

Een opknapbeurt voor het pensioensysteem

Auteur(s):

Buijink, W.
Eichholtz, P.M.A.
Koedijk, C.G.
Maijoor, S.

De auteurs zijn verbonden aan de Rijksuniversiteit Limburg en wel aan het Limburg Institute of Financial Economics (Life) en het Maastricht Accounting and Auditing Research Center (Marc). Zij zijn dank verschuldigd aan R.M.A. Jansweijer.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4065, pagina 588, 3 juli 1996

Rubriek:

Trefwoord(en):

pensioenen

De helderheid van het pensioenstelsel en het toezicht erop kan snel verbeterd worden. Ten eerste moet de 'omgekeerde solidariteit' worden teruggedrongen door een sterke AOW te houden en het eindloonstelsel los te laten. Ten tweede kan de aansturing van de pensioenfondsen verbeteren door betere verslaggeving. Ten derde moet de positie van de Verzekeringskamer drastisch versterkt worden.

Een kleine vijftig jaar geleden is het huidige Nederlandse pensioensysteem door de overheid op de rails gezet. Met vooruitziende blik is toen gekozen voor een gedeeltelijk kapitaaldekkingstelsel dat goed paste bij de destijds geldende omstandigheden. Die keuze heeft er toe geleid dat Nederland in veel opzichten een gidsland is op pensioengebied en dat de omvang van de problemen relatief klein is in vergelijking met het buitenland waar niet tijdig voor een kapitaaldekkingstelsel is gekozen. Nederland wordt in verschillende gezaghebbende internationale studies dan ook aangehaald als voorbeeld van een land met een succesvol systeem.

Echter, de belangen van de toekomstige generaties zijn niet gediend met een zelfgenoegzaam achterover leunen. De omstandigheden en vooruitzichten zijn nu wezenlijk anders dan vijftig jaar geleden. Illustratief is hier dat toen 7,7% van de bevolking ouder was dan 65 jaar. Nu is dat 13,2% en dit zal in de toekomst nog verder stijgen tot bijna 30%. Bij ongewijzigd beleid kan dit op termijn tot een verslechtering van het pensioen leiden.

Daarnaast nemen pensioenfondsen nu een veel belangrijker plaats in op de kapitaalmarkt dan in de jaren vijftig. De gezamenlijke vermogens van de pensioenfondsen bedroegen toen 9% van het bnp. Nu is dat meer dan 85%. Dit betekent dat controle en beheer van de pensioensector een wezenlijk andere inhoud krijgt dan toen het geval was.

Het gaat er dus om dat de overheid eenzelfde vooruitziende blik tentoonspreidt als vijftig jaar geleden, en het pensioenstelsel klaarmaakt voor de komende decennia. In de recente discussie over herziening van het pensioenstelsel en de introductie van meer keuzemogelijkheden spelen naar onze mening drie richtingbepalende factoren een rol: de gewenste mate van solidariteit, de controle en beheersing van het pensioenproces en de

gewenste rol van de toezichthouder. In dit artikel zullen we op elk van deze drie factoren ingaan, waarbij we aangeven welke initiatieven de overheid hierbij zou kunnen nemen.

Solidariteit

In een recente bijdrage in dit blad stelde Hofstede dat verzekeringsstelsels, en dus ook pensioenstelsels, voor een deel het resultaat zijn van nationale waarden ¹. In het geval van Nederland zijn dat in de eerste plaats solidariteit met de zwakkeren, wat leidt tot volksverzekeringen waarin de sterken de zwakken subsidiëren. Niet altijd is echter even duidelijk langs welke kanalen die solidariteit loopt en of de gewenste solidariteit tussen en binnen generaties in de praktijk ook waargemaakt wordt.

Tussen generaties

Pensioensolidariteit tussen generaties gaat vooral over risicodeling. Als de beleggingsrendementen van de pensioenfondsen tegenvallen, of als er plotseling hoge inflatie optreedt, dan kunnen in het huidige Nederlandse systeem de premies worden verhoogd om zo de toegezegde pensioenen van de ouderen te financieren. Deze risicodeling is een belangrijk kenmerk van ons pensioenstelsel, en het gaat dan ook niet aan om hier een einde aan te maken.

Echter, die intergenerationele risicodeling kent een verplichtend karakter, want de jongere generaties zullen niet uit zichzelf meer premie betalen voor pensioenen van anderen. De vraag is nu of risicodeling niet ook langs andere wegen bereikt kan worden dan via afgedwongen solidariteit.

Een van de belangrijkste risicobronnen voor pensioenen is inflatie. Dit risico zouden pensioenfondsen in principe ook via hun beleggingen kunnen beperken. Dat kan ten eerste door meer internationaal te beleggen, aangezien een inflatieschok in Nederland internationaal niet noodzakelijkerwijs overal in dezelfde mate gevoeld wordt. Verder kan het inflatierisico worden beperkt als de overheid indexleningen zou uitgeven: leningen waarvan het rendement rechtstreeks gekoppeld is aan de inflatie. Gezien enkele recente internationale ontwikkelingen lijkt de kans daarop weer wat groter te worden ². Voorts kunnen de beleggingsrendementen op langere termijn op peil worden gehouden door meer te beleggen in zakelijke waarden ³.

Binnen generaties

Pensioensolidariteit binnen generaties draait vooral om overdrachtsuitgaven tussen verschillende inkomensgroepen. Uit een verkenning van Nelissen ⁴ blijkt dat de AOW leidt tot een sterke vermindering van de inkomensongelijkheid (zie kader). Door de relatieve achteruitgang van de AOW vormt het aanvullend pensioen een steeds belangrijker gedeelte van het totale collectieve pensioen. Omdat bij de aanvullende pensioenen sprake is van omgekeerde solidariteit tussen arm en rijk zal de totale mate van solidariteit dan ook afnemen. Uit dat oogpunt is het dus belangrijk om bij eventuele herzieningen van het pensioensysteem in ieder geval een sterke AOW te handhaven.

Corporate governance

De huidige discussie over herziening van het pensioenstelsel gaat voor een belangrijk deel over de beheersing en controle van pensioenfondsen, ofwel de 'corporate governance'. Hoe moeten ze georganiseerd worden om ze de juiste prikkels te geven? Op welke wijze moeten beheerders van pensioenfondsen verantwoording afleggen zodat zij aangezet worden tot goede prestaties? Hierbij dient niet alleen te worden gedacht aan de beheersing van liquiditeits- en solventierisico's maar ook aan het rendement op beleggingen. Het vraagstuk van corporate governance is overigens niet nieuw voor pensioenfondsen. Zij pleiten al sinds enige tijd voor een verbetering van het toezicht op ondernemingen. Typerend is echter dat zij dit pleidooi alleen houden voor de ondernemingen waarin zij beleggen en niet voor hun eigen beheersings- en controlestructuur.

Tucht van de markt

Net zoals bij reguliere ondernemingen kunnen bij pensioenfondsen in principe diverse beheersings- en controlemechanismen worden toegepast. De tucht van de (consumenten- en vermogens-)markt, zoals die gewoonlijk functioneert voor ondernemingen, is in het geval van pensioenen voor een belangrijk deel uitgeschakeld. Deelnemers in pensioenfondsen kunnen in het geval van ontevredenheid niet met hun voeten stemmen. Door de binding in Nederland tussen werkgever en pensioenfonds wordt de selectie van het pensioenfonds van een werknemer vastgelegd door de keuze van werkgever.

De effecten van het ontbreken van marktwerking voor de beheersing en controle van pensioenfondsen kunnen nauwelijks overschat worden. Analisten, vermogensverschaffers en consumenten geven bij reguliere

(beursgenoteerde) ondernemingen belangrijke aanzetten tot efficiëntie, effectiviteit en innovatie. Bij pensioenfondsen ontbreken dergelijke 'natuurlijke' beheersingssystemen.

In de huidige situatie zijn prikkels natuurlijk niet geheel afwezig. Werkgevers, voor wie pensioenpremies bedrijfskosten zijn, hebben er baat bij dat die premies laag zijn en zullen de gang van zaken bij pensioenfondsen dus in de gaten houden.

Maar om drie redenen werken deze prikkels niet altijd goed. Ten eerste geldt voor bedrijfstakpensioenfondsen dat individuele ondernemingen weinig invloed kunnen uitoefenen op het beleid van pensioenfondsen. Daarmee verslapt de koppeling beleggingsrendement-premiehoogte in belangrijke mate. Ten tweede kan voor individuele ondernemingspensioenfondsen juist gewezen worden op de nadelige gevolgen van de directe relaties tussen pensioenfonds en werkgever. Legio voorbeelden tonen aan dat het pensioenvermogen als financiële buffer voor de onderneming wordt gebruikt. Bekend is het aanwenden van pensioenvermogens voor het oplossen van korte termijn problemen zoals de uitkoop van een lastige aandeelhouder van de onderneming (zoals Hagen in het geval van Nedlloyd) of het geven van een lening tegen niet markt-conforme voorwaarden (zoals onlangs bij DHV)⁵. Ten derde kan worden gewezen op de niet heldere eigendomsrechten (en plichten) bij pensioenvermogens (en pensioenverplichtingen). Welke partijen hebben een claim op (overschotten van) pensioenen? Welke partijen zijn verantwoordelijk voor tekorten van pensioenfondsen? De antwoorden op deze vragen zijn niet eenduidig. Pensioenen in Nederland zijn in stichtingen ondergebracht en de rechten en plichten kunnen van geval tot geval verschillen.

Er is dus behoefte aan mechanismen die pensioenfondsen aanzetten tot efficiënt, effectief en innovatief beleid. Naast de tucht van de markt kunnen ook andere beheersings- en controlemechanismen worden onderscheiden: de plicht tot het publiceren van jaarrekeningen volgens vaste voorschriften en intern en extern toezicht.

Publikatieplicht

De plicht tot publikatie van financiële informatie is een belangrijk disciplinerend mechanisme van veel organisaties. Bestuurders die weten dat zij om de zoveel tijd publiekelijk verantwoording moeten afleggen over hun beleid worden geprikkeld tot betere prestaties. Maar doordat pensioenfondsen de stichtingsvorm hebben, vallen zij niet onder de reguliere verslaggevingsplicht van Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Derhalve is de publikatie van jaarrekeningen door pensioenfondsen een vrijwillige aangelegenheid geworden. Wel dienen de pensioenfondsen informatie te leveren aan de Verzekeringskamer met de niet openbare verslagstaten.

Recent heeft Kapteijn gedocumenteerd hoe moeilijk het is om actuele financiële jaarstukken van pensioenfondsen in Nederland te verkrijgen⁶. Van de ongeveer 1100 pensioenfondsen stellen er rond de honderd additionele jaarstukken op voor deelnemers en andere belangstellenden. Van die honderd fondsen blijken er veel te publiceren met meer dan een jaar vertraging: Kapteijn vond er over 1994 precies 16.

In tegenstelling tot de situatie bij de pensioenfondsen zijn er in Nederland (specifieke) verslaggevingsverplichtingen voor banken en verzekeraars, ongeacht de rechtsvorm. Net als bij pensioenen spelen bij banken en verzekeraars overwegingen als het vertrouwen van het algemene publiek een belangrijke rol. Blijkbaar staat dit bij banken en verzekeraars transparante verslaggeving niet in de weg. Het is goed om te melden dat op dit punt zelfs de geheimzinnigheid in de jaarrekeningen van banken over de vorming van de stroppenpot (VAR) is verdwenen. Dit alles betekent dat de afwezigheid

Een publikatieplicht voor pensioenfondsen is dan ook niet meer dan vanzelfsprekend. Ontwikkelingen in het buitenland ondersteunen dit. De International Accounting Standards Committee (IASC) heeft een gedetailleerde richtlijn (IAS 26) die internationaal snel terrein wint; Nederland kan hierbij niet achterblijven.

Waarderingsregels: naar ALM

Als deelnemers in pensioenfondsen, zoals meestal in Nederland, weinig mogelijkheden hebben beheerders onder druk te zetten, dan is overheidsbemoeienis met de inhoud van de jaarrekening gewenst. Maar het beoordelen van jaarverslagen van pensioenfondsen is geen sinecure⁷. Twee belangrijke problemen zijn de wijze van waardering van de pensioenverplichtingen en de waardering van de beleggingen van het fonds. Voor de deelnemers van een fonds zijn dit twee belangrijke grootheden omdat zij indirect de pensioenpremies bepalen. Marseille⁸ geeft een overzicht van beschikbare waarderingsregels voor verplichtingen en beleggingen.

Voor de verplichtingen is voor de deelnemers inzicht in de *toekomstige* verplichtingen van het fonds van belang. In dit opzicht is het interessant om te vermelden dat het nu al mogelijk is om meer prospectieve informatie over verplichtingen en beleggingen van pensioenfondsen te geven. Veel pensioenfondsen gaan over tot toepassing van

asset-liability management (ALM) om beleggingen beter af te stemmen op toekomstige verplichtingen. Informatie nodig voor ALM en informatie over de resultaten ervan lijken bij uitstek interessant voor fondsdeelnemers. Het is jammer dat deze informatie tot nu toe niet op tafel komt en alleen maar onderdeel blijft van het vertrouwelijk beraad tussen ALM consultants en fondsenbeheerders.

Het ontwikkelen van goede verslaggevingsregels voor pensioenfondsen vereist tijd en zal doorgaan zolang pensioenfondsen innoveren in hun wijzen van financieren en beleggen. Mede door het ontbreken van een publicatieplicht is de discussie over de inhoud van pensioenfondsjaarrekeningen tot nu toe nauwelijks van de grond gekomen. Voor de reguliere verslaggeving blijkt dat het publieke debat een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de ontwikkeling van nieuwe verslaggevingstechnieken. In navolging van Klumpes (zie zijn bijdrage in dit nummer) pleiten wij voor een verdieping van dit publieke debat, waarbij een brede groep 'stakeholders' een rol zou moeten spelen.

De rol van de toezichthouder

Het houden van toezicht op pensioenfondsen is een belangrijk beheersings- en controlemechanisme. Intern toezicht wordt gerealiseerd doordat pensioenfondsen normaliter zowel een directie als een bestuur kennen. De laatste functioneert als intern toezichthouder. Het extern toezicht op pensioenfondsen wordt in Nederland uitgevoerd door de Verzekeringkamer.

De verhouding tussen de Verzekeringkamer enerzijds en de pensioenfondsen en de verzekeringsmaatschappijen anderzijds is formeel vergelijkbaar met die tussen De Nederlandsche Bank aan de ene kant en de commerciële banken en beleggingsinstellingen aan de andere. Zowel Verzekeringkamer als DNB oefenen toezicht uit, waarbij het beperken van het risico van insolventie een grote rol speelt. Ook wat betreft de *reikwijdte* van het toezicht zijn de Verzekeringkamer en DNB vergelijkbaar. Gemeten naar het totale vermogen waarop toezicht wordt uitgeoefend is de Verzekeringkamer wat minder belangrijk dan DNB. Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen hebben gezamenlijk een beheerd vermogen van bijna f. 800 mrd terwijl het gecombineerde balanstotaal van de banken en de commerciële beleggingsinstellingen in Nederland bijna f. 1.400 mrd bedraagt. Gemeten naar het aantal te controleren financiële instellingen heeft de Verzekeringkamer daarentegen een groter mandaat dan DNB.

Desondanks heeft de Verzekeringkamer veel minder autoriteit dan de Bank. Dat geldt zowel op het gebied van toezicht als op het gebied van onderzoek. Een illustratie daarvan is te vinden in de introductie van het jaarverslag van de Verzekeringkamer over 1994, waarin de Verzekeringkamer de onder haar toezicht vallende partijen de facto bedankt dat ze behulpzaam waren bij het toezicht. De Nederlandsche Bank zou nooit de commerciële banken bedanken voor hun begrip en behulpzaamheid. Daar komt bij dat de medewerking aan het toezicht van de Verzekeringkamer te wensen over liet. Pensioenfondsen, bijvoorbeeld, waren verplicht om voor 1 oktober 1995 de verslagstaten over het jaar 1994 in te dienen. Echter, slechts iets meer dan de helft van de fondsen voldeed daaraan.

Instrumenten van de Verzekeringkamer

De vraag is hoe het komt dat de statuur van de Verzekeringkamer zoveel lager is dan die van De Nederlandsche Bank. De wettelijke instrumenten en sancties die beide instellingen ter beschikking hebben verschillen niet zo verschrikkelijk veel van elkaar. Zo hebben beide instellingen de autoriteit om financiële instellingen onder curatele te stellen en een bewindvoerder te benoemen. Ook kunnen ze vergunningen van financiële instellingen intrekken.

Een groot verschil tussen het toezicht van DNB en dat van de Verzekeringkamer ligt in de intensiteit. DNB controleert maandelijks; de Verzekeringkamer jaarlijks, en dan nog ruim driekwart jaar na sluiting van het boekjaar. Dat betekent dat de mogelijkheden tot bijsturing en voorkoming van problemen voor DNB veel groter zijn dan voor de Verzekeringkamer. Ook maakt het 'window dressing' voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen gemakkelijker dan voor banken.

Een ander verschil schuilt in het bestaan van informele sancties. Banken zijn voor hun dagelijkse activiteiten sterk afhankelijk van De Nederlandsche Bank, bijvoorbeeld voor het verkrijgen van financieringsruimte. Formeel kan DNB dit niet gebruiken als sanctiemiddel, maar het betekent wel dat commerciële banken zich wel drie keer zullen bedenken voor ze iets doen dat de Bank niet welgevallig is, bijvoorbeeld het te laat inleveren van de noodzakelijke gegevens voor het toezicht. De Verzekeringkamer mist dergelijke informele sancties en heeft daardoor een veel minder sterke positie tegenover de pensioenfondsen en de verzekeraars.

Een ander verschil tussen de beide toezichthouders is de personeelsbezetting van de relevante afdelingen. Bij de Verzekeringkamer zijn 23 mensen belast met het toezicht op ruim 850 verzekeringsmaatschappijen en 34 met het toezicht op ruim 1080 pensioen- en spaarfondsen. Bij De Nederlandsche Bank houden zich circa 15 mensen bezig met het toezicht op ruim 310 beleggingsinstellingen en ongeveer 100 met het toezicht op ruim 240 banken (waarbij

we de Rabobank als een bank tellen). De Verzekeringskamer geeft in haar jaarverslag 1995 aan dat de bezetting op de toezichtafdelingen als beperkt wordt ervaren.

Het lijkt er dus op dat het instrumentarium van de Verzekeringskamer tekort schiet. Pleidooien tegen het invoeren van publikatieplicht voor pensioenfondsen op basis van het idee dat het toezicht van de Verzekeringskamer nu voldoende is, zijn derhalve weinig steekhoudend. Wij pleiten er dan ook voor om het toezichtsinstrumentarium van de Verzekeringskamer uit te breiden en het toezicht intensiever uit te voeren. De frequentie van het toezicht kan omhoog, de tijd tussen het eind van het tijdvak en de verslaggeving aan de Verzekeringskamer moet sterk worden teruggebracht en de Verzekeringskamer zou meer wettelijke sancties moeten krijgen als financiële instellingen op een of andere wijze in gebreke blijven.

Zicht op beleggingsprestaties

Er is echter nog een andere reden waarom het huidige toezicht van de Verzekeringskamer tekort schiet. Zoals gezegd richt het zich voornamelijk op solvabiliteit. Uiteraard is solvabiliteit voor financiële instellingen van groot belang, en wat dat betreft heeft de Verzekeringskamer een goede reputatie. Het komt immers vrijwel niet voor dat een pensioenfonds failliet gaat.

Echter, dat is ook te wijten aan het soort instelling dat een pensioenfonds is. Pensioenfondsen hebben verplichtingen met een sterk lange-termijn karakter en het is onmogelijk dat pensioengelden van de ene op de andere dag kunnen worden opgeëist. Een 'run' op een pensioenfonds komt derhalve nooit voor. Als er dus sprake is van onderdekking, bijvoorbeeld door tegenvallende beleggingsresultaten, zal dat niet leiden tot acute problemen. Door de pensioenpremie licht te verhogen kan de onderdekking in een paar jaar worden opgeheven en komt de solvabiliteit van het fonds weer op orde. Bedrijfseconomisch gezien is solvabiliteit dus veel minder belangrijk voor pensioenfondsen dan voor banken.

Wat voor pensioenfondsen wel van heel groot belang is, is het gemiddelde rendement dat ieder jaar behaald wordt, en juist daar besteedt de Verzekeringskamer weinig aandacht aan. Pensioenfondsen hebben verplichtingen met een looptijd van ongeveer 35 jaar. Een klein verschil in het gemiddelde rendement kan over zo'n periode leiden tot een groot verschil in het uiteindelijk opgebouwde kapitaal. Een extra gemiddeld rendement van 1% over 35 jaar betekent bijvoorbeeld een 42% hogere eindwaarde. Een verschil van 2% leidt tot een 100% hogere eindwaarde, en een verschil van 3% tot een eindwaarde die 180% hoger is. Dit illustreert hoe belangrijk het gemiddelde rendement op lange termijn is. Het belangrijkste risico voor pensioenfondsen schuilt vooral in een sluipend achterblijven bij de markt.

De Verzekeringskamer dient de nadruk van het toezicht op de pensioenfondsen dus te verleggen naar beleggingsprestaties. De verslagstaten die de pensioenfondsen invullen zullen dan ook een veel grotere component over de beleggingen dienen te bevatten, waarbij de marktwaarde van die beleggingen centraal zou moeten staan.

Conclusie

Om over vijftig jaar een even sterk pensioenstelsel te hebben als nu, dient de overheid het aan te passen aan de eisen van deze tijd. Daarbij moet eerst worden nagedacht over de gewenste vormen van solidariteit in het stelsel en over de manier waarop die het best kunnen worden bereikt. Het nu nog populaire eindloonstelsel brengt ongewenste vormen van (omgekeerde) solidariteit met zich mee. Het delen van risico tussen generaties, een belangrijk voordeel van eindloonsystemen, kan ook tot stand worden gebracht binnen andere stelsels.

Ook wat betreft beheersing en controle verdient ons pensioenstelsel herziening. Doordat in het Nederlandse pensioenstelsel sprake is van veel minder marktwerking dan in de rest van ons financiële systeem, is er behoefte aan sterke alternatieve beheersings- en controlemechanismen. Vanuit dit perspectief is het verrassend dat deze taak bijna geheel op de schouders terecht komt van de Verzekeringskamer. Vervolgens is het evenzeer verrassend dat deze toezichthouder, zeker in vergelijking met De Nederlandsche Bank, weinig prominent aanwezig is. Wij pleiten dan ook voor meer natuurlijk toezicht vanuit de markt, aangevuld met een sterkere rol voor de Verzekeringskamer. Voor het eerste is een publikatieplicht voor pensioenfondsen nodig. Voor het laatste een sterker wettelijk instrumentarium. Het toezicht van de Verzekeringskamer zal bovendien meer nadruk moeten leggen op beleggingsresultaten, en niet, zoals nu het geval is, alleen moeten kijken naar solvabiliteit.

Meer transparante solidariteit, publikatieplicht voor pensioenfondsen en beter toezicht van de Verzekeringskamer zorgen voor meer inzicht, betere prikkels en meer prestatiegerichtheid in het Nederlands pensioensysteem van de toekomst.

Solidariteit in praktijk

De verschillende pijlers van het pensioensysteem vertonen sterk uiteenlopende vormen van solidariteit. De overdrachten binnen de AOW blijken in de praktijk met name te gaan van alleenstaande mannen, gescheiden mensen, ambtenaren, zelfstandigen, huishoudens met weinig kinderen en hoog opgeleiden naar vrouwen, getrouwde mannen, niet-werkenden, huishoudens met veel kinderen en laag opgeleiden.

De herverdeling binnen het aanvullende pensioen vertoont een aanmerkelijk ander beeld. Er is sprake van overdrachten op bedrijfsniveau, namelijk tussen bedrijven die aangesloten zijn bij een bedrijfspensioenfonds. Als sprake is van een doorsneepremie, uitgedrukt in een percentage van de salarissom, dan betalen sommige werkgevers meer premie dan overeenkomt met de pensioenaanspraken van hun werknemers. Het gaat daarbij om werkgevers met relatief veel jonge werknemers, laag betaalde werknemers, werknemers met een vlak carrièrepatroon of alleenstaande werknemers.

Naast de herverdeling tussen bedrijven is er binnen de aanvullende pensioenverzekering ook sprake van herverdeling tussen groepen individuele verzekerden. Uit het werk van Nelissen komt naar voren dat de bestaande aanvullende pensioenen de inkomensongelijkheid vergroten. De inkomenssolidariteit die het gevolg is van de AOW wordt door het effect van de aanvullende pensioenen grotendeels ongedaan gemaakt. De aanvullende pensioenen worden dus gekenmerkt door een vorm van omgekeerde solidariteit: de overdrachten lopen van de lager betaalden naar de hoger betaalden. Dit is met name het gevolg van de eindloonstelsels en de 'back-service' verplichtingen die daaruit voortvloeien. Deze verplichtingen ontstaan wanneer de beleggingsresultaten achterblijven bij de verwachtingen, of wanneer ze de welvaartsontwikkeling niet voldoende volgen. Er moeten dan extra contributies worden geheven om de te lage premies in het verleden te compenseren. Aanvullende pensioenen blijken door dit mechanisme vooral gunstig uit te pakken voor onder andere ambtenaren en hoog opgeleiden.

(Bron: J.H.M. Nelissen, zie voetnoot ⁴.)

¹ Zie G. Hofstede, Verzekering als produkt van nationale waarden, *ESB*, speciale uitgave, februari 1994, blz. 4-8.

² Zie [de bijdrage van Mark Schweitzer](#) in deze *ESB*.

³ Het belang van beleggen in zakelijke waarden wordt onderstreept door de recente bevindingen van Eichholtz en Koedijk, waaruit blijkt dat staatsobligaties sinds de tweede wereldoorlog een reeel rendement van slechts 0,1% per jaar hebben opgeleverd. Zie P.M.A. Eichholtz en C.G. Koedijk, [Het lange-termijnrendement van Nederlandse obligaties, 1814-1994](#), *ESB*, 3 april 1996, blz. 298-301.

⁴ Zie J.H.M. Nelissen, *The costs and the lifetime redistributive impact of capital-funded Dutch occupational pensions*, working paper, Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg, 1995.

⁵ Zie Pensioenfonds houdt DHV groep overeind, *Het Financieele Dagblad*, 17 mei 1996, blz. 3.

⁶ Zie J. Kapteijn, Beleggingen en pensioenvoorzieningen bij pensioenfondsen, in: H. Brink en L. van der Tas (red.), *Jaar in - Jaar uit 9*, Kluwer, Deventer, 1995, blz. 203-223.

⁷ Zie L. Traas, De externe verslaggeving van pensioenfondsen, *Maandschrift voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, februari 1996, blz. 42-50.

⁸ Zie H. Marseille, Pensioenverplichtingen, in M.N. Hoogendoorn, J. Klaassen, F. Krens (red.), *Externe verslaggeving in theorie en praktijk*, Delwel, 1995