

Aanpassingen voor een fair pensioenakkoord

Het in juni aangekondigde pensioenakkoord onderkent de realiteit dat het huidige stelsel van aanvullende pensioenen op de lange termijn niet houdbaar is en dat adequate aanpassingen in het pensioencontract nodig zijn. De aanpassing van de pensioenleeftijd en explicitering van het contract bij tekorten en overschotten zijn een verbetering, maar er zijn ook enkele serieuze tekortkomingen die een eerlijke intergenerationele verdeling in de weg staan.

Sinds 10 juni van dit jaar is er een nieuw pensioenakkoord (STAR, 2011). Het is echter allerm minst zeker dat het akkoord in zijn nu voorgestelde vorm zal worden uitgevoerd, aangezien de twee grootste bonden binnen de vakcentrale FNV zich ertegen verzetten.

Het nieuwe contract beoogt de realisatie van een reële pensioenambitie en werkt niet meer met volledig onvoorwaardelijke toezeggingen, noch nominaal, noch reëel. Het nieuwe contract maakt de onzekerheid over pensioenen, die er in feite altijd is geweest, dus expliciet. Opgebouwde pensioenaanspraken en pensioenuitkeringen worden gekoppeld aan de ontwikkeling in de levensverwachting, terwijl overschotten of tekorten door aanpassing van aanspraken en uitkeringen over een langere termijn afgebouwd worden. Pensioenpremies zullen niet verder omhoog gaan en zijn geen sturingsinstrument meer. Het akkoord is een grote stap vooruit (Bovenberg *et al.*, 2011; Kocken en Van Wijnbergen, 2011). Het akkoord kent echter ook enkele serieuze zwaktes, waaronder het gebruik van het verwachte rendement voor de discontering van de toekomstige pensioenbetalingen.

Koppeling van pensioen aan levensverwachting

De belangrijkste stap die vooruit is gezet met het nieuwe akkoord is de koppeling van de pensioenleeftijd aan de levensverwachting vanaf 2020 waarbij het pensioen in eerste instantie ingaat op 66-jarige leeftijd. Door de koppeling wordt de beslissing om de pensioenleeftijd te verhogen gedepoliticiseerd en wordt tegelijk de mogelijkheid van een nieuwe verhoging geboden bij een verdere stijging van de levensverwachting, zonder dat alle huidige discussies overnieuw moeten worden gevoerd. Het akkoord is nu ook expliciet over de onzekerheid ten aanzien van pensioenen, een onzekerheid die er feitelijk altijd al is geweest, maar waarvan men zich tot voor kort nooit echt bewust was omdat verlaging van uitkeringen en achterblijven van indexering voor

(loon)inflatie bijna niet voorkwamen. Ook voorziet het erin dat tekorten en overschotten over een periode van maximaal tien jaar worden verwerkt door aanpassing van opgebouwde rechten en al ingegane pensioenen. Specifiek kunnen op deze manier onverwachte schokken in de financiële markten over een langere periode worden uitgesmeerd, waardoor zowel gepensioneerden als werknemers delen in de gevolgen van deze schokken. Op deze manier zorgt het akkoord voor risicodeling tussen generaties, iets dat ontbreekt in de individuele beschikbare premieregelingen, zoals die nu de boventoon voeren in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

Stabilisering van de premies

Premies zullen niet meer aangepast worden onder het STAR-akkoord. Dit is in lijn met de conclusie van Goudswaard *et al.* (2010) dat verdere verhoging van de premies onevenredig nadelige effecten voor de arbeidsmarkt en de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven heeft. Dat is misschien wat drastisch, en nuancering zou mogelijk moeten blijven, maar een stap in deze richting is onvermijdelijk. Het premie-instrument wordt steeds minder effectief door de toenemende vergrijzing, die tot gevolg heeft dat vermogensinkomsten de contributies steeds meer zullen overvleugelen als financieringsbron. Bedrijven zullen hierdoor niet meer in dezelfde mate als vroeger kunnen bijspringen wanneer een (ondernemings)pensioenfonds het financieel moeilijk heeft. Dit kan als nadeel gezien worden, maar daar staat tegenover dat er ook geen terugstortingen vanuit het fonds naar het bedrijf en geen "premie vakantie" meer plaatsvinden. Al met al een aanpassing richting meer premiestabiliteit die bij de vergrijzing hoort.

Discontering tegen verwacht rendement

Het akkoord kent echter ook enkele zwaktes, die met name voor de jongeren zeer nadelige gevolgen zullen hebben indien ze worden doorgezet. Het belangrijkste is de overstap van discontering tegen de risicovrije rente naar discontering tegen het verwachte rendement. Dit geeft een prikkel tot extra risicovol beleggen om daarmee de dekkingsgraad kunstmatig op te krikken, iets waar De Nederlandsche Bank ook al voor gewaarschuwd heeft. Deze prikkel bestaat vooral wanneer de dekkingsgraad laag is of wanneer het pensioenfonds een herstelplan moet volgen. De verandering in disconteringsmethodiek heeft echter nog een veel ernstiger consequentie: oneerlijke overdracht van opgebouwde waarde van jonge

ROEL BEETSMA

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

THEO KOCKEN

Algemeen directeur van Cardano en hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam

SWEDER VAN WIJNBEGEN

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

deelnemers naar huidige gepensioneerden (Kocken, 2011; Kocken en Van Wijnbergen, 2011; Ponds, 2011). Het volgende voorbeeld maakt dit duidelijk.

De uitgangspositie is het reële kader dat het STAR-akkoord voorstelt. Aangezien de nominale dekkingsgraad nu rond de 100 procent schommelt, geeft dat bij een inflatieverwachting van 2 procent en een gemiddelde duur van vijftien jaar van de Nederlandse pensioenverplichtingen, een reële dekkingsgraad van 70 procent. Door over te stappen naar het verwachte rendement om verplichtingen te verdisconteren, kan daar tot maximaal 60 procentpunten bijgeteld worden: onder het STAR-akkoord wordt het verwachte rendement afgetopt op 7 procent als je vol in aandelen stapt. Bij een swaprente van ongeveer 3 procent geeft dat 4×15 (duur van de verplichtingen) = 60 procent extra dekkingsgraad. Deze gaat dan dus van 70 naar 130, waarna er meer dan vol geïndexeerd kan worden. Natuurlijk reageert de dekkingsgraad slechts bij benadering lineair op deze rendementseffecten, maar voor de grote lijn van het verhaal maakt dit niet uit: er kan meer geïndexeerd worden.

Aan de activa-kant is er echter niets veranderd omdat veranderingen in de beleggingsmix tegen marktprijzen plaats vinden, en de waarde van de totale activa niet verandert. Dit betekent dat de passiva-kant van de balans ook niet kan veranderen. Deze truc is een standaardvoorbeeld van wat in de literatuur *risk shifting through asset substitution* wordt genoemd. Daardoor wordt een groter deel van de claims zacht, maar vanwege onbenoemde eigendomsrechten en de betalingsvolgorde worden dat grotendeels de claims van de jongeren, want de ouderen krijgen hun uitkering als eerste. Door dezelfde indexatie die in cash naar ouderen gaat ook aan jongeren te beloven, wordt dit probleem niet opgelost. Immers, papieren beloften zijn niets waard als het geld op is wanneer ze ingelost moeten worden.

Risicovrije rentevoet

Het akkoord predikt “prudentie” wat waarschijnlijk een lagere risicopremie inhoudt van bijvoorbeeld 2 procent. Een veel gehoorde tegenwerping tegen risicovrij waarderen is dat met zo'n prudente risicopremie en koppeling aan verwachte looninflatie van 3 procent er ook geen indexatiegolf komt. De verwachte (loon)inflatie van 3 procent laat de reële dekkingsgraad zakken tot 55 procent (zie rekenvoorbeeld), terwijl de risicopremie van 2 procent daar weer 30 procentpunten bij optelt, om te komen op een opgepoetste reële dekkingsgraad van 85 procent. Dat betekent dan weer dat er slechts gedeeltelijk geïndexeerd zal mogen worden of in het geheel niet, totdat het tekort van 15 punten weg-

Een beetje prudent betekent een beetje minder oneerlijk, maar nog steeds een significante overdracht van jong naar oud

gewerkt is. Maar daarna start de excessieve indexatie weer vol op 3 procent. De lengte van de periode waarover onverwachte financiële schokken worden uitgesmeerd verandert dat niet wezenlijk. Bij de verwachte lange uitsmeerperiode is de neerwaartse correctie in indexatie om het tekort weg te werken klein. Bij een korte uitsmeerperiode is deze correctie groter, maar wordt na de wegwerking van het tekort weer gevolgd door de hoge indexatie van 3 procent, waardoor er voor de huidige jongeren toch weer weinig meer over zal blijven. Een beetje prudent betekent een beetje minder oneerlijk, maar nog steeds een significante overdracht van jong naar oud.

De jongeren hebben dus het nakijken. Met andere woorden, de deelnemers verhandelen impliciet onderling financiële contracten, maar tegen prijzen die sterk afwijken van die op de

financiële markten, waar dergelijke contracten tegen de risicoloze rente verhandeld worden.

De kern van het argument is dat als je arbitragevrij wilt prijzen – het betreft hier namelijk transacties tussen generaties die in de markt ook arbitragevrij geprijsd worden – je dan een zogenaamde risiconeutrale kansverdeling moet gebruiken, zoals standaard is in de financieringsliteratuur. Deze impliceert het gebruik van de risicovrije rentevoet en niet van het verwachte rendement op de feitelijke portefeuille. Verwacht rendement mag wel worden meegenomen in individuele waardering van aanspraken, als daarbij maar niet intergeneratie-transacties zoals uitsmeerperiodes tegen dezelfde verwachtingswaarde-aanpak worden verhandeld. Door de verwachtingswaarde in de verdisconteringscurve op te nemen in een risicodelend systeem, gebeurt dit echter wel, zoals Kocken (2011) laat zien.

Verdeling over generaties

Het bezwaar tegen discontering tegen het verwachte portefeuillerendement staat los van de vraag of een pensioenfonds risico moet nemen bij het beleggen. Het antwoord hierop hangt voornamelijk af van de demografie en de preferenties van de deelnemers. De soms gehoorde opmerking dat je bij risicoloze discontering dus geen risico kunt nemen is onjuist. De waardering van de intergenerationele transfers staat los van de keuzes voor risicocallocatie die het bestuur maakt. In wezen gaat het bij het disconteren in een pensioenfonds puur om een verdelingsprobleem. Hoe wordt het opgebouwd vermogen verdeeld over oud en jong? De bedragen die verdeeld moeten worden zijn gigantisch: er moet circa 800 miljard euro over naar het nieuwe systeem. De overdracht van jong naar oud kan onder het huidige akkoord al gauw tot zo'n honderd miljard euro oplopen.

Het gevaar van uitholling van het pensioengeld door een verkeerde waarderingsmethodiek is zeker niet onrealistisch. Het door de STAR voorgestelde systeem is in gebruik bij Amerikaanse deelstaat-pensioenfondsen, waarvan nu verwacht wordt dat 65 procent binnen vijftien jaar bankroet gaat (Rauh, 2010). Ook verstandige pensioenfondsbesturen kunnen in deze verkeerde waarderingsmethodiek meegaan. Hoe valt het voor fonds A uit te leggen aan haar deelnemers dat zij niet indexeert wanneer fonds B met dezelfde dekkingsgraad dat wel doet? Concurrentiedruk kan op termijn ook goedbedoelende besturen dwingen tot onverantwoord gedrag. Alleen door het gebruik van de lagere risicovrije rente bij het waarderen van verplichtingen wettelijk af te dwingen, kan dergelijk gedrag worden verhinderd.

Het combi-contract als alternatief

Het pensioenakkoord kent ook op andere vlakken beperkingen. Gekozen is voor het volledig voorwaardelijke reële contract. Vanzelfsprekend maken deelnemers zich druk om de uiteindelijke koopkracht die het pensioen oplevert. De twee belangrijkste problemen betreffen de communicatie en de onmogelijkheid reële garanties af te geven. Allereerst zijn reële doelstellingen en het weergeven van de onzekerheid daaromheen lastig te communiceren naar een deelnemerspubliek, dat gemiddeld genomen zwak onderlegd is op financieel terrein (Van Rooij, *et al.*, 2011). Ten tweede zijn reële garanties onmogelijk af te geven, omdat indexeringen op de Nederlandse consumentenprijsindex niet voorhanden zijn. Maar boven-

dien is onzekerheid over inflatie slechts één van de risico's die de koopkracht van pensioenen bedreigen, en in Nederland zeker niet het belangrijkste risico. Inflatie-indexatie helpt niet tegen demografische en financiële marktschokken.

Wellicht is het combi-contract, gebaseerd op een combinatie van onvoorwaardelijke nominale rechten en voorwaardelijke reële rechten, te gemakkelijk helemaal opzij geschoven. De vraag is hoe laag de ondergrens gelegd kan worden voor wat betreft het deel van de rechten dat hard is. Immers, deelnemers willen een bepaalde mate van zekerheid, ook al is die nominaal. De onderhandelaars hadden ook voor het combi-contract kunnen kiezen met een flexibele grens voor het harde gedeelte. Bijvoorbeeld met een hogere grens bij een ouder deelnemersbestand. De hoogte van deze grens zou echter aanzienlijk lager moeten liggen dan de huidige grens om de voor het beleggingsbeleid desastreuze nominaal-reële spagaat te vermijden. Binnen het combi-contract zouden dan zachte rechten kunnen worden opgebouwd, die later in harde worden omgezet (Het Financieele Dagblad, 2011). Deze voorstellen zijn doorgerekend en vergeleken in Beetsma *et al.* (2011). Binnen zo'n combi-contract hebben jongeren relatief meer zachte rechten. Dit is in lijn met het feit dat zij meer risico kunnen dragen door de langere herstelperiode die ze hebben en de mogelijkheid hun arbeidsaanbod indien nodig aan te passen. Natuurlijk moeten de zachte rechten zodanig zijn vormgegeven dat de jongeren ook meer dan proportioneel van goede schokken profiteren. De behandeling van de zachte rechten ten opzichte van harde rechten, bijvoorbeeld bij het toekennen van indexatie, zou precies in het pensioencontract moeten worden vastgelegd.

Eerder opgebouwde rechten

De behandeling van de al opgebouwde rechten zal onder het STAR-akkoord voor de nodige problemen zorgen. Deze blijven of achter in een aparte pot, die gesloten wordt voor nieuwe toetreders en contributies, of ze worden opgenomen in de opbouw van vermogens binnen het nieuwe contract. Het opnemen van opgebouwde rechten is met juridische obstakels omgeven omdat aan de eigenschappen van de oude rechten niet zo maar getornd mag worden. Zo luidt het eerste protocol Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens. Voor zover de oude rechten niet worden opgenomen in het nieuwe systeem, blijven ze dus in een apart, gesloten fonds. Dit heeft verschillende implicaties. Allereerst verkleint dit de mogelijkheden voor het delen van risico's tussen generaties. Voorts, doordat de toezichthouder strikter zal toezien op naleving van de bestaande zekerheidsmaat, wordt het fonds tot risicoloos beleggen gedwongen. De gevolgen zullen hoogstwaarschijnlijk substantieel zijn voor de deelnemers. Het verwachte rendement zal laag zijn en er zal voor lange tijd geen ruimte zijn voor indexatie tegen prijsveranderingen – laat staan loonveranderingen. De reële waarde van de uit te betalen pensioenen zal gaan dalen en de jongere deelnemers zullen daar op termijn groot nadeel van ondervinden. Oudere deelnemers komen er relatief beter van af omdat ze eerder hun uitkering krijgen en dus minder last hebben van de uitholling ervan, maar ook zij zullen een gestage uitholling van de koopkracht van hun pensioen ervaren.

En dat wordt erger wanneer de levensverwachting verder stijgt, wat waarschijnlijk lijkt (Van Duin, 2011). Beginnend bij een initiële dekkingsgraad van 100 procent en een volledige vastrentende belegging, zal een stijging van de levensverwachting gegarandeerd tot onderdekking leiden. Het extra nadeel slaat naar het lijkt disproportioneel neer bij de jongste deelnemers, die als laatsten in de rij staan. Een initiële positieve buffer zou dus met risico belegd kunnen worden, maar de ruimte voor het geven van indexatie wordt beperkt vanwege de risico's van de levensverwachting. De hier beschreven gevolgen kunnen natuurlijk wel een extra prikkel geven om oude rechten vrijwillig in het nieuwe systeem in te brengen. Het is echter risicovol hierop te gokken en de mogelijkheid van een parallel systeem met een vrijwel zekere slechte pensioenuitkomst in stand te houden.

**Oudere deelnemers
komen er relatief
beter van af
omdat ze eerder
hun uitkering krijgen
en dus minder last
hebben van de
uitholling ervan, maar
ook zij zullen een
gestage uitholling
van de koopkracht
van hun pensioen
ervaren**

Het achterblijven van oude rechten heeft overigens nog andere consequenties. Een strenger toezicht op de bestaande zekerheidsmaat betekent dat de pensioensector aandelen en andere risicodragende objecten moet verkopen. Gezien de omvang van ons pensioenvermogen en het feit dat deze operatie in een relatief korte tijd moet gebeuren kan dit de aandelenprijzen verder drukken, waardoor pensioenfondsen met hun verkoop minder ophalen en dekkingsgraden nog verder afnemen.

Herverdelingseffecten van de AOW

Ook in de eerste pijler treedt een probleem op. Het basispro-

bleem hier is de 0,6 procent AOW-stijging per jaar voor iedereen, die vervolgens gefinancierd wordt door afschaffing van de ouderenkorting. Hierdoor krijgt uiteindelijk iedereen compensatie, behalve de ouderen met lage inkomens (Tang en Van Wijnbergen, 2011).

In het akkoord wordt de mogelijkheid geboden met een korting van 6,5 procent per jaar eerder met pensioen te gaan. De stijging van 0,6 procent per jaar was bedoeld ter compensatie van deze korting om na tien jaar toch iemand van 65 met pensioen te kunnen laten gaan met de koopkracht van nu op 65-jarige leeftijd. De compensatie en de korting vallen ruwweg tegen elkaar weg, waardoor de prikkel om langer door te werken en dus een besparing te maken op de AOW-uitgaven teniet wordt gedaan. En om het dan toch fiscaal rond te krijgen, wordt er zwaar gekort op de ouderenkorting, waarmee de last van fiscale haalbaarheid voornamelijk bij de lage inkomens gelegd wordt. Met andere woorden, de ouderen met lage inkomens zijn de enige groep die er ten opzichte van de huidige situatie op achteruit gaan.

Alternatieve compensatie

Het is evident onlogisch iedereen compensatie te geven voor de effecten van een hogere pensioenleeftijd, omdat daarmee het effect van die hogere pensioenleeftijd weer onderuit gehaald wordt en de verslechterende verhouding tussen werkenden en gepensioneerden ongemoeid blijft. Door effectief per saldo niets te doen wordt de AOW op de lange duur onhoudbaar. Feitelijk worden zo dan weer de jongeren de dupe van te hoge uitkeringen aan de ouderen. Een beter alternatief zou zijn om niet iedereen te compenseren, maar alleen degenen die zonder compensatie in maatschappelijk onverteerbare mate in moeilijkheden komen. Zo zou alleen maar compensatie aan lagere inkomens kunnen worden gegeven, die

SINDS 1916

wordt afgebouwd in lijn met het budgettaire kader van Kamp en De Jager.

Vergroting van de mogelijkheden tot langer doorwerken

Handhaving van onze genereuze pensioenvoorziening is alleen mogelijk als er uiteindelijk langer wordt doorgewerkt. Dat begint bij het verschaffen van de juiste financiële prikkels hiertoe. Maar dat is niet voldoende. Het moet ook mogelijk zijn voor werknemers om langer door te werken. Helaas ontbreken concrete plannen hiertoe in het STAR-akkoord. De keuze tussen stoppen en doorwerken wordt veel oudere werknemers onthouden vanwege het automatische ontslag bij het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd, met als gevolg dat lang voordat ze uit elkaar gaan werknemers en werkgevers al stoppen met het investeren in menselijk kapitaal en dus het op peil houden van de arbeidsmarktpositie voor oudere gepensioneerden.

Een positief element in het akkoord is dat binnen de AOW een spilleeftijd met daaromheen een keuze-interval geboden wordt: eerder of later dan de op te hogen spilleeftijd mag, maar met korting dan wel met bonus. Wat is er op tegen om het automatische ontslag te verschuiven van de spilleeftijd naar de maximumleeftijd? Dat biedt een oudere werknemer werkelijk keuze. Werkgevers zullen dit waarschijnlijk liever niet willen, maar ze negeren daarbij de genoemde prikkels die de waarde van de werknemer langer op peil houden. De overheid zou dit kunnen stimuleren door het fiscaal faciliteren van aan werk gerelateerde bijscholing, die zich terugverdient als de werknemer effectief langer doorwerkt.

Vervolgstappen

Het pensioenakkoord is een aantal goede stappen voorwaarts in vergelijking met het oude contract. De goede elementen moeten behouden blijven en het zou dan ook een slechte zaak zijn wanneer we door het afwijzen van het akkoord weer terug bij af komen. Het is een illusie dat de onderhandelaars uiteindelijk bij een eerste keus uitkomen, dus de beste weg vooruit is het maken van aanpassingen binnen het huidige akkoord, waarvan het terugdraaien van de verandering van de disconteringsvoet bij het berekenen van de verplichtingen de belangrijkste is. Discontering zou dan nog steeds tegen de risicovrije marktrente plaatsvinden, maar de scherpste kanten kunnen eraf gehaald worden. Bijvoorbeeld door niet tegen de dagrente te disconteren maar tegen een gemiddelde van de laatste twaalf maanden. Zuiverder is nog de dekkinggraad niet te meten op 31 december maar een gemiddelde van de laatste twaalf maanden te nemen als ijkpunt. In geval van aanpassingen in de levensverwachting dient wel de laatste stand te worden genomen, aangezien dit geen illiquiditeitsaspect betreft maar per definitie een structurele verschuiving. Dit twaalfmaandsvenster is een afweging tussen enerzijds het vermijden van onnodige focus op dagkoers, terwijl beslissingen

omtrent indexatie en dergelijke één keer per jaar worden genomen, en anderzijds de noodzaak van de disconteringsrente om eventuele structurele renteveranderingen en andere marktveranderingen te blijven volgen, om daarmee geen intergenerationele oneerlijkheid te realiseren. Belangrijk is dat pensioenfondsen in de gelegenheid blijven beleggingsrisico te nemen om daarmee een hoger verwacht pensioen te kunnen bieden. Een zeker pensioen is zeker laag. De resultaten over de afgelopen decennia laten zien dat, inclusief de effecten van de recente crisis, het pensioenresultaat nog altijd beter is dan wanneer fondsen alles in vastrentende objecten hadden belegd (Goudswaard *et al.*, 2011). Dat is een extra reden om te voorkomen dat oude rechten achterblijven in een apart gesloten systeem. Er moet dus bij voorkeur één systeem komen. Twee systemen naast elkaar laten bestaan leidt onvermijdelijk tot fragmentatie.

Vanwege mogelijke juridische bezwaren op grond van de wettelijk voorgeschreven gelijke behandeling van verschillende leeftijden heeft de STAR welbewust afgezien van leeftijdsdifferentiatie in het nieuwe pensioencontract. Maar leeftijdsdifferentiatie in het beleggingsbeleid kan welvaartsverhogend werken doordat een relatief groot deel van de risico's wordt neergelegd bij degenen die ze het beste kunnen dragen. Deels kan dit met de uitsmeermethode gerealiseerd worden. Het is echter nog steeds de moeite waard te kijken of de genoemde differentiatie ook effectief bereikt kan worden door de opbouw van zachte rechten die geleidelijk in harde rechten worden omgezet. Er zijn een aantal landelijke en Europese juridische hobbels om zowel het conditioneel maken van opgebouwde rechten, als aspecten zoals leeftijdsdifferentiatie, op een of andere haalbare manier te introduceren. Het lijkt sterk aan te raden deze problematiek daarom multidisciplinair aan te pakken in een team van juristen en economen, naast de stakeholders van de pensioenfondsen.

LITERATUUR

Beetsma, R., W.E. Romp en S.J. Vos (2011) *Redesigning the Dutch occupational pension contract: A simulation-based comparison of the main proposals*. Werkdocument bij Mn Services en de Universiteit van Amsterdam.

Bovenberg, A.L., J. Frijns, K. Goudswaard en T.E. Nijman (2011) Sociale partners zetten grote stappen op weg naar robuust stelsel. *Me Judice*, 24 juni.

Duin, C. van (2011) De onzekere toekomst van de pensioengerechtigde leeftijd. *ESB*, 96(4617), 528-529.

Goudswaard, K., R. Beetsma, T. Nijman en P. Schnabel (2010) *Een sterke tweede pijler: naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Het Financieel Dagblad (2011) *Nieuw pensioenplan: snel herstel zonder harde rechten*, 26 maart.

Kocken, T. (2011) De impact van een niet-*risicovrije disconteringsvoet op de verdeling van een collectief vermogen tussen generaties*. Werkdocument bij de Vrije Universiteit Amsterdam.

Kocken, T. en S. van Wijnbergen (2011) *Fatale fout in het pensioenakkoord*. *Het Financieel Dagblad*, 29 juli.

Ponds, E.H.M. (2011) Pensioenakkoord en generatie-effecten. *ESB*, 96(4617), 506-509.

Rauh, J. (2010) *The day of reckoning for state pension plans*. Kellogg Working Paper, maart.

Rooij, M. van, R. Alessie en A. Lussardi (2011) *Pensioenakkoord vereist financieel inzicht*. *ESB* 96(4616), 480-482.

STAR (2011) *Uitwerkingsmemorandum pensioenakkoord van 4 juni 2010*. Den Haag: Stichting van de Arbeid.

Tang, P. en S. van Wijnbergen (2011) *Golf van wantrouwen*. *Het Financieel Dagblad*, 2 juli.