



De vloek en zegen van pensioeninformatie

Auteur(s):

Dalen, H.P., van

De auteur is verbonden aan Ocfeb van de Erasmus Universiteit Rotterdam en de WRR te Den Haag.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D10, 6 september 2000

Rubriek:

Dossier Transparante Pensioenfondsen

Trefwoord(en):

solidariteit

De markt voor pensioenen is niet transparant. Een marktconforme waardering van pensioenfondsen is een goede stap om deze markt transparanter te maken maar zeker niet voldoende. Intergenerationele risico's worden namelijk onvoldoende zichtbaar gemaakt en de waardering wordt gekleurd door inefficiënte markten. Om solidariteit te kunnen bevorderen in een maatschappij van groeiende keuzevrijheid dienen pensioenfondsen meer aandacht aan hun reputatie als intergenerationale risicospreider te besteden.

Weinig mensen weten wat er precies in hun pensioenfonds omgaat. Om beter grip te krijgen op het pensioenvermogen en -verplichtingen van het pensioenfonds is aangekondigd om de vuistregels van de actuarissen te vervangen door de waarderingsregels van financieel-economen waarbij nadrukkelijk aansluiting wordt gezocht bij de marktwaarde van activa en passiva¹.

Marktconforme waardering moet gezien worden als een manier om informatie te organiseren en niet een doel op zich: het dient de pensioenmarkt transparanter te maken waardoor uiteindelijk de behoeften van consumenten beter bevredigd kunnen worden². Het lijkt er op dat de pensioenfondsen marktconforme waardering opvatten als een technische zaak die de informatieproblemen oplost voor de 'inner circle' van fondsbeheerders. In deze bijdrage wil ik de discussie verbreden en de vraag stellen of marktconforme informatie volledig inzicht biedt in de prestaties en solvabiliteit van pensioenfondsen. Het antwoord zal ontkennend luiden want de markt blijkt namelijk slecht in staat om intergenerationale risicodeling te bewerkstelligen waardoor prijzen en waarderungen verstoord worden.

De vervolgvraag is daarom hoe fondsen marktconforme pensioeninformatie kunnen aanvullen, waar het tweede deel van dit artikel overgaat. Bij het aanvullen van informatie zal men een afweging tussen de vloek en de zegen van informatievoorziening moeten maken aangezien door het openbaar maken van informatie de intergenerationale solidariteit ook onder druk kan komen te staan.

De gaten in pensioenfondsinformatie

In de beoordeling van de prestaties en solvabiliteit van een pensioenfonds loopt men inherent tegen een aantal tekortkomingen van een marktconforme waarderingsmethode aan. De nieuwe methode zal ongetwijfeld de vergelijkbaarheid van pensioenfondsen vergroten maar marktconforme waardering is allesbehalve een objectieve daad zoals veel financieel-economen beweren. Het is realistischer om de keuze van de discontovoet als subjectief te zien, en als men de behandeling van de discontovoet in de 'generational accounting'-praktijk volgt dan is de keuze zelfs arbitrair te noemen³.

Het marktconform waarderen van pensioenfondsen kent zijn beperkingen doordat (1) nog steeds het inzicht ontbreekt welke generatie of welke partij risico draagt; (2) het feit dat marktprijzen de investeringskeuzes reflecteren van bestaande generaties en niet van toekomstige generaties; en (3) marktprijzen ook de reflectie zijn van gebleken inefficiënt beleggersgedrag⁴. Over dit laatste aspect kunnen boeken vol worden geschreven, ik zal mij daarom in deze bijdrage beperken tot het gebrek aan transparantie in het generatierisico.

Pensioenfondsbeheerders bewijzen in het openbaar vaak lippen dienst aan de stelling dat zij niet alleen intertemporele diversificatie van risico's leveren maar ook intergenerationale risicodiversificatie. Hoe moet een belanghebbende echter oordelen of de woorden van pensioenfondsmanagers overeenkomen met gebleken daden? Door de vele aanpassingen in premiebijdragen, franchise en indexeringtoezeggingen is het onduidelijk bij wie het risico wordt neergelegd. Uit cijfers over pensioenen blijkt dat er in de loop der tijd aanzienlijke verbeteringen zijn bereikt in het Nederlandse pensioenstelsel. Een antwoord op de vraag welke bijdrage pensioenfondsen aan intergenerationale risicodeling hebben geleverd is echter niet terug te vinden in de jaarverslagen⁵.

Het verwaarlozen van intergenerationale aspect in de verantwoording is enigszins vreemd omdat de financiële ups en downs van generaties aanzienlijk kunnen zijn. Opeenvolgende generaties verschillen van elkaar door de omstandigheden die zij gedurende hun levensloop meemaken. Generationele risico's zijn schokken die alle leden van een geboortecohort treffen, doch die voorgaande of nakomende cohorten veel minder treffen. In theorie kan vergrijzing de beloningsverhoudingen per generatie op de arbeids- en kapitaalmarkt aanzienlijk beïnvloeden. Babyboomcohorten en aangrenzende cohorten zullen verschillende rendementen op hun beleggingsportefeuilles bereiken omdat de omvang van belegde spaarmiddelen gerelateerd is aan de grootte van cohorten en omdat risico-aversie leeftijdsgebonden is. Het empirische bewijs is vooralsnog erg wisselend van karakter, hetgeen kan voortvloeien uit de tekortkomingen van de methodes en de geringe informatie in de gebruikte steekproeven⁶. Het ligt echter voor de hand dat wanneer degene die het risico draagt, ook beslissingsmacht heeft over de keuze van beleggingen. Dan zal de allocatie van risico ook

internationale financiële markten direct beïnvloeden ⁷. Wanneer dit soort schokken groot zijn, valt er veel voor te zeggen om instituties te bedenken die intergenerationele risicodeling bereiken. Zowel markt als overheid kunnen risicodeling bewerkstelligen. Beide instituties bezitten in theorie ook de mogelijkheid om *intergenerationele* risicodeling te organiseren aangezien er financiële instrumenten bestaan die vele generaties kunnen meegaan en aangezien sociale zekerheid via het omslagstelsel overdrachten tussen generaties impliceert. Maar diezelfde theorie verwerpt de markt als intergenerationele risicospreider aangezien handel met toekomstige generaties onmogelijk is ⁸. Ook collectief georganiseerde contracten als AOW en verplichte arbeidspensioencontracten kennen hun feilen aangezien er altijd het gevaar bestaat dat intergenerationele overdrachten worden gebruikt uit hoofde van inkomensherverdeling en niet met het motief van intergenerationele risicodeling.

Het gebrek aan reflectie over intergenerationele verdelingskwesties van aanvullende pensioenen is niet een onschuldig kritiekpunt omdat vroeg of laat de stijging van de levensverwachting van mensen de pensioenfondsen wel zal dwingen om expliciet te worden over wie nu voor deze vooruitgang moet betalen. Er wordt bijvoorbeeld veel gepraat over de snel stijgende kosten van de welvaartsstaat die voor een groot deel naar toekomstige generaties worden geschoven. Enerzijds zou men kunnen stellen dat de exceptionele stijging van de kosten van vergrijzing als een demografisch risico beschouwd kan worden waartegen men zich zou kunnen verzekeren. Het zou niet rechtvaardig zijn als toekomstige generaties aanzienlijk meer moeten betalen alleen maar omdat ze toevallig in een tijd leven waarin de bevolking sterk verouderd is. Anderzijds kan men de mening delen dat het langlevensrisico niet noodzakelijk door intergenerationele risicodeling opgelost moet worden omdat het ook de toekomstige generaties zijn die van het langere leven profiteren. Het voorbeeld van het lang-leven risico maakt duidelijk dat het uitmaakt met wat voor soort demografisch risico een pensioenfonds te maken heeft.

Het meest moeilijk beheersbare generationele risico betreft echter het politieke risico. Voor pensioenfondsen is dit risico maar al te realistisch: het mededingingsregime (mate van toezicht, beleggingsrestricties, verplichtstelling) kan veranderen, de AOW-uitkering waarop pensioenen aanvulling geven kan veranderen, en tot slot kan het belastingregime plotseling veranderen. De bron van de verandering is echter niet altijd eenduidig. Politieke beslissingen over de behandeling van pensioenen kunnen ontstaan door: (1) inconsistentie van plannen over de tijd; (2) opportunistisch en ideologisch getinte concurrentie om de gunst van de kiezer; en (3) gebrek aan pensioenregels die met iedere gebeurtenis of omstandigheid rekening houden. De eerste risicovorm heeft betrekking op de mogelijkheid dat de overheid (overigens met de beste intenties) haar plannen herzielt en juist door dat gedrag haar reputatie als betrouwbaar bestuurder aantast. Een overheid die bijvoorbeeld besparingen wil stimuleren zal aankondigen om geen kapitaalbelasting te heffen, doch later zou de overheid kunnen beslissen om alsnog kapitaal te belasten omdat dit de minste verstoringen oplevert.

De tweede vorm is het risico waar iedereen mee te maken heeft, namelijk het feit dat sociale zekerheid over een leven afhangt van sentimenten die spelen rond verkiezingen. De kans is groot dat intergenerationele overdrachten dan meer tegemoetkomen aan inkomensherverdeling dan aan risicodeling. En tot slot bestaat het probleem dat pensioenregels noodzakelijkerwijs eenvoudig moeten zijn en niet iedere mogelijke gebeurtenis kunnen (af)dekken. Pensioensystemen bezitten in de praktijk een beperkte capaciteit om geaggregeerde risico's, zoals demografische risico's, te spreiden zonder (wettelijke) veranderingen in overheidsbeleid. Goed gekozen en geplande veranderingen in de wet zijn dan een vorm van risicodeling; slechte wetgeving is een vorm van risicocreatie ⁹.

Pensioenfondsen kunnen echter niet direct de politiek beheersen en zullen daarom hun beleid vooral moeten richten op communicatie van het fonds met de directe belanghebbenden en de overheid. Vooral wanneer overheidsbeleid de inschatting van risico's betreft, zoals in het geval van pensioenen, is de institutionele vormgeving van de communicatie van belang. Volgens Breyer is de risicoperceptie van de (Amerikaanse) kiezer onzorgvuldig en is de politiek te gevoelig voor de kiezer met alle gevolgen van dien voor het gekozen beleid ¹⁰. Een zekere mate van afscherming van de waan van de dag - door de waardering in handen van professionals te geven - valt onder dergelijke omstandigheden te begrijpen, maar de schaduwzijde van afscherming en geheimhouding is corruptie en laksheid. Het beste wat men onder die omstandigheden kan doen is om het publieke debat over AOW en aanvullend pensioen te beïnvloeden door het instellen en cultiveren van een professionele instantie zoals in de VS de Office of the Actuary in Social Security die overheidsplannen evalueert op hun houdbaarheid over een horizon van 75 jaar. Instanties als de Verzekeringskamer en de Pensioenraad zouden die rol in Nederland kunnen vervullen.

Kortom, het marktconform waarderen van pensioenfondsen is niet de oplossing voor alle informatieproblemen waar een fonds mee te maken heeft. Demografische en politieke risico's komen vooralsnog onvoldoende aan bod en nog steeds blijven doelstellingen over intergenerationele solidariteit vaag en daardoor slecht controleerbaar.

De zegen van pensioenfondsinformatie

Indien pensioenfondsen hun daden van intergenerationele risicodeling hard willen maken dan zullen zij daar ook informatie over moeten leveren. De vraag is of financiële kennisvermeerdering over generaties ook welvaartsvermeerdering betekent. Veelal wordt er geroepen dat de solidariteit waarop sociale zekerheid gebaseerd is niet in geld uit te drukken valt. De vraag is echter of solidariteit zo'n onaantastbare waarde is dat deze niet economisch benaderd kan worden en dat er over het welvaren van generaties geen informatie vergaard dient te worden. Het probleem is te belangrijk om links te laten liggen. De kans dat de omvang van opeenvolgende generaties van invloed is op cruciale pensioenvariabelen is levensgroot aanwezig, evenals het gevaar dat generaties hun (politieke) machtspositie misbruiken. Toch weten we ook dat mensen een inherente geneigdheid hebben om elkaar te helpen maar dat dergelijk altruïstisch gedrag niet uit de lucht komt vallen. De zoektocht naar hoe de band tussen mensen en generaties verstevigd kan worden valt in feite samen met wat evolutionair biologen doen: "to take altruism out of altruism", dat wil zeggen, verklaren waarom mensen andere helpen in een Darwiniaanse wereld van 'egoïstische genen'. Een plausibele reden is terug te voeren op wederkerig altruïsme, dat nader uiteen gesplitst kan worden in directe wederkerigheid (de ontvanger verleent een wederdienst) en indirecte wederkerigheid (een derde partij verleent de wederdienst). Intergenerationele solidariteit in pensioenfondsen is gebaseerd op het tweede begrip aangezien degene die de wederdienst (premie betalen) verleent geen directe relatie heeft met de ontvanger (gepensioneerde). De gepensioneerde was echter in het verleden de betaler van de premie aan de gepensioneerden van dat moment. In een recent experiment waarin donatiegedrag werd bestudeerd werd aangetoond dat indirect wederkerig altruïsme werkt zolang men maar op een of andere manier de donaties kon registreren of algemener gesteld zolang 'image scoring' mogelijk is ¹¹. De intuïtie die schuil gaat achter dit experiment ('wie goed doet goed ontmoet') lijkt van waarde te kunnen zijn in het in stand houden van intergenerationele solidariteit wanneer verzekerden volledige vrijheid bezitten in de keuze van hun fonds.

De vloek van pensioenfondsinformatie

Stel dat de informatie die wordt vrijgegeven over het pensioenfonds volledig inzicht geeft in de risico's en rendement, is meer openheid dan altijd een verbetering? Er zijn wat mij betreft twee vloeken die rusten op het bezit van meer kennis over pensioenfondsen gekoppeld aan meer keuzevrijheid.

De eerste vloek ontleen ik aan 'behavioral finance' en heeft betrekking op het ontstaan van buitensporig zelfvertrouwen. Studies waarin mensen worden gevraagd om kansen in te schatten voor een bepaalde gebeurtenis laten zien dat experts veelal overoptimistisch zijn over de nauwkeurigheid van hun kennis. Een dergelijk overdadig vertrouwen in eigen kennis kan men tegenkomen in iedere professie waar taken complex zijn, voorspellingen een lage succeskans kennen en voor taken waarin snel en eenduidig overleg ontbreekt. Het beslissen over een beleggingsstrategie is precies zo'n handeling: een complexe beslissing, met geringe voorspelbaarheid en gebrek aan eenduidigheid in adviezen. Een nadeel van overdadig zelfvertrouwen is dat risico's niet meer als risico's gezien worden. Dit is wat cognitief psychologen de illusie van macht noemen: mensen gedragen zich alsof hun persoonlijke inmenging met een zaak de kansverdeling van een uitkomst kan beïnvloeden. Voorts vallen investeerders ten prooi aan de illusie van kennis: de nauwkeurigheid van voorspellingen die gebaseerd zijn op meer informatie neemt aanzienlijk minder snel toe dan het vertrouwen van de investeerder in zijn voorspellingen. Wanneer pensioenfondsen steeds meer klantgericht worden (mede geholpen door internet) en verworden tot beleggingsfondsen waar verzekerden naar believen beleggingen kunnen switchen zal deze vloek niet zonder gevolgen zijn. Barber en Odean hebben laten zien hoe beleggers door de introductie van online-handel actiever en speculatiever zijn gaan handelen en nog belangrijker minder winstgevend ¹². Het geeft aan dat een zekere mate van zelfbinding gewenst is, zelfbinding die (verplichte) pensioenfondsen of andere intermediairs kunnen bieden ¹³. Een andere, mogelijke implicatie van deze vloek is dat waarderingen enige stabiliteit moeten vertonen omdat deze anders excessief beleggersgedrag uitlokken.

De tweede vloek is reeds op vele plaatsen behandeld en zal daarom hier maar kort worden aangestipt en betreft 'adverse selection'. Adverse selection doet zich met name voor bij verzekeringscontracten waarin solidariteitselementen zitten door premies te heffen die op individueel niveau niet actuariel neutraal zijn. Indien verzekerden zelf mogen kiezen waar zij hun verzekering af willen sluiten dan ontstaat een situatie waarin goede van slechte risico's worden gescheiden en waar de vermeende solidariteit uit verdwenen is. Dit probleem wordt relevant wanneer de verplichtstelling van pensioenfondsen verdwijnt. In dat geval kunnen het eindloon- en middelloonstelsel niet gehandhaafd blijven en zal alleen een beschikbaar-premiestelsel overblijven. Met name door de opkomst van ict zullen de mogelijkheden voor de verzekeraar om verzekerden te selecteren en voor de verzekerde om pensioeninformatie te vergelijken toenemen waardoor de relevantie van averechtse selectie toeneemt.

Tot slot

Pensioenfondsen bieden intragenerationele en intergenerationele risicodeling. Verplichtstelling is noodzakelijk om deze solidariteit binnen en tussen generaties te bereiken. In een maatschappij die individualiseert, vergrijsst en waarin keuzevrijheid een steeds grotere rol gaat spelen is het een eerste vereiste dat de markt voor pensioenen transparant dient te zijn. Een marktconforme waardering van pensioenfondsen is een stap in de goede richting maar onvoldoende want financieel-economische principes zijn weliswaar relevant maar ook partieel. Intergenerationele risico's worden onvoldoende zichtbaar gemaakt en met een marktconforme waardering wordt het beeld in feite bepaald door markten waarop alleen de keuzes van bestaande generaties tot uitdrukking komen.

De uitdaging voor de toekomst is om pensioeninstituten te bedenken die solidariteit kunnen bevorderen in een maatschappij van volledige keuzevrijheid en beperkte rationaliteit. Eén optie is om meer aandacht te besteden aan de reputatie van pensioenfondsen en door de relatie tussen fonds en premiebetalers en het pensioendebat tussen overheid, fondsen en verzekeraars te verdiepen.

Betere pensioeninformatie kent echter niet alleen zegens maar ook schaduwzijden. Wellicht dat daarom de pensioenwereld zich nog te veel hult in stilzwijgen zodra generationele belangen aan bod komen omdat het waarderen en meten van generationele belangen wellicht slapende honden (lees: generaties) wakker maakt. Mijn these zou echter zijn dat juist om generationele reciprociteit te kunnen bereiken je duidelijk zichtbaar moet maken wat de ene generatie heeft betekend voor aangrenzende generaties. Altruïsme is weliswaar niet te koop is maar kan wel gestimuleerd worden.

Zie ook E. de Laat, [Intransparantie: een veelkoppig monster](#), *ESB*, 6 september 2000, blz 12

ESB-Dossier Transparante pensioenfondsen:

Ten geleide:

J.H.R. van de Poel, [Transparante pensioenfondsen](#)

E.H.M. Ponds en T.B.M. Steenkamp, [Van vuistregels naar risico-analyse](#)

H.P. van Dalen, [De vloek en zegen van pensioeninformatie](#)

Reactie:

E. de Laat, [Intransparantie, een veelkoppig monster](#)

S. Head, [Marktwaarde van pensioenen in het Verenigd Koninkrijk](#)

A. Oosenbrug, [Uitgangspunten voor het jaarverslag](#)

K. Ambachtsheer, [De Amerikaanse 'pension deal'](#)

K. Koedijk en M. Tamminga, [Oogsttijd in pensioenland?](#)

Reactie:

H.A.A. Verbon, [Na ons de zondvoed](#)

G.C.M. Siegelaer, [Van waardering naar toetsing](#)

C.G.E. Boender, S. van Hoogdalem, M. Vos en H. Steehouwer, [Solvabiliteit en marktwaarde van verplichtingen](#)

Epiloog:

F.R. Valkenburg, [Het debat](#)

1 Verzekeringskamer, *Nieuwe actuariële principes*, persbericht 20 maart 2000; en Ponds en Steenkamp in dit nummer.

2 Zie A.W.A. Boot, [De noodzaak van transparantie](#), *ESB*, 21 april 2000, blz. 332-334.

3 Zie bijv. R. Haveman, Should generational accounts replace public budgets and deficits?, *Journal of Economic Perspectives*, 1994, blz. 95-111.

4 Zie A. Shleifer, *Inefficient Markets*, Oxford University Press, 2000.

5 SER, *Pensioenkaart Nederland*, SDU, Den Haag, 2000.

6 J.M. Poterba, *Population age structure and asset returns: An empirical investigation*, NBER Working Paper nr. 6774, Cambridge MA, 1998.

7 R. Brooks, *What will happen to financial markets when the baby boomers retire?*, IMF Working Paper 00/18, 2000, Washington DC.

8 A. Rangel en R. Zeckhauser, *Can market and voting institutions generate optimal intergenerational risk sharing?*, NBER working paper nr. 6949, Cambridge, MA, 1999.

9 Zie meer over dit punt: P.A. Diamond, Insulation of pensions from political risk, in: S. Valdés-Prieto (red.), *The economics of pensions*, Cambridge University Press, 1997.

10 S. Breyer, *Breaking the vicious circle: toward effective risk regulation*, 1993, Harvard University Press.

11 C. Wedekind en M. Milinski, Cooperation through image scoring in humans, *Science*, 288, 2000, blz. 850-853.

12 B.M. Barber en T. Odean, *Online investors: do the slow die first?*, working paper, UC Davis, 1999.

13 Waar natuurlijk ook weer vermogensbeheerders zitten die ook aan zelfoverschatting leiden, maar die laten zich weer binden door 'Asset liability studies'