn; wat een 'goed pensioen' is. De strategie om dat pensioen vervolgens te realiseren kan daarmee ook niet eenduidig worden vastgesteld. Mede als gevolg van deze onduidelijkheid, is veel aan te merken op de manier waarop zowel individuele pensioenspaarders als de collectieve pensioensector omgaan met risico's. Anders geformuleerd: er is de laatste jaren te veel aandacht besteed aan risico's die vanuit het perspectief van de deelnemer irrelevant zijn. Dit heeft mede bijgedragen aan het afbrokkelend draagvlak onder het collectieve stelsel. Er is een aantal mogelijke stappen om het tij te keren.

1 Inleiding ¹

Drie jaar geleden ontving ik een e-mail van het pensioentijdschrift IPE² met het verzoek om mee te doen aan een spel dat georganiseerd was in samenwerking met de beurs van New York. De regels waren eenvoudig. De spelers, allemaal pensioenprofessionals, kregen een lijst met 30 aandelen waarmee een beleggingsportefeuille moest worden samengesteld. In elk van die 30 aandelen mocht tussen 0% en 100% van het fictieve vermogen van 1 miljoen dollar belegd worden. De speler die aan het eind van de spelperiode het hoogste rendement had behaald, mocht in New York gaan lunchen met de baas van de beurs aldaar. Deelnemers 2 t/m laatst ontvingen geen prijs. De meter zou eind februari 2009 gaan lopen, dus achteraf gezien dichtbij het dieptepunt van de crisis. Ik gokte erop dat markten er aan het einde van dat jaar beter voor zouden staan en vermoedde dat in dat geval financiële instellingen het meest zouden profiteren. 100% van het vermogen ging daarom in AIG, de eerste financiële instelling die ik op het lijstje tegenkwam. De gok³ bleek juist: een rendement van 1200% binnen 8 maanden en daarmee de eerste prijs.

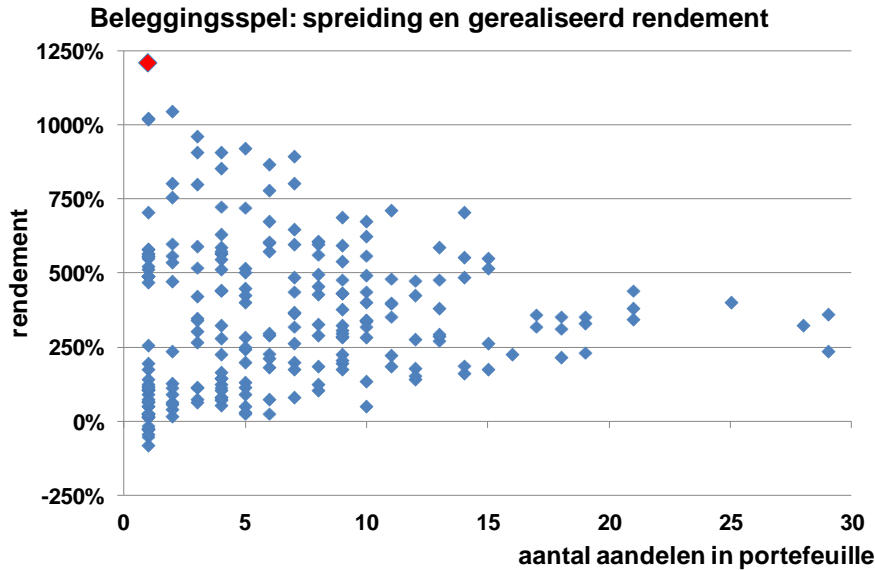
Het jaar erna won ik wederom de eerste prijs, met een vergelijkbare strategie. Naast een bezoek aan de beurs van Parijs, viel toen mij goeroe-status ten deel, want

¹ Oratie uitgesproken op 19 april 2012 bij de aanvaarding van het ambt van bijzonder hoogleraar Risicobeheer van Pensioenfondsen aan de Erasmus Universiteit Rotterdam vanwege de Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit Rotterdam.

² *Investment & Pensions Europe* (www.ipe.com).

³ Het leek Duncan Niederauer, CEO van de NYSE, beter om mijn "educated gamble" te afficheren als "concentrated investment strategy".

dat kon natuurlijk geen toeval zijn. Een derde ronde is er bij mijn weten niet geweest, of ik ben er in elk geval niet voor uitgenodigd.



Ik kende mijn eigen strategie, maar was reuze benieuwd naar de strategieën van mijn medespelers die ik blijkbaar tot tweemaal toe had weten te verslaan. Van IPE ontving ik 600 geanonimiseerde inschrijfformulieren van de beide spelrondes. De meeste deelnemers bleken te hebben gekozen voor een sterk gespreide portefeuille. Sommige spelers hadden hun geld zelfs gespreid over alle 30 aandelen op de lijst (zie figuur). Erg wonderlijk, want verregaande spreiding was een garantie om in de middenmoot terecht te komen en dus in elk geval het spel niet te winnen.⁴

Ik trek twee conclusies uit dit voorbeeld. Ten eerste blijkt het volledig afzien van risicospreiding een *free lunch* in New York te kunnen opleveren, terwijl ik tot nu toe dacht dat in het beleggingsvak diversificatie, oftewel de spreiding van risico's, de enige echte *free lunch* oplevert. Ten tweede concludeer ik dat de meeste deelnemers niet goed nadachten over het doel dat ze met hun beleggingsstrategie zouden moeten bereiken. Ze kozen een strategie waar van tevoren vaststond dat het geen prijs zou opleveren.

Na de prijsuitreiking kreeg ik uiteraard complimenten voor mijn prestatie, maar men uitte ook bezorgdheid. Men vroeg zich namelijk af of we bij APG misschien ook op deze manier beleggen voor onze klanten. "Maar natuurlijk", was mijn antwoord: samen met de klant bepalen we het doel van het pensioenfonds en stellen we vervolgens de optimale strategie vast om dat doel te bereiken. Het lastige is alleen dat het doel van pensioensparen een stuk minder eenvoudig vast te stellen is dan bij het beleggingsspel het geval was. Bij het spel was het doel simpelweg de

⁴ Zie ook: Berger and Bodie (1979).

winst, maar wat is het doel van pensioensparen nu precies? En welke beleggingsstrategie past daar bij?

Vandaag wil ik spreken over boten, vaarroutes, en havens. Welk schip nemen we? Waar varen we naartoe? En welke koers zouden we moeten varen, als we rekening houden met alle mogelijke risico's?

De stelling die ik vandaag wil toelichten en onderbouwen is dat het onmogelijk is om voor een individu in financiële termen te definiëren wat het doel van pensioensparen zou moeten zijn. Wat een 'goed pensioen' is. En dat de strategie om dat pensioen vervolgens te realiseren daarmee ook niet eenduidig kan worden vastgesteld. Mede als gevolg van deze onduidelijkheid, is momenteel veel aan te merken op de manier waarop zowel individuele pensioenspaarders als de collectieve pensioensector omgaan met risico's. Anders geformuleerd: er is de laatste jaren te veel aandacht besteed aan risico's die vanuit het perspectief van de deelnemer irrelevant zijn. Dit heeft mede bijgedragen aan het afbrokkelend draagvlak onder het collectieve stelsel. Aan het eind van mijn rede geef ik een aantal richtingen aan om het tijt te keren en geef ik aan welke rol ik zie weggelegd voor mij in mijn positie als hoogleraar Risicobeheer van Pensioenfondsen.

2 Een goed pensioen

Laten we bij het einde beginnen. Wat is het doel van pensioensparen? Wat is ons baken; op welke vuurtoren koersen we af? En hoe ziet daarachter de veilige haven eruit waar we uiteindelijk willen aankomen?

Algemeen. Er zijn in het verleden verschillende pogingen gedaan om in algemene zin te bepalen wat het doel van pensioensparen is. De bekendste is die van de Wereldbank die de pensioenvoorziening in ontwikkelde landen heeft onderverdeeld in drie pijlers (Wereldbank 1994). De eerste pijler is voor iedereen en zou voldoende moeten zijn om na pensionering in elk geval de basiskosten van levensonderhoud te dekken. De tweede pijler is gekoppeld aan de werkgever en is dus alleen voor hen weggelegd die een deel van hun salaris opzij leggen voor de oude dag, vaak via een pensioenfonds. Als je niet bent aangesloten bij een door de werkgever georganiseerde pensioenregeling, of als je fiscaal vriendelijk extra wilt bijsparen, kun je je tegen commerciële tarieven wenden tot de derde pijler. Al deze pijlers bij elkaar moeten ervoor zorgen dat iedereen na pensionering een 'goed pensioen' ontvangt.

Deze indeling van de Wereldbank wordt veel gehanteerd, maar er worden nog geen bedragen genoemd. Want wat is dat eigenlijk: een 'goed pensioen'? Econoom Zvi Bodie stelt dat de pensioenvoorziening als doel heeft ervoor te zorgen dat consumptie over het hele leven wordt uitgesmeerd (Bodie 2002). Nog concreter: het spaar- en consumptiegedrag van een individu zou tijdens het leven zo moeten worden ingericht, dat het inkomen na pensionering niet te veel afwijkt van het inkomen daar vlak voor. Het Nederlandse pensioenstelsel had precies dit uitgangspunt: men streefde naar 70% van het laatstverdiende brutoloon en dit impliceerde in de prak-

tijk 90% à 100% van het laatstverdiende nettoloon (CPB 2009; OECD 2011). Na de aanpassingen van de afgelopen 10 jaar en de laatste crisisjaren zijn die getallen wat lager geworden, maar 70% van het nettoloon is voor de meesten geen onrealistisch vooruitzicht.

Een empirisch vastgestelde afwijking van deze uitsmeerregel wordt wel de ‘retirement consumption puzzle’ genoemd (Aguila et al. 2011). Nu is het zo dat de gemiddelde gepensioneerde circa 20% minder geld uitgeeft dan in de laatste jaren voor pensionering en dat de uitgaven daarna geleidelijk licht dalen (Aguilar en Hurst 2007; Brock 2004). Hierbij is natuurlijk van belang zich te realiseren dat de pensionering zelf in de meeste gevallen een enorme ommekeer impliceert in het leven van de betrokkene: bepaalde vaste kosten lopen door, maar daarnaast is er plotseling veel tijd om de dingen te doen die men leuk vindt, waar men tijdens het werkzame leven te weinig tijd voor had en die in veel gevallen geld kosten. Wat vaker en langer weg van huis, een elektrische fiets, een caravan, muziek maken, achter de computer, een volkstuin, of met cadeautjes naar de kleinkinderen.

Als we weten dat de gepensioneerde minder geld uitgeeft, weten we nog niet wat oorzaak is en wat gevolg. Dalen de uitgaven omdat we minder geld nodig hebben of dalen de uitgaven omdat er minder binnenkomt? Om hier meer zicht op te krijgen ging gedragseconoom Dan Ariely⁵ van Duke University op onderzoek uit. Eerst vroeg hij een groep werkenden wat men dacht nodig te hebben na pensionering en het antwoord was stabiel: ongeveer 70% van mijn laatste salaris. Dit percentage komt overeen met het gebruikelijke advies van professionele financiële planners. Vervolgens stelde hij een aantal vragen, bijvoorbeeld: Wat wil je gaan doen na pensionering? Waar wil je gaan wonen? En hij rekende vervolgens uit wat voor al die activiteiten in financiële termen nodig zou zijn. Gemiddeld kwam Ariely uit op een bedrag dat netto circa 35% hoger lag dan het laatstverdiende salaris. Deze respondenten zouden dus veel meer geld willen gaan uitgeven zodra het werkzame leven achter de rug was.

Dit getal ligt ver boven wat voor de meeste mensen haalbaar is en veel van de antwoorden zullen eerder dromen weerspiegelen dan verwachtingen. Bodie stelt daarom dat we in ons wensenlijstje expliciet onderscheid zouden moeten maken tussen wat je na pensionering echt nodig hebt en wat je tegen die tijd graag zou willen uitgeven: het verschil tussen ‘need to have’ en ‘nice to have’ (Bodie en Taqqu 2012). Die bedragen en dat onderscheid zijn echter op voorhand erg moeilijk te maken, gegeven de talloze onzekerheden (zie o.a. Skinner 2007). Om de belangrijkste te noemen: hoe goed is mijn gezondheid op mijn 65ste? En hoeveel van de gezondheidskosten worden tegen die tijd nog vergoed door de verzekering? Ben ik fysiek in staat eventueel nog wat langer door te werken? Is er een werkgever die me in dat geval wil hebben? Is mijn hypotheek afbetaald? Hoeveel is een euro dan waard? En wie zitten er tegen die tijd nog achterop mijn fiets: hoe onafhankelijk zijn mijn kinderen en hoe afhankelijk is mijn partner van *mijn* inkomen?

⁵ <http://danariely.com/2011/08/30/asking-the-right-and-wrong-questions>.

De antwoorden op al deze vragen verschillen van persoon tot persoon. In de pensioenfondsen die aangesloten zijn bij APG vinden we vele voorbeelden van hoe verschillend individuele levens zich kunnen ontfouwen. Om een paar bijzondere te noemen: de oudste deelnemer is onlangs 110 jaar oud geworden en ontvangt nu al sinds 1967 ouderdomspensioen. Er blijkt een deelnemer te zijn die in totaal tienmaal gescheiden is – en inmiddels weer getrouwd. Eén deelnemer blijkt de afgelopen 10 jaar 30 keer verhuisd te zijn. En het laatste voorbeeld vind ik persoonlijk het bijzonderste: zes deelnemers zijn vier keer hertrouwd met dezelfde partner. Allemaal individuen met een bijzonder verhaal. De kans is klein dat zij op hun vijftienvigste een dergelijke levensloop hadden voorzien, laat staan dat zij een bedrag hadden kunnen noemen dat ze na pensionering maandelijks minimaal nodig zouden hebben.

De vraag is dus hoeveel de gepensioneerde nodig heeft en hoe dit getal zich verhoudt tot het ontvangen pensioeninkomen. In de meest recente *DNB Household Survey* is onder meer aan gepensioneerden gevraagd hoe zij hun uitgavenpatroon zouden aanpassen wanneer zij plotseling een kwart minder inkomen zouden ontvangen (Van Rooij et al. 2011). Een op de drie gaf aan niets te zullen veranderen aan het uitgavenpatroon. Dit lijkt erop te wijzen dat het inkomen van deze gepensioneerden voldoende is om de kosten van alle ‘need to haves’ en ‘nice to haves’ te dekken. De reductie zou dus slechts ten koste gaan van het bedrag dat nagelaten zou worden. Naast deze grote groep wist 20% van de respondenten niet precies wat zij zouden doen en 50% gaf aan wel degelijk het uitgavenpatroon te zullen of zelfs moeten aanpassen. Deze getallen tonen in hun eenvoud ook aan dat gemiddeldes onvoldoende beeld geven van het goede pensioen. Sommigen hebben het blijkbaar ruim en anderen ontvangen misschien net genoeg of zelfs te weinig. Onderzoek in de Verenigde Staten toont aan dat lagere inkomensgroepen na pensionering vaak een grotere inkomensval ervaren dan hogere inkomensgroepen. Zij lijken dat vooral op te vangen door minder geld uit te geven aan voedsel (Munnell en Sundèn 2006; Hurd en Rohwedder 2009). Dat impliceert dus dat zij na pensionering direct al geen geld hadden voor de *nice-to-haves* of dat zij gezonde voeding als *nice-to-have* beschouwden. Slechtere eetgewoonten leiden er mede toe dat de levensverwachting van deze laagste inkomensgroep veel lager is dan het gemiddelde. Het Rijksinstituut voor Volksgezondheid en Milieu (RIVM) heeft geconcludeerd dat de lagere inkomensgroepen ook in Nederland significant korter leven (Knoops en Van den Brakel 2010).

Conclusie doelstelling pensioensparen. Kort gezegd zijn we op zoek naar een goede en werkbare definitie van het begrip ‘goed pensioen’ in Nederland en mijn voorlopige conclusie is dat die definitie op voorhand niet te geven is. Die veilige haven ligt in een dikke nevel gehuld, tot het allerlaatst omgeven met enorme onzekerheden en risico's.

3 Het middel: grote en kleine boten

Het zou zo eenvoudig zijn als we ons konden richten op een concrete bestemming, een vast getal. Uit het voorgaande moge echter blijken dat we pas laat in het leven kunnen bepalen of het wel de juiste vuurtoren is waar we op afstevenen, bij een haven waar we ons de rest van ons leven thuis voelen. Het enige wat voor de meesten bij aanvang *wel* duidelijk is, is het middel, het type boot waar je instapt. De eerste pijler is voor iedereen gelijk en verschilt van land tot land. In het vervolg ga ik vooral in op het aanvullend pensioen, de pensioenregelingen in de tweede pijler. Eerst schets ik in grote lijnen de belangrijkste verschillen tussen beschikbare premieregelingen en de collectieve regelingen, oftewel tussen de kleine bootjes en de grote schepen.

Kleine bootjes. Een eenpersoonsboot -een individuele beschikbare premieregeling- is in de meeste landen de enige mogelijke keuze om de afstand tot het pensioen te overbruggen. Men draagt maandelijks een bedrag af en de werkgever legt daar in veel gevallen nog iets bij. Het ingelegde geld wordt vervolgens belegd op financiële markten. Bij pensionering ziet men hoe de inleg gerendeerd heeft en hoeveel kapitaal er is opgebouwd om een pensioeninkomen mee te financieren. Afhankelijk van de gekozen koers en het weer tijdens de reis, kunnen de daadwerkelijk bereikte havens sterk verschillen van persoon tot persoon en van generatie tot generatie. Vaak probeert men in formatie te varen om nog enige massa te creëren, maar de risico's tijdens een dergelijke gezamenlijke tocht zijn niet veel kleiner dan die voor een eenzaam bootje: een grote golf leidt ertoe dat iedereen tegelijkertijd uit koers raakt.

Grote schepen. In Nederland hebben werknemers over het algemeen geen keus en varen zij in grote schepen gezamenlijk richting bestemming. Deze grote schepen staan voor collectieve uitkeringsregelingen, waarbij het uiteindelijke pensioeninkomen op de een of andere manier is gekoppeld aan het ontvangen salaris. De bestemming wordt bepaald door de sociale partners aan de cao-tafels en de koers wordt bepaald door het pensioenfondsbestuur.

Deze grote tot zeer grote schepen hebben een aantal belangrijke voordelen ten opzichte van de eenpersoonsbootjes. De belangrijkste is dat risico's gedeeld worden binnen en tussen generaties, waardoor meer beleggingsrisico genomen kan worden, door alle generaties (zie bijvoorbeeld Bonenkamp et al. 2006; Bovenberg et al. 2011). De verschillen in pensioeninkomen tussen individuele deelnemers en tussen opeenvolgende generaties zijn daardoor kleiner. Het grote schip kan zwaardere stormen doorstaan dan de kleine bootjes. Daarnaast is het beter in staat om de toevertrouwde pensioengelden naar verre oorden te brengen en op nieuwe manieren te conserveren. Door de massa is de risicospreiding groter en bovendien zijn de kosten per opvarende lager. Dit wil niet zeggen dat grote schepen geen last hebben van de stormen waar kleine bootjes mee te maken hebben, zoals we de laatste jaren

hebben gemerkt. De golven zijn erg hoog geweest en ook een groot schip blijkt uit koers te kunnen raken.

Met een duidelijk middel zetten we koers in de richting van een onduidelijk doel. De pensioenspaarder is daarmee een soort ontdekkingsreiziger. Wat zal hij vinden aan de horizon? Hierna ga ik dieper in op de reis.

4 De koers

De gekozen vaarroute, de financiële strategie, wordt vastgesteld aan de hand van de voorkeuren van het individu in het geval van individuele beschikbare premieregelingen en aan de hand van die van een bestuur in het geval van een collectief pensioenfonds. Daarbij moet een balans gevonden worden tussen drie dimensies: **ambitie, kosten en onzekerheid**. Anders geformuleerd: gaat het om de haven waar je op koerst, de reiskosten, en de mate waarin je het problematisch vindt als je uit koers raakt, een andere bestemming bereikt dan bij vertrek gepland of langer dan voorzien over de tocht doet. Want risico's liggen de hele reis op de loer: financiële donder en bliksem, rotsen en ijsbergen.

De koers: Individuele regelingen. Ik wil onderscheid maken tussen de koers voor een individuele regeling en die voor collectieve regelingen. Laten we allereerst de individuele pensioenregelingen beschouwen, waarbij de vraag is welk beleggingsbeleid passend is. Anders gezegd: welke koers moet je kiezen om de kans tijdig de gewenste bestemming te bereiken zo groot mogelijk te maken? Het ene uiterste is een veilige route langs de kust, via beleggingen met een laag risico. Deze route biedt beschutting, maar duurt lang, want het verwachte rendement is laag. Op een Duitse overheidsobligatie met een looptijd van 10 jaar ligt het verwachte rendement momenteel onder de 2%, dus lager dan de inflatie. De reis duurt in dit geval langer, maar je kunt er ook voor kiezen om maandelijks meer te sparen (hogere kosten) of genoeg te nemen met een bestemming die dichterbij ligt (lagere ambitie).

Het andere uiterste is om een snelle route te kiezen, via risicovolle beleggingen, dwars door de golven, rechtstreeks richting het doel. Het is in dit geval bij vertrek veel minder duidelijk waar je uiteindelijk zult uitkomen, want de reis is omgeven met grotere risico's. Het kan zijn dat je veel eerder op de bestemming arriveert en de veilige haven voorbij vaart naar een prachtig tropisch eiland. Maar er is ook een kans dat je de rest van je dagen op Rottumerplaat moet slijten. Waar dat voor iemand als Jan Wolkers misschien een acceptabel risico is, is dat voor iemand als Godfried Bomans reden tot grote neerslachtigheid.⁶

De praktijk. Aan individuele pensioenspaarders wordt meestal geadviseerd om voor een combinatie te kiezen: bij aanvang van de reis vaart men recht de golven

⁶ Beiden zaten in 1971 een week op Rottumerplaat.

in, terwijl men later in de carrière de kustlijn opzoekt. Deze koers betreft de zogenaamde levenscyclusstrategie, waarbij de pensioenspaarder op jonge leeftijd veel beleggingsrisico neemt in de verwachting dat ook het rendement hoger is, terwijl later in het leven geleidelijk een minder risicovol beleid wordt gevoerd. Op deze manier zou men het beste met de risico's kunnen omgaan om uiteindelijk onbezorgd de veilige haven kunnen bereiken. Een oude vuistregel stelt dat een individuele pensioenspaarder 100 minus zijn leeftijd als percentage zou moeten beleggen in aandelen en de rest in veilige obligaties. Dus een 25-jarige belegt 100 minus 25 = 75% in aandelen en een 65-jarige 35%. Moderne levenscyclusstrategieën zijn niet veel complexer dan deze vuistregel.

Er bestaan meerdere argumenten voor de stelling dat een dergelijke levenscyclusstrategie voor individuele pensioenspaarders de juiste is. Ik geef er vijf.

Ten eerste is het menselijk kapitaal, oftewel het verdienvermogen, van een jongere veel groter dan dat van een oudere. Een 25-jarige, op een van de eerste treden van de levenstrap, kan nog decennia lang een salaris ontvangen, terwijl voor een 60-jarige de horizon korter is. Het menselijk kapitaal is de optelsom van alle toekomstige salarisbetalingen. Tijdens de carrière wordt dit menselijk kapitaal geleidelijk omgezet in financieel kapitaal, waarvan een gedeelte wordt geconsumeerd en een gedeelte gespaard, onder andere voor de oude dag. Dit menselijk kapitaal kunnen we vergelijken met een obligatie die maandelijks een coupon uitbetaalt in de vorm van de salarisbetaling. Vanuit de *free lunch*-gedachte is risicospreiding dan logisch: naast die grote veilige obligatie in de vorm van het menselijk kapitaal, wordt het financiële kapitaal, het spaargeld, juist risicovol belegd bij aanvang van de carrière. Naarmate de leeftijd vordert en de obligatie kleiner wordt, wordt het spaargeld verschoven in de richting van veilige obligaties, zodat eenzelfde risicospreiding in stand blijft.

Ten tweede wordt gewezen op het feit dat jongeren bij tegenvallende financiële markten meer tijd hebben om hun uitgavenpatroon bij te sturen. Ze hoeven jaarlijks maar weinig extra te sparen om alsnog op het oorspronkelijke doelbedrag uit te komen, terwijl een 60-jarige te weinig tijd heeft om echt iets recht te kunnen zetten.

Ten derde spreekt de wetenschappelijke literatuur over het effect van tijdsdiversificatie (zie o.a. Campbell en Viceira 2005; Hoevenaars et al. 2008). Het gemiddelde weertype voor een lange reis zou voorspelbaarder zijn dan dat voor een korte reis: als er dit jaar een grote storm geweest is, dan is de kans kleiner dat er volgend jaar weer een dergelijke storm opsteekt. Na een grote koersval op aandelenmarkten, neemt de kans op hogere rendementen toe en bij lage renteniveaus is de kans op stijgende rentes groter dan bij hogere renteniveaus.

Ten vierde worden deze levenscyclusproducten wereldwijd massaal verkocht en sluiten ze kennelijk aan bij een behoefte van de pensioenspaarders.

Ten vijfde zijn Nederlandse deelnemers aan individuele regelingen *de facto* verplicht om bij pensionering een zogenaamde annuïteit te kopen. De prijs van deze annuïteit is sterk afhankelijk van het renteniveau op het moment van pensionering. Wanneer het renteniveau 1%-punt daalt, moet het opgebouwde vermogen ruim 10% hoger zijn om tijdens pensionering maandelijks hetzelfde inkomen te

ontvangen. Om dit risico te beperken ligt het voor de hand om aan het einde van de carrière een groter gedeelte van het vermogen in obligaties te hebben belegd, omdat deze bij rentedaling in waarde toenemen.

Hoewel het geheel overtuigend overkomt, valt op deze argumenten af te dingen. Laten we daarbij goed voor ogen houden hoe iemand in het leven zou staan op verschillende leeftijden: als jonge hond, als sterke leeuw in de kracht van zijn leven, of als wijze oude wolf.

Ten eerste de stelling dat menselijk kapitaal beschouwd kan worden als een obligatie. Deze stelling is door diverse wetenschappers inmiddels genuanceerd. Het is onmiskenbaar dat het menselijk kapitaal van een 30-jarige werknemer vele malen groter is dan dat van een 60-jarige, maar het inkomen dat gegenereerd wordt, kan niet zonder meer worden beschouwd als de coupon op een risicovrije obligatie. Inkomen uit arbeid blijkt op langere horizon zelfs positief gecorreleerd te zijn met aandelenmarkten. Financiële markten vallen normaal gesproken terug in tijden dat het ook in de reële economie tegenzit. Ook het arbeidsinkomen wordt dan minder zeker en daarom in veel gevallen eerder vergelijkbaar met een aandeel dan met een obligatie (Benzoni et al. 2007; Viceira 2001). In het algemeen is de mate waarin arbeid onzeker of flexibel is, buitengewoon relevant voor de mate van beleggingsrisico (Bodie et al. 1992; Cvitanic et al. 2007).

Het tweede argument om een levenscyclusstrategie aan te bevelen, betrof het feit dat jongeren meer tijd hebben om bij te sturen. Dit argument wil ik nuanceren op basis van wat ik hiervoor uiteengezet heb. Als jongere generaties geen scherp beeld hebben van hun eigen ideale haven, dan betwijfel ik of zij het in onzekere tijden kunnen opbrengen om onderweg een extra zeil aan te schaffen voor hun bootje. En verder: tijdens neerwaartse schokken is het waarschijnlijk dat ook de omstandigheden in de reële economie onzekerder zijn. Een dertiger zal zich op dat moment eerder zorgen maken over zijn of haar baan dan over de ondefinieerbare pensioenzorgen van 30 jaar in de toekomst.

De derde reden betrof tijdsdiversificatie. Hoewel dit effect voor rentes wel is aangetoond, is de literatuur veel minder duidelijk over aandelenmarkten. In ieder geval blijkt het heel erg lang te kunnen duren voordat een markt na een neergang weer teruggeveerd is naar het oorspronkelijke niveau. De Nikkei-index staat momenteel op minder dan een kwart van het niveau waar deze zich eind jaren tachtig bevond. Staat de rente nu op een historisch laag niveau? Zeker, de rente is in de afgelopen 100 jaar nog nooit zo laag geweest. Maar reken niet te sterk op een snelle terugkeer naar het gemiddelde, zelfs als je ervan overtuigd bent dat de markt uit evenwicht is, want “markets can remain irrational a lot longer than you and I can remain solvent”.⁷

De vierde reden – dat er zoveel vraag is naar deze levenscyclusproducten – zegt misschien meer over de interactie tussen financieel adviseurs en de kopers van dergelijke producten, dan over de juistheid van dat advies. In het algemeen wordt nadenken over pensioen nog altijd als vervelender beschouwd dan een bezoek aan

⁷ Quote toegeschreven aan J.M. Keynes.

de tandarts.⁸ Meer keuzevrijheid ten aanzien van pensioen wordt door de meesten ook niet gezien als prettig, maar als de introductie van een extra probleem dat moet worden opgelost. Kopers van financiële producten nemen daarom in groten getale klakkeloos het advies over van hun financieel adviseur. Een concreet advies dat ook door anderen is opgevolgd, is gemakkelijk: “doe mij dat dan ook maar”. Illustratief in dit verband is een recente analyse van het beleggingsbeleid van 40.000 individuele pensioenspaarders bij Pensplan, de Italiaanse partner van APG (Cimadom 2011). Pensplan geeft geen expliciet levenscyclusadvies. Een aantal observaties uit de empirische analyse van deze Italiaanse gegevens. Deelnemers bleken in de eerste plaats veel risicomijdender te zijn dan op voorhand verwacht. Maar bovendien bleek er geen positieve relatie te bestaan tussen de leeftijd van de spaarder en de mate waarin men beleggingsrisico meed. Sterker: jongere deelnemers leken eerder *minder* behoefte te hebben aan beleggingsrisico dan gemiddeld. Significante relaties traden daarentegen wel op andere vlakken op. Italiaanse spaarders met een hoog inkomen of een groot vermogen bleken toleranter te zijn ten aanzien van risico. De *need-to-haves* waren in veiligheid en met de rest van het vermogen kon men dus proberen een hoger rendement te realiseren. Ook interessant was dat ondernemers significant *meer* beleggingsrisico bleken te nemen dan werknemers in de publieke sector. Dit is in tegenspraak met wat je zou verwachten op basis van de diversificatiegedachte: een risicovol arbeidsinkomen zou vanuit dat uitgangspunt gecompenseerd moeten worden door een risicomijdend beleggingsbeleid. Maar blijkbaar beïnvloedt de aard van de persoon ook de risicohouding ten aanzien van beleggen. Ik weet uit ervaring dat Italianen anders in elkaar zitten dan andere volken, maar op dit terrein zie ik genoeg aanleiding om bepaalde geaccepteerde ideeën in het vakgebied weer eens tegen het licht te houden. Te meer omdat ook in andere landen dergelijke patronen zichtbaar zijn (zie bijvoorbeeld: Ameriks en Zeldes 2004).

De vijfde reden, ten slotte, betreft het renterisico op het moment van pensionering. In de meeste landen bestaat geen harde plicht om bij pensionering het opgebouwde vermogen om te zetten in een annuïteit en is het renterisico daardoor minder groot. In Nederland bestaat die plicht op dit moment wel en op grond hiervan is het verstandig om tegen het eind van de carrière in elk geval een gedeelte van het vermogen in vastrentende waarden te beleggen. Het is echter de vraag in hoeverre dit van toepassing is op het moment dat de risicovrije 10-jaarsrente is gezakt tot 1% bij een inflatieniveau van 2%, zoals momenteel het geval is.

Beleggingsinstellingen doen hun levenscyclusbootjes in elk geval massaal en met succes in de verkoop onder geruststellende namen ‘als ‘Freedom Funds’, ‘Glide path funds’ of ‘Target Retirement Funds’. ‘*We do the work, you do the retirement*’, stelt het Amerikaanse Fidelity bijvoorbeeld in zijn reclame-uitingen. Daarmee suggereert het dat de kopers van dit bootje op een veilige en betaalbare manier tijdig op de geplande bestemming aankomen. De beleggingsstrategie die in deze pro-

⁸ Enquête uitgevoerd in 2007 door B&N Panel/Wizard Research, in opdracht van ING Bank.

⁹ http://personal.fidelity.com/products/funds/content/DesignYourPortfolio/target_timelinefunds_freedom.shtml.cvsr?refpr=mfrt16.

ducten zit opgesloten is echter nog steeds erg risicovol. Datzelfde 'Fidelity Freedom Fund' belegt bijvoorbeeld voor een 65-jarige de helft van het opgebouwde vermogen in aandelen. De suggestie van zekerheid is daarom ongepast en kan leiden tot ongewenste verrassingen. Bovendien worden hoge kosten in rekening gebracht.¹⁰ Bij mij ontstaat sterk de indruk dat deze strategieën vooral gedreven worden door het aanbod: aanbieders van dergelijke producten zijn in staat hun beleggingsfondsen op een nieuwe manier te verpakken en met een aansprekend verhaal aan de man te brengen. De onduidelijkheden rond het pensioendoel maken het voor de aanbieder eenvoudig om een koers uit te stippelen die niet noodzakelijk de beste is vanuit het perspectief van de pensioenspaarder.

Momenteel wordt ook in onze faculteit onderzoek gedaan naar de factoren die bepalend zijn voor de risicohouding van individuele beleggers. Ik draag hier graag aan bij, want volgens mij is dit heel belangrijk. Laten we onbevooroordeeld kijken naar de deelnemers waar het om gaat, de juiste vragen stellen en een beleid kiezen dat passend is. Het zou goed kunnen dat de passende beleggingsportefeuille minder risicovol is en dat leeftijd een minder belangrijke factor is dan door sommigen wellicht beweerd wordt.

Wat de eenzame pensioenspaarder uiteindelijk wil, is de zekerheden die een collectief fonds biedt (zie bijvoorbeeld Byrne et al. 2007). In de praktijk is dit echter niet realiseerbaar. Welke koers ook wordt uitgestippeld, vanuit het standpunt van deze spaarder blijken zowel de uiteindelijke aankomsthaven als de reis ernaartoe omgeven met onzekerheden die vele malen groter zijn dan bij het grote schip. Het grote probleem is dat deze risico's in vrijwel alle gevallen volledig bij de pensioenspaarder liggen. Als gevolg van de veel hogere kosten moet in elk geval genoeg genomen worden met een bestemming die dichterbij ligt.

De koers: Collectieve regelingen. Vanuit het standpunt van de opvarende is een groot schip te verkiezen boven de eenpersoonsboot. De afgelopen jaren is echter gebleken dat deze schepen niet dwars door de golven recht op de vooraf geselecteerde haven afkoersen, zoals men een aantal jaren geleden verwachtte. De grote pensioenfondsen hebben hun premie aangepast, werkgevers hebben in veel gevallen kapitaal bijgestort, pensioenen zijn niet verhoogd met de inflatie en in veel gevallen is zelfs een korting op de nominale aanspraken toegepast of aangekondigd. Deelnemers aan collectieve pensioenfondsen zijn er de afgelopen drie jaar in koopkrachttermen tussen 0% en 10% op achteruit gegaan en naar verwachting is het leed nog niet geleden. Dit kwam voor de meeste deelnemers als een buitengewoon onaangename verrassing. Deze verrassing is echter nog altijd een stuk minder dramatisch dan die voor de eenzame pensioenspaarders. Die laatste categorie moet genoeg nemen met een pensioeninkomen dat tot 50% lager ligt dan kort daarvoor verwacht. Daarnaast bleek dat eenmaal ingegane annuïteiten ook niet zonder risico waren, omdat sommige partijen die de annuïteiten aan de pensioenspaarder verkocht hadden, op omvallen stonden. Wereldwijd wordt nagedacht om het ontwerp

¹⁰ Een jaarlijkse *fee* van 1 à 1,5% over het totale vermogen is gebruikelijk.

van individuele regelingen te verbeteren, daarbij onder meer gebruik makend van fouten door individuen (zie o.a. Bernartzi en Thaler 2007; Mitchell et al. 2009). Veel van deze fouten worden voorkomen in collectieve regelingen, zoals de Nederlandse.

Het goede nieuws is dat de stormen in de pensioensector het risicobeheer van pensioenfondsen nadrukkelijk op de kaart hebben gezet. Het was niet moeilijk uit te leggen dat het hoog tijd was om een leerstoel op dit gebied in te stellen. Het slechte nieuws is dat de nadruk de afgelopen periode teveel op de minder relevante risico's heeft gelegen, in ieder geval vanuit het perspectief van de deelnemer. Dit licht ik graag nader toe.

Risico 1: onvolledige informatievoorziening. De pensioenfondsen namen bewust beleggingsrisico's, zoekend naar een goede balans tussen ambitie, kosten en onzekerheid. Die onzekerheid, de risico's leiden in goede financiële tijden tot goede pensioenresultaten. Geen klachten. Maar toen de negatieve kanten van dat risico zich lieten zien, was dat voor veel deelnemers een grote verrassing. De fondsen hadden blijkbaar onvoldoende duidelijk gemaakt dat het bereiken van de haven niet gegarandeerd was. Velen voelden zich voor de gek gehouden. Sussende woorden dat het nog steeds best een aardige haven was waar het schip zou uitkomen, brengen de gemoederen niet of nauwelijks tot bedaren.

Dat gaat de fondsen niet nog eens gebeuren. De toezichthouder vaardigde nieuwe richtlijnen uit, ontwikkelde een kwaliteitslabel en trok het weer terug, eiste verbetering van het Uniform Pensioen Overzicht met ultieme transparantie als heilig doel. Met grote hoeveelheden tabellen, disclaimers, teksten en plaatjes wordt inmiddels aan de deelnemers duidelijk gemaakt dat pensioenen risicovol zijn, dat er geen garanties bestaan, dat het kan meevallen en tegenvallen. De deelnemer moet en zal zich bewust worden van alle risico's. In de eerste plaats kan het pensioenfonds dan nooit meer verweten worden dat het relevante informatie achterhoudt. In de tweede plaats kan de deelnemer eventueel in actie komen en bijsparen als zijn of haar goede pensioen van de radar verdwijnt. Ik denk dat het eerste doel bereikt is: het risico van onvoldoende informatievoorziening is zorgvuldig `weggemanaged`. Juridische procedures maakten op dit punt al geen kans en nu dus helemaal niet meer. Het tweede doel lijkt echter totaal niet bereikt. De grote hoeveelheden nieuwe, extra informatie heeft niet geleid tot een groter pensioenbewustzijn, maar tot pensioenbewusteloosheid. Zoals neurowetenschapper Victor Lamme in zijn onderzoek aantoonde (PensioenAdvies 2011), zijn onze hersenen zodanig geprogrammeerd dat we hard wegrennen zodra we geconfronteerd worden met risico's. Communicatie van risico's verhoogt angst en onzekerheid en leidt ertoe dat men zich nog meer van het onderwerp afkeert. Uiteindelijk blijft alleen het beeld hangen van brandende en zinkende schepen. De instelling van een groot aantal onderzoeks- en adviescommissies heeft hier zonder twijfel aan bijgedragen: er moet wel iets vreselijks aan de hand zijn. Mede vanwege deze reactie en dit beeld, is het een illusie te verwachten dat individuen op basis van deze extra informatie tot betere financiële beslissingen zouden komen. Sterker: recent onderzoek lijkt aan te tonen

dat individuen zelfs slechtere financiële beslissingen nemen als zij over meer informatie beschikken (zie bijvoorbeeld: Braucher 2001; Mandell en Schmid Klein 2009; Bell et al. 2009).

Risico 2 Afbrokkelend draagvlak. In het boek 'Kosten en baten van collectieve pensioensystemen' concludeerden Fieke van der Lecq en ik in 2006 dat er een uitruil zou kunnen ontstaan tussen transparantie en solidariteit. Transparantie over de interne werking van een pensioenfonds zou ontevredenheid kunnen voeden bij bepaalde groepen binnen de populatie. Vooral bij jongere generaties blijft in de huidige pensioendiscussie de indruk hangen dat zij het kind van de rekening zijn, ten gunste van oudere generaties. De rekenexercities die het Centraal Planbureau heeft uitgevoerd tonen aan dat hervormingen van de pensioenregelingen niet ten koste hoeven te gaan van een bepaalde groep (CPB 2012). Toch betwijfel ik of de *perceptie* van oneerlijkheid bij de jongere generaties snel kan worden weggenomen. Aan de andere kant zijn het de gepensioneerden die stellen dat zij al die jaren hebben betaald voor een koopkrachtbestendige regeling, die nu plotseling niet wordt waargemaakt. Het draagvlak brokkelt af en tegen deze achtergrond kunnen sociale partners de druk vanuit de achterban voelen om het collectieve schip dan maar te verlaten en over te stappen op kleine bootjes. Die bieden tenminste duidelijkheid: je bent zelf verantwoordelijk voor je daden en je kunt bij tegenslagen alleen jezelf verwijten maken. Zo heeft Shell onlangs aangekondigd¹¹ dat er voor nieuwe medewerkers geen plaats meer is op het collectieve schip. Uiteindelijk haalt de ontevreden achterban echter een pyrrusoverwinning: vanuit het perspectief van die deelnemer is een dergelijke verandering niet aantrekkelijk en vroeg of laat zal dat duidelijk worden. In het geval van Shell zou het beter zijn om wellicht een minder royale, maar wel een nieuwe collectieve regeling op te zetten. Daarnaast kan de onderneming eventueel mogelijkheden bieden om buiten het collectief extra te sparen. Ik hoop dat het nog niet te laat is.

Risico 3 Langlevenrisico. Een volgend risico dat zich de laatste jaren prominent heeft gemanifesteerd en waar we nog niet vanaf lijken te zijn, is dat we steeds ouder worden. Goed nieuws vanuit het perspectief van de meeste mensen, slecht nieuws vanuit het perspectief van het pensioenfonds, want er moet langer uitbetaald worden. Ook voor het pensioenstelsel lijkt dit in eerste instantie een beheersbaar risico: iedereen werkt gewoon wat langer door. Een jaar langer doorwerken is een mes dat aan twee kanten snijdt: er wordt een jaar langer premie afgedragen en men ontvangt naar verwachting een jaar korter pensioen. Het effect is een pensioenuitkering die voor de rest van het leven circa 7% hoger ligt.¹² Het is natuurlijk de vraag of men tegen de tijd dat men zou *willen* doorwerken, daar fysiek en mentaal wel toe in staat is, en of er geschikte banen zijn. Maar bedenk dat een 65-jarige vandaag gemiddeld 6 jaar langer leeft dan de gepensioneerden die in 1957 de eerste

¹¹ Zie bijvoorbeeld: http://www.ipe.com/nederland/shell-staakt-eindloonregeling_43976.php.

¹² Intern rapport APG.

AOW-uitkering incasseerden. Het Max Planck Instituut stelt zelfs dat we ervan moeten uitgaan dat we er elke 50 jaar circa 10 jaar bij krijgen (Oeppen en Vaupel 2002; Vaupel 2010). Dit impliceert dat u op uw verjaardag weliswaar een jaar ouder bent geworden, maar dat u op diezelfde dag slechts een maand of 9 dichter bij het einde bent. Als we de cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek en het Actuariel Genootschap mogen geloven, is er weer een jaar bijgekomen tegen de tijd dat de AOW-leeftijd op 66 staat. Dit betekent dus dat de huidige plannen in het pensioenakkoord niet ver genoeg gaan. Naast het wegnemen van de prikkels om eerder met pensioen te gaan dan op 65 jaar, moet nu snel de volgende stap worden gezet om 65+'ers daadwerkelijk in staat te stellen hun carrière te laten verlengen. Dit impliceert in de eerste plaats dat werkgevers zich nog meer moeten instellen op oudere werknemers en in de tweede plaats dat mensen zelf hun inzetbaarheid op peil moeten houden (Conen et al. 2011).

Risico 4 Ondeskundig bestuur. Een volgend risico waar de toezichhouders zich vol overgave op gestort hebben, is het risico dat bestuurders onverstandige besluiten nemen (AFM en DNB 2012). Door alle onrust in de sector en de lage dekingsgraden is door velen de conclusie getrokken dat bestuurders onvoldoende deskundig zijn: de lamme, de gehavende bestuurder, leidt de blinden, de in het duister tastende deelnemers. Er wordt momenteel druk gesleuteld aan het bestuursmodel om meer deskundigheid te introduceren in de pensioenfondsbesturen. Maar hebben pensioenfondsbesturen inderdaad zulke grote fouten gemaakt? Welke waren dat dan precies? En wie zijn die deskundigen die het beter zouden doen? Oud-bankiers? Hoogleraren, al dan niet gepensioneerd? Johan Cruijff? Bestond het bestuur van Optas niet volledig uit externe deskundige beroepsbestuurders en was dat niet een goed voorbeeld van hoe het in elk geval *niet* moest? Extra lagen en veel nieuw bloed uit nieuwe bronnen kan bepaalde risico's verkleinen, maar ik ben bang dat er tegelijkertijd veel nieuwe risico's worden geïntroduceerd, zoals het risico dat één specialist in het bestuur verantwoordelijk wordt voor bepaalde belangrijke onderwerpen. Ik denk dat we integere bestuurders nodig hebben, die beschikken over een grote hoeveelheid praktische wijsheid, die de belangen van alle betrokken partijen zorgvuldig kunnen afwegen, die pensioen zien als uitgesteld loon en niet als financieel product, die gezamenlijk weten wat ze niet weten, die bereid zijn in zichzelf te investeren, zich te laten adviseren, controleren en toetsen, *second opinions* te vragen, en die in staat zijn om hierover verantwoording af te leggen naar toezichhouders en deelnemers. Kortom, bestuurders die het schip met grote toewijding de juiste richting op sturen. Eventuele veranderingen in het toezicht zouden dit uitgangspunt moeten bevestigen en waar nodig versterken.

Risico 5 Balansrisico. Een risico waar specifiek de ondernemingspensioenfondsen het de laatste jaren erg druk mee hebben gehad, komt voort uit de introductie van nieuwe accountancyregels. Als gevolg van deze internationale regels moet de balans van het pensioenfonds geconsolideerd worden met die van de onderneming, zodra de onderneming enige verplichting had om bij te springen in slechte tijden.

Voor sommige ondernemingen domineerden de balansrisico's voortvloeiend uit het pensioenfonds de risico's voortvloeiend uit de normale bedrijfsvoering. De logische reactie was dat het bedrijf het fonds meer op afstand zette en in veel gevallen bleek dat te betekenen dat overgestapt werd op de kleine bootjes. De risico's voor de CFO van de onderneming werden vele malen kleiner, maar de risico's voor de deelnemer namen daarmee juist enorm toe.

In het algemeen hebben nieuwe nationale en internationale wet- en regelgeving de laatste jaren veel invloed gehad op de tijdsbesteding door besturen en uitvoeringsorganisaties. Er is veel energie en geld gestoken in het voldoen aan deze regels. Juristen, accountants en actuarissen van buiten, hebben een lucratieve periode achter de rug met adviezen, controles en tegencontroles, tegen zeer forse tarieven. Het risico op juridische procedures is daarmee vast afgenomen, maar de deelnemer wordt er maar zeer beperkt wijzer van.

5 Risicobeheer van pensioenfondsen anno nu

Ik denk dat we in Nederland nog altijd een goed pensioenstelsel hebben (Mercer 2012). Ik denk verder dat de pensioensector zich de laatste jaren te veel met verkeerde risico's heeft beziggehouden of heeft moeten bezighouden. Mede hierdoor is het draagvlak onder het collectieve stelsel kleiner geworden. Ten onrechte ontstaat daarom bij sommige partijen en bij vele deelnemers de indruk dat een overstap naar een stelsel waar iedereen voor zichzelf zorgt, onvermijdelijk is, en uiteindelijk het beste voor iedereen. Sommige ontwikkelingen zijn onomkeerbaar, maar ik wil een aantal suggesties doen om het tij enigszins te keren.

Ten eerste moet de communicatie door collectieve fondsen effectiever. Deelnemers hebben behoefte aan zekerheid. Tot een aantal jaren geleden was de perceptie dat veilige haven A zeker zou worden bereikt, maar in de praktijk bleek dat haven B te worden die wat dichterbij ligt. Een effectievere boodschap is waarschijnlijk om te communiceren dat tijdig en met zekerheid de *nog* dichterbij liggende haven C bereikt zal worden. Bovendien is er, als de wind niet tegen zit, een goede mogelijkheid dat zelfs haven B wordt bereikt. Een dergelijke boodschap wordt waarschijnlijk fundamenteel anders ervaren en sneller geaccepteerd.

Ten tweede zouden collectieve fondsen kunnen aankondigen dat de heterogeniteit van de populatie geadresseerd zal worden, zonder overigens de collectiviteit in gevaar te brengen. Hierbij kan het niet zo zijn dat de leeftijd van de deelnemer de enige bepalende factor is.

Ten derde moet helder en duidelijk – ook vanuit Den Haag en door DNB – worden gecommuniceerd dat een overstap van collectieve naar beschikbare premieregelingen slechter zijn vanuit het perspectief van de deelnemer. Ze zijn duurder, en de risico's komen nog meer op de schouders van het individu.

En ten slotte moet snel helder worden wat het pensioenakkoord nu precies gaat betekenen. De adviezen van Frijns en Goudswaard zijn alweer ruim drie jaar oud, en er is sindsdien erg veel gepraat en gerekend, maar er is nog geen enkele conver-

gentie naar nieuwe pensioencontracten te bespeuren. Ik hoop overigens dat de aanpassingen uiteindelijk beperkt zullen zijn, daarmee bevestigend dat het huidige collectieve stelsel in de kern goed is.

Ik zie in deze wereld nadrukkelijk een rol weggelegd voor een hoogleraar Risicobeheer van Pensioenfondsen. Ik wil mijn tijd in ieder geval besteden aan de volgende thema's. Of beter geformuleerd: ik wil doorgaan met waar ik al een aantal jaren mee bezig ben binnen de sectie *finance* en binnen APG, maar nu als hoogleraar. Misschien zorgt de professorstitel ervoor dat er nog wat beter naar me geluisterd wordt. In ieder geval verwacht ik dat deze leerstoel mij in staat zal stellen meer massa te creëren om het pensioenprofiel van de Erasmus Universiteit verder uit te bouwen.

Graag draag ik bij aan de beantwoording van de vraag wat een goed pensioen is. Hoe kun je tijdens het werkzame leven het gevoel krijgen dat het pensioen goed geregeld is, waarna je na pensionering niet negatief verrast wordt. We zijn momenteel bezig met een interessant onderzoek, waarbij we de relatie tussen cultuur en pensioen onderzoeken. Ook daaruit zijn resultaten te verwachten die kunnen helpen bij de beantwoording van deze eerste vraag.

Hier direct aan gerelateerd is het thema risicohouding voor individuen: wat zijn de factoren die iemands risicohouding bepalen en hoe kan die risicohouding worden meegenomen bij de vaststelling van de financiële strategie? Zowel empirisch als theoretisch is dit een onderzoeksterrein waar nog veel te ontdekken is.

Ook draag ik graag bij aan een verbeterde focus en uitvoering van risicobeheer bij collectieve pensioenfondsen binnen en buiten Nederland. Welke risico's zijn relevant voor de verschillende groepen deelnemers, hoe wegen we de belangen zorgvuldig af, hoe kunnen we risico's beter in kaart brengen en presenteren, en hoe kunnen we deze risico's nog beter beheersen? Er is behoefte aan praktisch risicobeheer. We hebben bij APG kort geleden een nieuw instrument ontwikkeld, waarmee we in spelvorm besturen helpen meer grip te krijgen op hun doelstellingen. En de afweging tussen risico en rendement in verschillende economische omstandigheden. Dit leidt tot fundamentele vragen en antwoorden waar de hele sector baat bij kan hebben.

Auteur

Onno Steenbeek (e-mail: steenbeek@ese.eur.nl) studeerde bedrijfseconomie en Japankunde aan de Erasmus Universiteit en promoveerde daar in 1996 op het proefschrift "Financial Regulation in Japan". Hij bleef vervolgens verbonden aan de economische faculteit, maar reduceerde in 2001 zijn aanstelling tot een dag per week. Begin 2012 werd hij benoemd tot hoogleraar Risicobeheer van Pensioenfondsen. Naast zijn wetenschappelijke werk is hij directeur ALM bij de Algemene Pensioengroep (APG) en vervult hij een aantal toezichthoudende en adviesfuncties in de financiële sector.

Literatuur

- Aguilar M., en E. Hurst, 2007, Measuring trends in leisure: the allocation of time over five decades, *The Quarterly Journal of Economics*, vol.122(3): 969-1006.
- Aguila, E., O. Attanasio en C. Meghir, 2011, Changes in consumption at retirement: Evidence from panel data, *The Review of Economics and Statistics*, vol.93(3): 1094-99.
- Ameriks, J., en S. Zeldes, 2004, How Do Household Portfolio Shares Vary with Age? Columbia Business School Working Paper: 87.
- Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB), 2012, Beleidsregel Geschiktheid, http://wetten.overheid.nl/BWBR0031740/geldigheidsdatum_17-10-2012.
- Bell C., D. Gorin en J.M. Hogarth, 2008, Financial education: Does it work and how do we know? Research findings from a study of financial education among soldiers, *Community Invest*, vol.21: 15-16.
- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne, en R.S. Goldstein, 2007, Portfolio Choice over the Life-Cycle when the Stock and Labor Markets are Cointegrated, Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper 2007-11; 52.
- Berger, P.D., en Z. Bodie, 1979, Portfolio Selection in a "Winner-Take-All" Environment, *The Journal of Finance*, vol.34(1): 233-36.
- Bernartzi, S., en R.H. Thaler, 2007, Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior, *Journal of Economic Perspectives*, vol.21(3): 81-104.
- Bodie, Z., R. C. Merton, en W. Samuelson, 1992, Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol.16: 427-49.
- Bodie, Z., 2002, Life-Cycle Finance in Theory and in Practice, Boston University School of Management Working Paper.2002-02.
- Bodie, Z., en R. Taqqu, 2012, *Risk less and prosper*, Hoboken, NJ: Wiley & Sons.
- Bonenkamp, J.P.M., M.E.A.J. van de Ven en E.W.M.T. Westerhout, 2006, Macroeconomische aspecten van intergenerationele solidariteit, Hoofdstuk 11 in: Van der Lecq en Steenbeek, 2006: 241-263.
- Bovenberg, L., R. Koijen, T. Nijman, en C. Teulings, 2007, Saving and Investing over the Life Cycle and the Role of Collective Pension Funds, *De Economist*, vol.155(4): 347-415.
- Braucher, J., 2001, Report on a study of debtor education in bankruptcy, Alexandria VA: American Bankruptcy Institute.
- Brock, F., 2004, *Live well on less than you think*, New York: Henry Holt.
- Byrne A., D. Blake, A. Cairns en K. Dowd, 2007, Default Funds in UK Defined Contribution Pension Plans, *Financial Analysts Journal*, vol.63(4): 40-51.
- Campbell, J.Y., en L.M. Viceira, 2005, The Term Structure of the Risk-Return Trade-off, *Financial Analysts Journal*, vol.61(1): 34-44.
- Centraal Planbureau (CPB), 2009, Pension plans and the retirement replacement rates in the Netherlands, CPB Discussion Paper 118:32.
- Centraal Planbureau (CPB), 2012, *Generatie-effecten pensioenakkoord*, Den Haag: CPB.
- Cimadom, M., 2011, Risk preferences of Italian pension plan participants: The case of PensPlan Plurifond, MA Thesis, Erasmus School of Economics, Rotterdam.
- Conen, W., C.J.I.M. Henkens en J.J. Schippers, 2011, Are employers changing their behavior toward older workers? An analysis of employers' surveys 2000-2009, *Journal of Aging & Social Policy*, vol. 23(2): 141-58.

- Cvitanic, J., L. Goukasian en F. Zapatero, 2007, Optimal Risk Taking with Flexible Income, *Management Science*, vol.53(10) 1594-1603.
- Hoevenaars, R.P.M.M., R.D.J. Molenaar, P.C. Schotman en T.B.M. Steenkamp, 2008, Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds, *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol.32(9): 2939-70.
- Hurd M.D., en S. Rohwedder, 2009, The retirement consumption puzzle: actual spending change in panel data, NBER Working Paper 13929:50.
- Knoops, K., en M. van den Brakel, 2010, Rijke mensen leven lang en gezond; Inkomensge-relateerde verschillen in de gezonde levensverwachting, *Tijdschrift voor Gezondheids-wetenschappen*, vol.88(1):17-24.
- Lecq, S.G. van der, en O.W. Steenbeek, 2006, *Kosten en Baten van Collectieve Pensioen-systemen*, Deventer: Kluwer.
- Mandell, L. en L. Schmid Klein, 2009, The Impact of Financial Literacy Education on Sub-sequent Financial Behavior, *Journal of Financial Counseling and Planning*, vol.20(1): 15-24.
- Mercer, 2012, *Melbourne Mercer Global Pension Index*, Melbourne: Mercer.
- Mitchell, O.S., G.R. Mottola, S.P. Utkus, en T. Yamaguchi, 2009, Default, Framing and Spillover Effects: The Case of Lifecycle Funds in 401(k) Plans, NBER Working Paper.15108:31.
- Munnell A.H., en A. Sundèn, 2006, 401(k) plans are still coming up short, nr.43, *Issue in Brief*, Boston: Boston University Center for Retirement Research.
- OECD, 2011, Pension Systems in the EU – contingent liabilities and assets in the public and private sector, Paris: OECD.
- Oeppen, J., en J.W. Vaupel, 2002, Broken Limits to Life Expectancy, *Science*, vol. 296: 1029-31.
- Pensioenadvies, December 2011, Geef zekerheid, ons brein houdt niet van risico's, inter-view met Victor Lamme, p.6-9.
- Rooij, M. van, H. Prast en A. Smits, 2012, Gedragsreacties van deelnemers op nieuwe con-tracten, *ESB Dossier Pensioenen*, vol. 96(4626s): 60-65.
- Skinner, J., 2007, Are You Sure You're Saving Enough for Retirement?, *Journal of Eco-nomic Perspectives*, vol.21(3): 59-80.
- Vaupel, J.W., 2010, Biodemography of human ageing, *Nature*, vol. 464: 536-42.
- Viceira, L.M., 2001, Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income, *The Journal of Finance*, vol.56(2): 433-70.
- Wereldbank, 1994, *Averting the Old Age Crisis*, Oxford: Oxford University Press.