

Een menukaart voor pensioenbeleid

Pensioenfondsen, politiek en toezichhouders discussiëren intensief over toekomstige stappen waarmee Nederland een robuust pensioensysteem kan behouden. Tevens speelt hierbij een rol hoe Nederland een positie in de Europese Unie kan verwerven en behouden. Wij stellen een beleidsagenda voor pensioenbeleid op.

De strategische transformatie van pensioenfondsen is in volle gang. In een vorig artikel in ESB onderzochten wij vier ontwikkelingen waarop Nederlandse pensioenfondsen een strategisch antwoord moeten formuleren. Schaalvergroting zet door; het aantal pensioenfondsen vermindert drastisch terwijl de professionaliteit van de organisaties verder toeneemt. De voordelen van collectiviteit komen steeds verder onder druk te staan naarmate de pensioenregelingen verder worden uitgekleeft. Onduidelijk is of deelnemers de lange termijn gevolgen wel op hun netvlies hebben. Daarnaast krijgen zij steeds meer risico in hun schoenen geschoven zonder hierover mee te kunnen besluiten. Deze trends moeten een belangrijk onderdeel zijn bij de discussie over het Nederlandse pensioenstelsel van de toekomst. Scheiding van beleid en uitvoering van pensioenfondsen hoort daar ook bij, maar ook de rol die sociale partners in het bestuur krijgen. De keuzes die bij het inrichten van het stelsel van de toekomst gemaakt worden zijn van groot belang voor de Nederlandse economie. Ook gezien het Europese perspectief, waar deregulering van de pensioenmarkten gestaag vorm krijgt. In dit artikel wordt een beleidsagenda voor pensioenfondsen en overheid uitgewerkt: welke strategische keuzes moeten gemaakt worden om de positie van het Nederlandse pensioenfonds veilig te stellen? Wij zien vier keuzes: accepteer schaalvergroting en streef dit na; breng pensioenfondsbestuur weer in balans; koester de collectiviteit, en omarm Europa als een unieke kans voor de Nederlandse pensioensector.

Accepteer de schaalvergroting (*Big wordt Beautiful*)

Het zou geen verbazing moeten wekken als Nederland in 2015 nog maar maximaal 100 pensioenfondsen heeft. Dit is een drastische vermindering in vergelijking met de 700 pensioenfondsen die er nu in Nederland zijn. Bij de grote financiële instellingen als banken en vermogensbeheerders is globaliseren en internationaliseren aan de orde van de dag. Schaalvergroting en fusies zijn voor veel banken het antwoord om internationaal mee te kunnen en

tegelijktijd de kosten van het product in de hand te houden. Pensioenfondsen gaan zich steeds meer als financiële dienstverlener gedragen en voor hen geldt ook in toenemende mate dat Big Beautiful wordt. Pensioenfondsen zullen als financiële dienstverleners niet ontkomen aan het streven naar meer efficiëntie en rationalisering die bij andere financiële dienstverleners plaatsvindt. Schaalvergroting in de pensioensector ontstaat bijvoorbeeld doordat pensioenfondsen fuseren, hun activiteiten uitbesteden of samenvoegen. Zo werken partijen in de metaalsector aan de gezamenlijke uitvoering van pensioenregelingen; de nieuwe organisatie zal voor 1,7 miljoen (ex-)deelnemers 51 miljard euro beleggen en wordt na ABP en PGGM de grootste van Nederland. Schaalvergroting wordt gedreven door tenminste drie factoren. In de eerste plaats door het streven om de managementkosten per belegd vermogen te beperken, in de tweede plaats door het toegenomen belang van alternatieve beleggingen (naast aandelen, obligaties en vastgoed) om de portefeuille van beleggingen goed te spreiden en in derde plaats door het toenemende belang van voldoende en professioneel risicomanagement:

- Een pensioenfonds met tenminste 1 miljard euro of meer belegd vermogen heeft een betere positie om de kosten van het vermogensbeheer te drukken dan een pensioenfonds dat die omvang niet haalt. Het adviesbureau McKinsey becijferde in 2006 dat een vermogensbeheerder van circa 25 miljard euro honderd procent hogere kosten heeft dan een vermogensbeheerder die vier maal zo groot is.
- Pensioenfondsen zoeken steeds vaker alternatieve beleggingsmogelijkheden om aan de heftige koersfluctuaties van bijvoorbeeld aandelen te ontsnappen. De pensioenfondsen beleggen nu circa twintig miljard euro in private equity en de opmars hiervan lijkt niet te stuiten. Pensioenfondsen moeten met grote zakken geld bij private equity en hedgefondsen aankloppen om aan de grootschalige projecten van deze instellingen mee te kunnen doen. Een duidelijke prikkel voor pensioenfondsen dus om op dit punt te streven naar samenwerking en/of schaalvergroting.
- De verantwoordelijkheden voor pensioenfondsbestuurders neemt verder toe. Was dit bij het gemiddelde pensioenfonds in het verleden teveel liefdewerk oud papier, nu wordt het een steeds gespecialiseerdere functie. Vooral de kosten en inspanning om te voldoen aan wet- en regelgeving (*compliance*) nemen verder toe. De risicoraamwerken en controles vanuit twee toezichhouders

**KEES KOEDIJK EN
ALFRED SLAGER**

Koedijk is hoogleraar financieel management aan de RSM Erasmus University. Slager is universitair docent financieel management aan de RSM Erasmus University.

helpen daarbij niet om de kosten hiervan laag te houden. Het reguleringsraamwerk voor banken, Solvency-II, vindt langzaam maar zeker zijn weg naar het toezichtregime van pensioenfondsen. Voor pensioenfondsen is dit een forse investering en een extra prikkel om ook hier van een zekere schaal te kunnen profiteren.

Gezien deze ontwikkelingen zou de toezichthouder dus in het belang van de deelnemers kleine pensioenfondsen bewust moeten aanmoedigen te fuseren. Met de grotere schaal kan het bestuur professioneler worden opgezet. Een *two-tier* bestuursmodel ligt dan bovendien voor de hand (Boeri et al., 2006). Nu liggen alle rollen en verantwoordelijkheden bij het bestuur. Het is beter dit in deze nieuwe situatie op te splitsen naar een Raad van Commissarissen, en een directie. De Raad van Commissarissen bestaat gedeeltelijk uit deelnemers en bewaakt ook haar belangen. De directie is verantwoordelijk voor de dagelijkse uitvoering.

Herstel het belangenevenwicht bij pensioenfondsbestuur.

Het evenwicht tussen deelnemers en pensioenfondsbestuur is uit het lood. Van de pensioenregelingen is 38 procent eindloon, 34 procent middenloon en 9 procent collectief *defined contribution* (DC). 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 voor de deelnemers verder versoerd. Deelnemers gaan als gevolg van de nieuwe ontwikkelingen dus meer risico dragen dat hun pensioen in de toekomst mogelijk tegenvalt. Het aanpassen van pensioenregelingen zet daarom de deur wijd open voor een belangrijkere rol van deelnemers omdat ze steeds 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 bij de aansturing en besturing van pensioenfondsen krijgen.

Bij het ene uiterste – een eindloon *defined benefit* (DB, gegarandeerd eindloon) – draagt het pensioenfonds alle risico's; de deelnemer heeft alleen maar rechten, rechten op een gegarandeerd pensioen. Dit is eigenlijk niets anders dan een gewoon verzekeringcontract. De deelnemer draagt nagenoeg geen risico op een slechtere pensioenregeling en hoeft dan ook een minimale rol te krijgen in het bestuur. De koper van een lijfrente bij verzekeraar Aegon hoeft tenslotte ook niet mee te beslissen in het bestuur van Aegon. De lijfrente is gegarandeerd en de deelnemer draagt geen risico over het toegezegde eindbedrag van de lijfrente. Bij het andere uiterste – een individueel DC – draagt de deelnemer wel alle risico's. Dit is het volledige beleggingscontract. Het pensioenfonds onderhandelt alleen over collectieve inkoopvoorwaarden voor beleggingen en de omzetting van het kapitaal naar een lijfrente. Het risico van een slechter pensioen ligt hier voor een groot gedeelte bij de deelnemers zelf en dus zouden zij stevig in het bestuur van het pensioenfonds vertegenwoordigd moeten zijn.

Bestuurders moeten dus de consequenties accepteren van deze ingreep in de pensioenregeling en deelnemers een rol geven aan de bestuurstafel. Drie alternatieve bestuursmodellen liggen naar onze mening voor de hand om de nieuwe verdeling tussen deelnemer en pensioenfonds robuuster te maken. Het verdient overweging met elk van deze drie modellen in de naaste toekomst te 'experimenteren':

- Deelnemers worden toegevoegd aan het bestuur (tripartite bestuursmodel), of vervangen de werknemersvertegenwoordiging. Pensioenfondsen reageren hier tot nu toe lauw op; 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 vereniging. Dit model wordt veel toegepast in de nieuwe lidstaten van de Europese Unie. In de Verenigde Staten is TIAA-CREF 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 pensioenfondsstructuur om in een verzekeringmaatschappij. In dit model worden zestien verschillende pensioenregelingen onder een dak uitgevoerd. Het voordeel is de herkenbare structuur van een verzekeraar.

De keuze voor een bestuursmodel regelt de rolverdeling tussen deelnemers en bestuur; andere overwegingen moeten ook in ogenschouw genomen wor-

tabel 1

Verschuivende rolverdeling in pensioenfondsen

Type regeling	Pensioenregeling			
	Eindloon Percentage van laatst verdiend loon	Middenloon Percentage van gemiddeld verdiend loon	Collectief DC Pensioen-uitkering op basis van collectief opgebouwd kapitaal	Individueel DC Pensioen-uitkering op basis van individueel opgebouwd kapitaal
Risico pensioen fonds	Backservicing Marktrisico Indexeringsrisico	Mindere backservicing Marktrisico Indexeringsrisico	Indexering	
Risico deelnemer	Inflatie	Inflatie Loon-ontwikkeling	Inflatie Loon-ontwikkeling Koers-fluctuaties	Inflatie Loon-ontwikkeling Koers-fluctuaties
Risico dat de deelnemer draagt	--	-	+	++
Risico dat het pensioenfonds draagt	++	+	-	--
Consequentie voor rolverdeling	Deelnemer heeft beperkte invloed		Deelnemer heeft controleerend belang	Deelnemer heeft controleerend belang

den. Aandacht voor duurzaam ondernemen en actief aandeelhouderschap zijn bijvoorbeeld geen nieuwe trends meer maar zijn onderdeel van het normale pensioenfondsbeleid geworden en impliceren dat het pensioenfonds ook de eigen bestuursvorm goed regelt. Stakeholders van pensioenfondsen verwachten een actieve rol bij aandeelhouderschap; de bestuursvorm moet dit ondersteunen. Zij zijn vaak van mening dat het pensioenfonds niet alleen belegt in aandelen, maar pensioenfondsen worden geacht te redeneren als de mede-eigenaren van de bedrijven waarin ze investeren. Het scheiden van belangen, maar ook het helder formuleren van uitgangspunten en geven van verantwoording, voorkomt dat pensioenfondsen een speelbal worden van maatschappelijke organisaties en trends en alleen maar wenselijk actief aandeelhouderschap nastreven, zoals de jaarlijks terugkerende commotie rondom topbeloningen illustreert.

Collectiviteit om te koesteren

Pensioenopbouw is verplicht gesteld in Nederland voor mensen die bij de overheid en bedrijfstakken werken. Dit is een groot goed waaraan niet getornd moet worden. Mensen hebben een te korte horizon voor hun pensioenopbouw, en doen zichzelf bijna altijd te kort. Dit is een belangrijk inzicht uit de *behavioral finance* literatuur (zie bijvoorbeeld Cronquist en Thaler, 2004). Bovendien blijkt uit enquêtes dat mensen op dit gebied slecht onderlegd zijn: zij zijn zoals het heet *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 van de pensioenopbouw een veel belangrijkere rol speelt. Verplichte uitvoering bij een specifiek fonds in Nederland is echter een heel ander verhaal. Hier zal in de toekomst meer concurrentie mogelijk zijn. Individuele deelnemers krijgen in de toekomst de mogelijkheid om een deel van hun pensioen onder te brengen bij een andere pensioenuitvoerder dan die de regeling nu uitvoert. Inter-generatieve subsidiering neemt steeds verder af, waardoor de verzekeringselementen van een pensioenregeling belangrijker worden en die kunnen door veel uitvoerders worden gerealiseerd. Pensioenfondsen moeten dan ook harder werken om de voordelen van de verplichtstelling voor de deelnemer duidelijk te maken.

Collectiviteit moet de maat zijn, maar ook wensen voor individualiteit moeten ingepast kunnen worden. Het is daarom beter voor pensioenfondsen om tenminste twee basisproducten aan te bieden. Het pensioenfonds moet om te beginnen een goed standaard DB pensioenproduct aanbieden met heldere afspraken over oude daginkomen. Het pensioenfonds neemt het risico, maar beheerst. Daarboven 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 hierbij de sleutelbegrippen.

De toezichthouder speelt een sleutelrol bij het succes van de collectieve pensioenregeling van de toekomst. De Nederlandsche Bank kiest voor een beleid met twee doelen: stabiliteit van de financiële sector als geheel, en consumentenbescherming. Stabiliteit van de financiële sector is van groot belang voor de economie; Nederlandse pensioenfondsen hebben in tegenstelling tot banken bijvoorbeeld geen garantieregeling als het pensioenfond zou omvallen en niet meer aan de verplichtingen kan voldoen. De eis van DNB om 130 procent buffergrootte op te bouwen is vanuit de consument als afnemer van het pensioenproduct gezien dan ook terecht en draagt bij aan de broodnodige financiële stabiliteit.

Consumentenbescherming bij pensioenen zal steeds meer centraal komen te staan. De klantpropositie voor de deelnemers zal scherper en helderder worden. Nederland staat nog maar aan het begin van de ontwikkelingen hiervan. Goede consumentenbescherming trekt zijn sporen in de vormgeving van het pensioenbestuur (kunnen wij de propositie waarmaken en verantwoorden), de communicatie van het pensioenfonds, maar ook in de rechtspraak, omdat de klantpropositie en het eventueel niet nakomen daarvan steeds meer wordt aangevochten door een steeds mondiger klant.

Europa is dichtbij

Het pensioensysteem in Nederland kan nog zo goed en slim opgezet worden, de duurzaamheid en toekomstig succes ervan worden voor een groot deel in toenemende mate in Brussel bepaald. De agenda in Brussel is van een afstand relatief eenvoudig. Een van de grootste successen van de Europese integratie is de deregulering en liberalisering van financiële markten. Sinds 1990 zijn achtereenvolgens in een lange beweging de kapitaalmarkten, de bankensector, verzekeringssector en beleggingsfondsen gede-reguleerd en zijn de mogelijkheden voor concurrentie op deze markten toegenomen. Pensioenfondsen komen nu steeds meer onder de aandacht van Brussel, aangejaagd door de vergrijzingsdiscussie en zijn in die gedachtegang een natuurlijk verlengstuk van het proces van financiële liberalisering. Daarom moet deregulering, toenemende concurrentie en Europa, net als voor banken en verzekeraars, een belangrijk onderwerp zijn voor de grotere pensioenfondsen. De thuismarkt Nederland is volwassen; binnenlandse groei valt er niet te verwachten, zeker als we het vergelijken met de andere Europese landen. De uitgangspositie van Nederlandse pensioenfondsen is over het algemeen op dit moment nog goed. Positief is dat Nederlandse pensioenfondsen zich baden in concurrentievoordelen: *asset liability management* staat in Europa in zijn kinderschoenen, maar Nederland bezit het kenniscentrum. De Nederlandse concurrentiepositie kan vooruitlopend op de Europese ontwikkeling verder versterkt worden. Een voorbeeld daarvan is de ontwikkeling die DNB, samen met ministerie van SZW en Financiën doormaken om de internationale concurrentiepositie van Nederlandse pensioenfondsen te ontwikkelen, analoog aan Ierland, de VS of Engeland. De Nederlandsche Bank heeft hiervoor al het project Nederland Pensioenland opgezet.

Er staat niets in de weg om Nederland in Europa als vestigingsland voor pensioenfondsen te promoten. Eind 2005 werkten 6.000 mensen direct bij pensioenfondsen, 41.000 mensen waren indirect betrokken bij pensioenactiviteiten. Achter pensioenfondsen schuilt een innovatieve bedrijfstak die diensten ontwikkelt en aanbiedt aan pensioenfondsen. Er is een vruchtbare wisselwerking tussen pensioenpraktijk en wetenschap. Landen als Luxemburg en Ierland die momenteel proberen veel pensioenfondsactiviteiten naar hun respectievelijke hoofdsteden proberen te lokken, missen deze kruisbestuiving. De oprichting en uitbouw van het kenniscentrum Netspar in Tilburg is in dit verband ook een positieve ontwikkeling. Daarnaast zorgt de pensioensector voor werk voor andere hoogwaardige dienstverleners, zoals beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders, actuarissen, advocaten en accountants. De Nederlandse pensioensector draagt dus behoorlijk bij aan de ambitieuze doelstellingen van de Nederlandse regering op het gebied van de "kenniseconomie", en zou als sector niet misstaan op de innovatieagenda.

Een sterke Nederlandse pensioensector in Europees perspectief hoeft overigens niet noodzakelijkerwijs te betekenen dat de (uitvoerings)organisaties ook in Nederlandse handen zijn. Het financiële centrum van Londen is juist zo succesvol geworden doordat de Engelse overheid in het verleden niet bewust nationale kampioenen heeft gecreëerd maar wel voorwaarden voor een heel aantrekkelijke sector. Toezichthouder, wetgever en de bankensector werken daartoe eendrachtig samen.

Beleidsagenda voor een offensief scenario

Voor het pensioenfondsbestuur en de toezichthouder kunnen we nu de agendaonderwerpen wel samenstellen voor de komende vijf jaar. Accenten zullen verschuiven in de tijd. Bijvoorbeeld, als de rendementen de komende vijf jaar niet verder herstellen zullen onderwerpen als verdere versobering van de klantpropositie, kostenbesparing, en nieuwe rendementsmogelijkheden bovenaan de agenda staan. Als daarentegen vanuit Europa mededingingsvraagstukken op de agenda worden gezet, zal de verplichtstelling een belangrijkere rol spelen. Vanzelfsprekend kunnen we geen tijdspad neerzetten. We kunnen wel schetsen wat voor de hand liggende acties zijn als de belangrijkste speler pro-actief reageren. Wij noemen 5 aanbevelingen.

1. *Accepteer schaalvergroting en experimenteer met nieuwe modellen.*

Schaalvergroting is de trend bij pensioenfondsen. Vanwege het effect op de mensenkosten per product, het risicomanagement en het toegenomen belang van alternatieve beleggingen (private equity) is deze ontwikkeling toe te juichen. Pensioenfondsen en toezichthouders moeten de koudwatervrees voor verschillende nieuwe bestuursmodellen laten varen en hun pensioenbestuursvorm aanpassen om deelnemers een rol te geven en nieuwe ontwikkelingen mogelijk te maken. Bij nieuwe bestuursmodellen moet risicodeling voorop staan: diegene die het meeste risico draagt, heeft ook de een zware stem in de zeggenschap.

2. *Koester de collectiviteit.*

Stel de verplichte pensioenopbouw niet ter discussie; voer een assertieve lobby in Brussel om dit zo te laten. De internationale ervaringen in Zweden, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk geven aan dat er veel te zeggen valt voor het handhaven van de verplichtstelling van de pensioenopbouw. Collectieve pensioenfondsen zijn een groot goed. In een ideale situatie stimuleert de politiek deze ontwikkeling zodat een aantal grote pensioenfondsen Europese activiteiten ontwikkelen en succesvol verschillende pensioenproducten promoten. In een dergelijke situatie wordt de kritieke massa voor pensioenkennis vergroot: ALM, administratie, trustactiviteiten en een goede toezichthouder worden speerpunten waardoor Europese pensioenfondsen zich graag in Nederland vestigen.

3. *Werk naar een nieuwe rol voor de toezichthouder.*

Het is in dit verband belangrijk dat de overheid en de toezichthouder competitief en meer "pro-business" worden. Alleen het nastreven van solvabiliteit is namelijk niet alles. Laat DNB in de nieuwe situatie ook waken en garant staan voor de kwaliteit van het pensioen en de noodzakelijke stabiliteit koppelen aan een lange termijnvisie die het aantrekkelijk maakt voor Europese pensioenfondsen om zich in Nederland te vestigen. De overheid kan de slagkracht van de pensioensector vergroten door de schotten tussen beleidsmakers bij de ministeries van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, en Financiën te slechten.

4. *Kies voor een sterke pensioensector, niet noodzakelijk pensioenreuzen.*

Richt de energie op een sterke pensioensector, niet nationale kampioenen. De Londense city heeft geen Engelse *investmentbank* van betekenis, maar is wel het financiële hart van Europa. Soepele regulering van de uitvoering, en strenge toetsing van het beleid zijn de sleutel voor het succes.

5. *Werk actief in Europa.*

Een andere voor de hand liggende stap is daarnaast een agentschap op te richten dat actief pensioenfondsen in het buitenland werft en buitenlandse pensioenfondsen begeleidt bij hun vestigingsaanvraag in Nederland. Het voorbeeld van Ierland is in dit geval instructief en leerzaam. Creëer wettelijke kaders en regelingen die écht concurreren met die van Luxemburg en Ierland en reageer sneller op veranderingen. DNB kan bijvoorbeeld vergelijkbare toezichtnormen in de Europese Unie toepassen als in Luxemburg en Ierland. De ambitie van de regering en de pensioensector kan wat dit betreft eenvoudig zijn: Londen is het financiële centrum van Europa, Amsterdam kan het worden voor Europese pensioenfondsen.

LITERATUUR

- Boeri, T. Lans Bovenberg, Benoit Coeure en Adrew Roberts (2006) *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*. Geneva Reports on the World Economy 8. Centre for Economic Policy Research/ICMB International Center for Monetary and Banking Studies.
- Cronqvist, Henrik en Richard Thaler (2004) *Design Choices in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience*. *American Economic Review*, (94) 2, p. 424-428.
- McKinsey & Company (2006) *The Asset Management Industry in 2010*. Via www.mckinsey.com/client-service/banking-securities/latest-thinking/The_Asset_Management_Industry_in_2010.pdf.
- Stichting van de Arbeid (2004) *Principes voor Goed Pensioenfondsbestuur*. Publicatienummer 10/05. Stichting van de Arbeid, Den Haag.
- Zevenbergen, B. (2006) *Pensioenreus voor de metaalsector op komst; Uitvoeringsbedrijf beheert vermogen van euro 51 miljard*. *Het Financieel Dagblad*, 23 oktober.