

## ■ NOTITIE

AAN: Tweede Kamer, vaste commissie voor SZW

VAN: Pensioenfederatie

BETREFT: Beleggen door pensioenfondsen – t.b.v. rondetafelgesprek 31 maart 2011

DATUM: 25 maart 2011

KENMERK: N/11/4421/

---

### **BELEGGEN DOOR PENSIOENFONDSEN – WAAROM & HOE**

Tijdens en na de financiële crisis van 2008 en 2009 is zij steeds vaker te horen: de vox populi die zegt dat pensioenfondsen er een potje van maken. De fondsen verprutsen de premiegelden, hebben geen verstand van beleggen en zouden bij wet verplicht moeten worden de pensioengelden op een spaarrekening te zetten. In wat meer genuanceerde bewoordingen is in de media en het publieke en politieke debat met regelmaat een gelijksoortig sentiment te beluisteren.

Toch kunnen de feiten ook aanleiding geven voor andere interpretaties. Kort na de grootste financiële crisis in bijna honderd jaar hebben de Nederlandse pensioenfondsen volledig op eigen kracht alweer voldoende vermogen om, mocht het nodig zijn, de portemonnee te trekken en het geld voor de nominale<sup>1</sup> pensioenen voor de komende vele decennia vandaag nog op tafel te leggen. Zonder overheidssteun. En zonder reddingsacties op kosten van de belastingbetaler.

Het vertrouwen in de pensioenfondsen heeft sinds de financiële crisis een forse deuk opgelopen. Terecht of niet, we zijn er hoe dan ook onvoldoende in geslaagd duidelijk te vertellen wat we doen en waarom. Dat moet beter.

#### **Waarom beleggen pensioenfondsen?**

Om de pensioenen op lange termijn waardevast te houden, is veel geld nodig. De stijgende prijzen zorgen ervoor dat het pensioen dat we opbouwen als we beginnen met werken, niet veel meer waard is tegen de tijd dat we met pensioen gaan. De premie alleen is bij lange na niet voldoende om die stijgende prijzen te compenseren. Dat maakt dat beleggen nodig is voor een goed en betaalbaar pensioen. Zonder de rendementen die de afgelopen decennia zijn behaald op de beleggingen van

---

<sup>1</sup> De hard toegezegde pensioenen zonder toekomstige inflatiecorrectie

pensioenfondsen, zouden de pensioenen nu een stuk lager zijn geweest en/of de premies fors hoger.

De kostendeekkende premie die pensioenfondsen tegenwoordig<sup>2</sup> verplicht heffen is voor het overgrote deel bedoeld om de nominale<sup>3</sup> pensioenverplichtingen te financieren. Dat betekent dat de premie voldoende is voor een pensioen dat niet wordt verhoogd met de gestegen prijzen of lonen. De premie is echter niet voldoende om de pensioenen jaarlijks volledig te kunnen verhogen met de gestegen prijzen of lonen. Daarvoor is ook het rendement op de beleggingen van het pensioenvermogen nodig. Dat maakt tegelijkertijd dat de indexaties logischerwijs onzeker zijn.

Het aanpassen van de pensioenen aan stijgende prijzen of lonen is van groot belang voor het op peil houden van de koopkracht van de huidige en toekomstige gepensioneerden. Nu vrijwel alle fondsen zijn overgestapt op een middelloonregeling, waarbij jaarlijks een percentage van de pensioengrondslag (salaris minus franchise<sup>4</sup>) wordt opgebouwd, is de inflatiecorrectie nog belangrijker geworden dan voorheen. Voorheen, onder het systeem waarbij het pensioen was gebaseerd op het laatste verdiende loon, groeide het eerder opgebouwde pensioen automatisch mee met de stijging van het salaris. De jaarlijkse indexatie van de pensioenen was daarmee alleen van belang voor gepensioneerden.

Bij een pensioen gebaseerd op middelloon is dat automatisch meegroeien van het opgebouwde pensioen niet langer het geval. Dit betekent dat de indexatie van pensioenen zowel voor gepensioneerden als voor werknemers die pensioen opbouwen cruciaal is voor de waarde van het uiteindelijk te ontvangen pensioen.

### **Inflatie**

Als het opgebouwde pensioen tijdens het werkzame leven en tijdens de periode van pensioenopbouw niet wordt verhoogd om de gestegen prijzen of lonen te volgen, is het pensioen tegen de tijd van pensionering niet veel meer waard. De onderstaande grafiek laat de geldontwaarding over de afgelopen veertig jaar zien. Wie in 1971 aan het begin van zijn carrière zijn eerste 100 euro pensioen opbouwde, ziet daar veertig jaar later zonder indexatie nog maar weinig van. De honderd euro van toen, is nu door de inflatie net geen 25 euro meer waard.

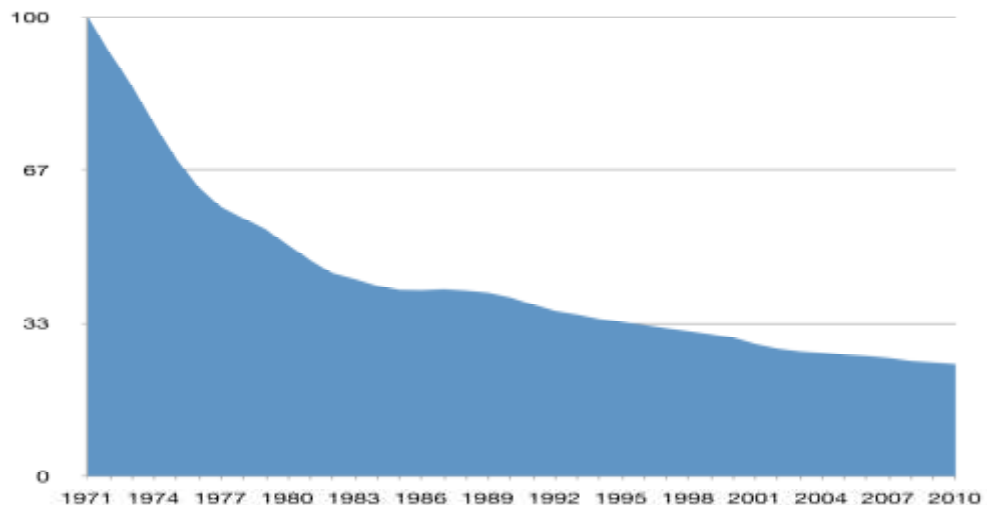
---

<sup>2</sup> Sinds de nieuwe Pensioenwet

<sup>3</sup> Een nominaal pensioen is een pensioen dat niet verhoogd is of wordt om de stijgende prijzen te compenseren.

<sup>4</sup> Het deel van het salaris waarover geen pensioen wordt opgebouwd, omdat de overheid al zorgt voor een basispensioen, de AOW.

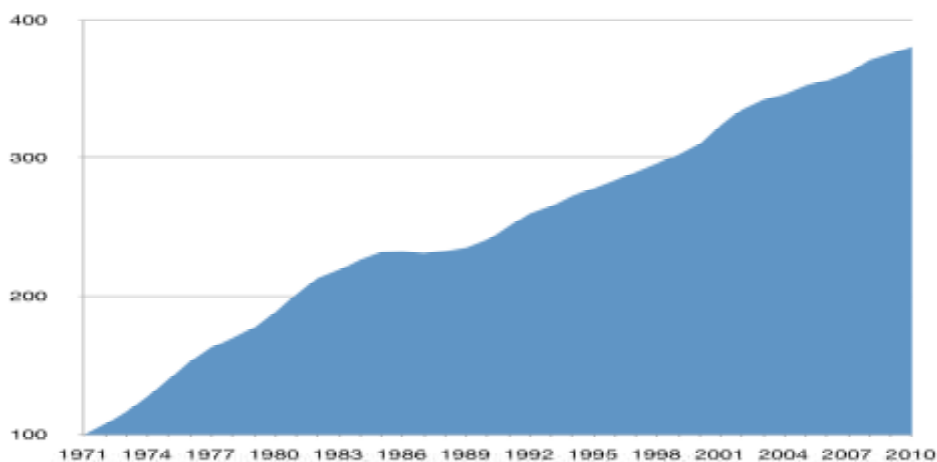
Grafiek 1: Geldontwaarding (inflatie) van 100 euro sinds 1971.



[Bron inflatiecijfers: CBS]

Alleen al om de hierboven getoonde geldontwaarding te compenseren en de koopkracht ervan op peil te houden, zou de 100 euro uit 1971 in 2010 moeten zijn aangegroeid tot 380 euro. Die benodigde aangroei is hieronder in beeld gebracht. Let wel: met deze aangroei is niet het volledige pensioen gefinancierd, maar slechts de inflatiecorrectie.

Grafiek 2: Benodigde aangroei van 100 euro sinds 1971 enkel en alleen om de inflatie bij te houden in periode tot en met 2010



[Bron inflatiecijfers: CBS]

Het belang van indexatie is dus groot, maar het op peil houden van de koopkracht van in het verleden opgebouwde pensioenaanspraken is kostbaar, zo laten bovenstaande grafieken zien.

Het kan niet vaak genoeg gezegd worden: als pensioenfondsen niet zouden beleggen, was ons pensioen vandaag en morgen een stuk magerder. Het alternatief, veel hogere premies in de afgelopen decennia, was ten koste gegaan en zou ook in de toekomst ten koste gaan van de welvaart, koopkracht, investeringsruimte, concurrentiepositie en werkgelegenheid in Nederland.

### **Publiek wars van risico, maar zekerheid is erg duur**

De risicoaversie bij het brede publiek is momenteel groot, kort na het dieptepunt van de financiële crisis dat begin 2009 werd bereikt. Uit onderzoek in opdracht van de pensioensector<sup>5</sup>, uitgevoerd door onderzoeksbureau Motivaction, blijkt een groot deel van de Nederlanders van mening dat het pensioenfondsen verboden zou moeten worden te beleggen met pensioengeld. De fondsen zouden de premiegelden beter op een spaarrekening kunnen zetten, zo is de populaire opinie.

Hadden de fondsen die wens van het publiek de afgelopen decennia vervuld, dan had het pensioenvermogen moeten worden weggezet op een zo risicovrij mogelijke wijze.

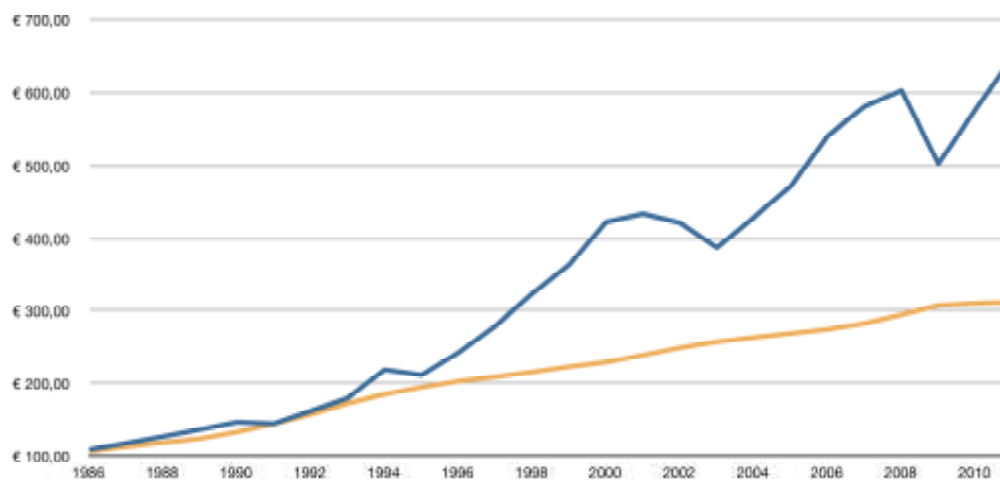
Los van de vraag of het volledige Nederlandse pensioenvermogen op een spaarrekening geparkeerd *kan* worden, hadden Nederlanders vandaag dan een armoedige oude dag gekend. De grafiek op de volgende pagina laat de opbrengsten zien van sparen<sup>6</sup>, ofwel het cash aanhouden van geld (tegen een maandelijkse Euribor-rente, oranje lijn), afgezet tegen de werkelijk door de fondsen behaalde rendementen (blauwe lijn).

---

<sup>5</sup> Onderzoek in opdracht van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, begin 2010. De onderzoeksresultaten zijn op te vragen bij de Pensioenfederatie.

<sup>6</sup> De reden om in de grafiek het rendement van de fondsen af te zetten tegen de euribor-rente in plaats van tegen bijvoorbeeld het rendement op staatsobligaties, is om het verschil te duiden tussen het feitelijke historische rendement van de pensioenfondsen en het historische rendement op het (door een meerderheid van het publiek gewenste) werkelijk risicovrij wegzetten van het pensioenvermogen.

Grafiek 3: Vermogensaan groei van 100 euro sinds 1985 door beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen tot en met 2010 (blauwe lijn) versus vermogensaan groei door cash/sparen (Euribor 1-maands, oranje lijn).



[Bron Euribor: DNB]

### **Beleggingsbeleid van pensioenfondsen**

Het beleggingsbeleid van een pensioenfonds is de verantwoordelijkheid van het bestuur. Het bestuur stelt het strategisch beleggingsbeleid vast, dat ervoor moet zorgen dat het pensioenfonds zijn beschikbare middelen op een verantwoorde manier inzet om zo de ambities van het pensioenfonds waar te maken. Verantwoord wil zeggen, dat het bestuur voldoende beeld heeft van alle risico's die het pensioenfonds loopt, van de situaties die zich kunnen voordoen en van de financiële veerkracht van het pensioenfonds.

Omdat de ambities, het deelnemersbestand en de pensioenregeling per fonds kunnen verschillen, verschilt ook het strategisch beleggingsbeleid van fonds tot fonds. De basis vormt altijd de pensioenovereenkomst zoals afgesproken tussen werknemers en werkgevers<sup>7</sup>. De ontwikkeling van het beleggingsbeleid begint dan ook met een analyse van de verplichtingen die uit die pensioenovereenkomst voortkomen. Daarbij hoort een actuariële analyse van de toekomstige kasstromen en van de rentegevoeligheid van de verplichtingen.

Minstens zo belangrijk als het vaststellen van beleid, is de kwaliteit van de uitvoering daarvan. Ook in de uitvoering van de beleggingen is verscheidenheid. Sommige

<sup>7</sup> Of in het geval van beroepspensioenfondsen tussen beroepsgenoten onderling.

pensioenfondsen voeren het beleggingsbeleid in eigen beheer uit, maar steeds meer fondsen besteden het geheel of gedeeltelijk uit. Uitbesteed of niet, het bestuur van het pensioenfonds blijft in alle gevallen volledig verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan.

### **Beleggingsbeleid verandert**

Waar pensioenfondsen tot halverwege de jaren tachtig hoofdzakelijk belegden in vastrentende waarden<sup>8</sup> en in wat mindere mate in Nederlands vastgoed, zijn de fondsen sinds de jaren tachtig in toenemende mate breder actief op de financiële markten. Tegenwoordig beleggen pensioenfondsen ongeveer de helft van hun vermogen in zakelijke waarden zoals aandelen<sup>9</sup>. De beleggingen zijn nu wereldwijd gespreid over vele verschillende beleggingscategorieën, producten en regio's.

De verschuiving in het beleggingsbeleid naar meer spreiding en meer investeringen in zakelijke waarden heeft verschillende redenen. Ten eerste heeft het bijeen gespaarde pensioenkapitaal van Nederland de afgelopen decennia een omvang bereikt, die de totale landelijke jaarlijkse loonsom vele malen overstijgt. Dat feit zorgt ervoor dat de jaarlijkse premie-inkomsten ten opzichte van het totaal aan pensioenverplichtingen relatief steeds lager worden, waardoor bijsturen met de premie steeds moeilijker wordt. De toenemende vergrijzing en het almaar langer leven van de Nederlandse bevolking versterken dat effect nog eens. Met andere woorden: het premie-instrument wordt botter en botter, en het rendement op de beleggingen is daardoor ten opzichte van de premie-inkomsten steeds belangrijker voor de financiële positie van pensioenfondsen. Voor een goed en betaalbaar pensioen zijn daarmee op lange termijn de inkomsten uit louter vastrentende waarden onvoldoende.

Ten tweede, maar niet minder belangrijk, leidt de toenemende verwevenheid van de wereldwijde financiële markten tot een steeds grotere samenhang tussen gebeurtenissen op die wereldwijde markten en de rendementen op de beleggingen. Risicospreiding wordt daarmee binnen het beleggingsbeleid van steeds grotere betekenis. Die spreiding is niet alleen regionaal, maar vindt ook plaats over verschillende beleggingscategorieën. Door de beleggingen te spreiden over wereldwijde regio's en beleggingscategorieën, wordt getracht minder gevoelig te zijn voor turbulentie op de financiële markten. Daarbij moet worden aangetekend dat tijdens de recente financiële crisis vrijwel alle beleggingscategorieën wereldwijd hard geraakt werden. Risicospreiding is van groot belang, maar behoedt beleggers dus niet onder alle omstandigheden voor onheil.

---

<sup>8</sup> Zoals staats- of bedrijfsleningen (obligaties) en hypotheekleningen

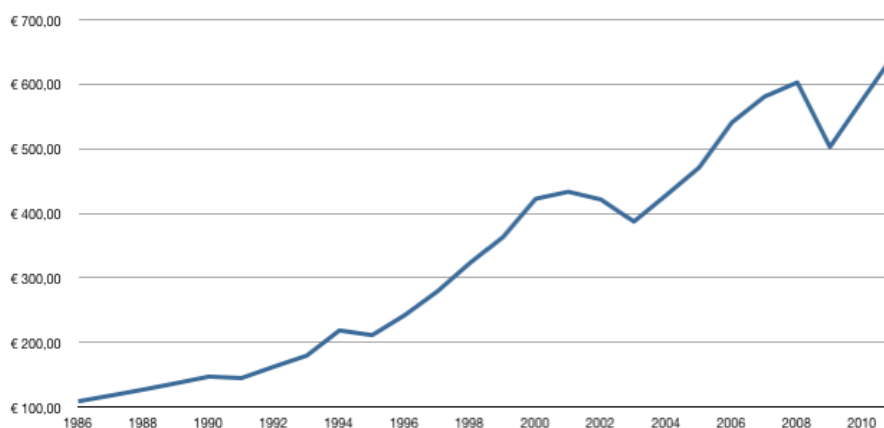
<sup>9</sup> Tot de zakelijke waarden horen ook beleggingen als grondstoffen en private equity.

## Risico en rendement

Een goed en betaalbaar pensioen is niet mogelijk zonder beleggingsrendementen. Tegelijkertijd hoort bij beleggen onlosmakelijk een zeker risico, want zonder risico geen rendement. Pensioenfondsen kunnen die risico's en de bijbehorende verliezen opvangen, omdat hun beleggingshorizon zich over tientallen jaren uitstrekt. Door collectief te beleggen, voor vele deelnemers verspreid over verschillende generaties, profiteren alle deelnemers van de rendementen die met de lange termijn voor ogen behaald worden. Tegelijkertijd worden de risico's die met beleggen samenhangen, gedeeld door alle deelnemers en generaties in een fonds. Daardoor hebben ook ouderen nog profijt van een gespreid beleggingsbeleid.<sup>10</sup> Wie zijn pensioen individueel regelt, zou daarentegen naarmate zijn pensioen nadert zijn genoodzaakt het risicoprofiel steeds verder terug te brengen door steeds voorzichtiger te beleggen, met als gevolg een op termijn flink lager rendement.<sup>11</sup>

De verschuiving richting zakelijke waarden zorgde, zeker sinds midden jaren negentig, voor hogere rendementen van de pensioenfondsen dan wanneer het beleid sindsdien ongewijzigd was gebleven. Wel betekende de zwaardere nadruk op zakelijke waarden ook meer beleggingsrisico en daarmee een grotere beweeglijkheid van de rendementen. Beide ontwikkelingen zijn in de onderstaande grafiek te zien.

Grafiek 4: Vermogensaan groei door pensioenfondsrendementen van 100 euro sinds 1985.



[Bron rendementscijfers<sup>12</sup>: DNB/PVK (jaren 1985-1989, WM Company (jaren 1990-2009) en schatting (2010)]

<sup>10</sup> Zie hiervoor bijvoorbeeld Robert Shiller die in zijn boek "The New Financial Order" onomwonden stelt: "Making generations depend on the success of their investments for their own retirement is not risk management".

<sup>11</sup> Dit wordt bijvoorbeeld geïllustreerd in een publicatie van Houben van De Nederlandsche Bank, die laat zien dat zonder risicodeling over generaties, de generatie die in 1952 begon te werken bij pensionering bij een identiek beleggingsbeleid op een 100 procent verschillend eindkapitaal uitkwam dan de generatie die in 1959 aan het arbeidsproces begon.

<sup>12</sup> Er zijn over de lange periode vanaf 1985 nauwelijks landelijke en complete cijferreeksen beschikbaar over rendementen van pensioenfondsen en van afzonderlijke

Grafiek 4 toont de vermogensaan groei van 100 euro die in 1985 werd belegd als gevolg van de gerealiseerde gemiddelde rendementen van Nederlandse pensioenfondsen. De grafiek laat over de gehele periode een sterke vermogensgroei zien, maar maakt tegelijkertijd duidelijk dat de risico's die met beleggen gepaard gaan, niet slechts theoretisch zijn. Aan het begin van deze eeuw is een daling te zien als gevolg van de zogenoemde dotcom-crisis, en ook het crisisjaar 2008 laat een forse daling van het vermogen zien met circa 20 procent. De instortende financiële markten in 2008 en het eerste kwartaal van 2009 veroorzaakten immers ook bij pensioenfondsen forse verliezen op de beleggingsportefeuilles.

### **Waarom ondanks de risico's beleggen in zakelijke waarden?**

Zoals eerder al is geschetst, betalen deelnemers bij vrijwel alle pensioenfondsen premie voor een pensioen zonder (volledige) inflatiecorrectie. Maar die inflatiecorrectie is wel nodig om de koopkracht van ons pensioen op peil te houden. Zouden we risicoloos en dus gegarandeerd gecorrigeerd willen worden voor de inflatie, dan zou de pensioenpremie ongeveer 50 procent hoger moeten zijn<sup>13</sup>. In plaats van één dag per week werken voor ons pensioen, zou dat dan anderhalve dag per week moeten worden. Die veel hogere premie is alleen op te brengen met grote consequenties voor koopkracht, investeringsruimte, werkgelegenheid en overheidsfinanciën.

Omdat de premiehoogte zijn grenzen kent, wordt de compensatie voor de inflatie niet hoofdzakelijk betaald uit de premie, maar uit de beleggingsopbrengsten. Een extra rendement van 1 procentpunt op jaarbasis levert uiteindelijk ongeveer een 30 procent hoger pensioen op<sup>14</sup>. Dit extra rendement wordt nagestreefd door het nemen van beleggingsrisico, bijvoorbeeld door te beleggen in aandelen, grondstoffen en andere zakelijke waarden. Dit soort beleggingen leveren naar verwachting op termijn meer op dan vastrentende waarden. Natuurlijk zijn er in de historie ook (lange) periodes bekend dat aandelen juist minder opleverden dan obligaties: dat is het beleggingsrisico. Maar gemiddeld gezien over een langere periode genereren aandelen hogere rendementen.

Ook de Commissie Goudswaard<sup>15</sup> concludeert in haar rapport van begin 2010 op basis van Amerikaanse gegevens (zie onderstaande grafiek 5) dat op de langere termijn

---

beleggingscategorieën. Dat is de reden dat in dit hoofdstuk soms afwijkende perioden worden gebruikt, of gegevens uit verschillende bronnen worden gehanteerd.

<sup>13</sup> Bron: Ortec Finance, reactie op onderzoeksrapport Bosch, februari 2011

<sup>14</sup> Bron: Ortec Finance, reactie op onderzoeksrapport Bosch, februari 2011

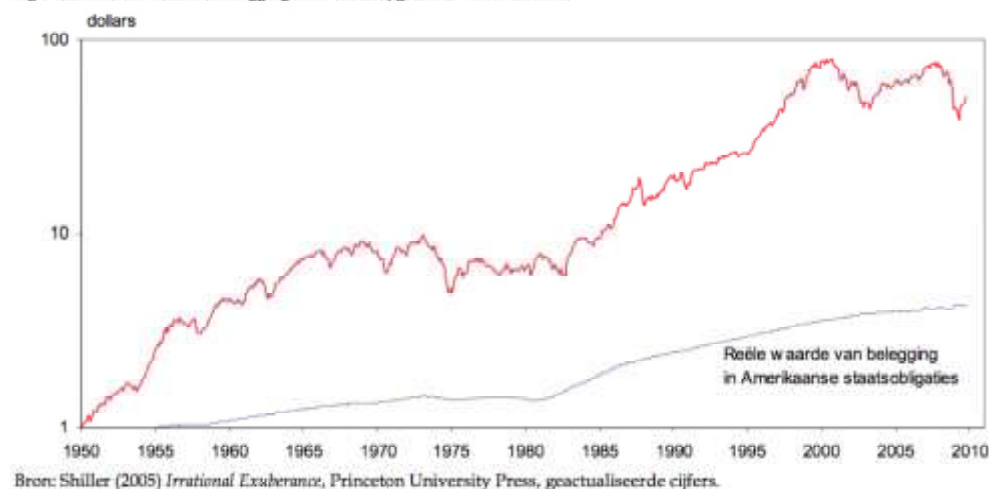
<sup>15</sup> De minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) zette in 2009 een drietal commissies aan het werk, dat moest adviseren over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel in het licht van de ervaringen van de crisis. De Commissie Don adviseerde over de parameters rondom de verwachte rendementen, de Commissie Frijs onderzocht het beleggingsbeleid van de fondsen en de uitvoering daarvan. De Commissie Goudswaard had de meest brede opdracht en adviseerde over alle facetten inzake de toekomstbestendigheid van het Nederlandse pensioenstelsel.



(1950 tot 2010) een belegging in aandelen, ondanks de daaraan verbonden risico's, historisch gezien meer dan het tienvoudige heeft opgeleverd dan een belegging in staatsobligaties<sup>16</sup>. Wel plaatst de commissie de kanttekening dat de situatie op de Amerikaanse aandelenmarkten niet zonder meer representatief is voor die in de rest van de wereld.

Grafiek 5: uit het rapport van de Commissie Goudswaard

Figuur 3-6: reële waarde van belegging in aandelen opgenomen in de S&P 500



### Lessen uit de financiële crisis

De Nederlandse pensioenfondsen en de werknemers en werkgevers die de fondsen besturen, hebben de afgelopen decennia laten zien zich steeds aan te kunnen passen aan veranderende omstandigheden. Zo werd de VUT in het leven geroepen om de jeugdwerkloosheid in de jaren zeventig en tachtig tegen te gaan en werd diezelfde regeling, net als het vroegpensioen, beëindigd toen langer doorwerken noodzakelijk werd. Om de bestuurbaarheid van de financiële positie van de fondsen te bewaken, werden begin deze eeuw eindloonregelingen omgezet naar middelloonregelingen. Die aanpassingen waren nodig om het Nederlandse pensioenstelsel bij de tijd te houden, al gingen de veranderingen niet altijd vanzelf en zeker niet zonder slag of stoot.

Het aanpassingsvermogen van de pensioenfondsen geldt ook voor het beleggingsbeleid. De recente financiële crisis maakte duidelijk dat de fondsen, nog meer dan men zich voorheen bewust was, voor hun financiële positie in grote mate afhankelijk zijn van de internationale financiële markten. Daar komt bij dat die financiële markten in toenemende mate wereldwijd met elkaar zijn verknoopt en dat die markten en de daarop verhandelbare financiële producten een steeds grotere mate

<sup>16</sup> Rapport Commissie Goudswaard, *Een sterke Tweede Pijler*, 2010, pagina 28

van complexiteit kennen.

De fondsen hebben uit deze ervaringen lessen uitgetrokken, daarbij ook geholpen door anderen zoals de commissies Frijns en Goudswaard. De rapporten van deze commissies en aanbevelingen door de sector zelf opgesteld, verwoorden de lessen die de recente ervaringen hebben geleerd. De noodzaak van een verscherpt risicobeheer, van hardere eisen aan inzicht in complexe producten en van een voortdurend werken aan deskundigheidsbevordering van pensioenfondsbestuurders zijn daarvan voorbeelden. Met als doel dat het bestuur van een pensioenfonds volledig *in control* is en blijft, juist ook in turbulente tijden.

Ook op het gebied van helderheid richting de deelnemers van de fondsen is een belangrijke les te trekken uit de financiële crisis: expliciete duidelijkheid over de risico's die verbonden zijn aan ons pensioenstelsel is meer dan ooit noodzakelijk. Die risico's zijn niet nieuw, maar ze zijn in het verleden onvoldoende duidelijk gemaakt aan de deelnemers van de fondsen. Ook dat moet beter.

#### **Aanpassingen in het beleggingsbeleid en de uitvoering**

De inzichten opgedaan naar aanleiding van de financiële crisis hebben geleid tot aanpassingen in het beleggingsbeleid, maar ook tot aanscherping van de bestuurs- en organisatiestructuur van de fondsen en een verbeterd risicomanagement. Dat betekent niet dat de zaken voorheen niet op orde waren, maar wel dat is geleerd van de nieuwe inzichten en ervaringen. Het kan en moet altijd beter.

De Nederlandse pensioenfondsen hebben breed aanscherpingen doorgevoerd in de monitoring van de beleggingen en van de aangestelde externe vermogensbeheerders. Daarnaast is de bestuurlijke grip op het vermogensbeheer waar nodig verstevigd, onder meer door extra expertise ten dienste van en in de pensioenfondsbesturen.

Een ander gevolg van de financiële crisis is dat de fondsen in het licht van de recente ervaringen opnieuw kritisch gekeken hebben naar de toegevoegde waarde, de risico's en de verhandelbaarheid van de meer complexe beleggingen. Die kritische analyse leidt bij de fondsen tot vernieuwde afwegingen bij de aan- en verkoop van beleggingen.

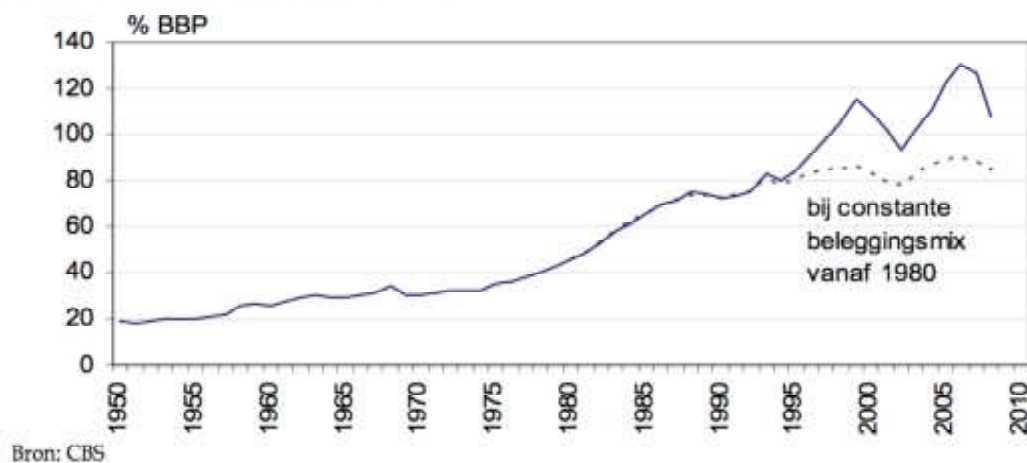
#### **De resultaten van de afgelopen decennia: pensioenvermogen was nu lager geweest bij ongewijzigd beleid**

Zoals hiervoor al gezegd zijn pensioenfondsen sinds de jaren tachtig in toenemende mate gaan beleggen in zakelijke waarden als aandelen. Die beweging richting zakelijke waarden en de verdere spreiding van de beleggingen die daarbij hoorde, heeft voor de Nederlandse pensioenen positief uitgekapt.

Onderstaande grafiek 6, ook uit het rapport van de Commissie Goudswaard, laat de ontwikkeling van het belegd pensioenvermogen zien ten opzichte van het bruto binnenlands product (bbp) vanaf 1950. Ook laat de grafiek zien hoe deze ontwikkeling was geweest bij voortzetting van het behoudende beleggingsbeleid sinds 1980. De grafiek toont de periode tot ultimo 2008, middenin in de financiële crisis, maar laat desondanks een groot verschil zien tussen de feitelijke pensioenrendementen en die van een behoudender en defensievere beleggingsmix.

Grafiek 6: uit het rapport van de Commissie Goudswaard

Figuur 4-5: beleggingen van pensioenfondsen, % BBP



Het rapport van de Commissie Goudswaard meldt over bovenstaande grafiek: *“In figuur 4-5 is ook weergegeven hoe het vermogen van pensioenfondsen zich zou hebben ontwikkeld indien de beleggingsmix vanaf 1980 constant zou zijn gehouden. Als gevolg van de uitzonderlijk hoge reële rente in de jaren tachtig zou dit aanvankelijk weinig verschil hebben uitgemaakt. Maar vooral na 1995 worden de verschillen groot. In 2006 zou het vermogen ruim 40% van het BBP lager zijn uitgekomen. Maar ook ultimo 2008 blijkt dat de door de pensioenfondsen gekozen beleggingsmix nog altijd bijna 25% meer vermogen heeft opgeleverd dan een behoudende strategie in overwegend vastrentende waarden.”*<sup>17</sup>

### Langetermijnrendement van Pensioenfondsen

In de periode 1980 tot en met 2008 hebben de Nederlandse pensioenfondsen een gemiddeld (meetkundig) rendement van 8,2 procent behaald op hun beleggingen<sup>18</sup>. Dat is ondanks de dotcom-crisis aan het begin van deze eeuw en ondanks de

<sup>17</sup> Rapport Commissie Goudswaard, *Een sterke Tweede Pijler*, 2010, pagina 38

<sup>18</sup> Rapport Commissie Goudswaard, *Een sterke Tweede Pijler*, 2010, pagina 38

kredietcrisis in 2008, die zorgden voor de grootste malaise op de financiële markten sinds de jaren dertig van de vorige eeuw.

### **Resultaten tijdens de recente crisis**

De Nederlandse pensioenfondsen werden als wereldwijde beleggers hard geraakt door de financiële crisis die zich in 2008 en begin 2009 voltrok. De crisis leidde bij de fondsen tot een verlies van pensioenvermogen van gemiddeld circa 20 procent, al waren er fondsen die er door een goed getimedde aanpassing van de beleggingsmix beter uitsprongen.

De verliezen van 2008 zijn in de jaren 2009 en 2010 weer goedge maakt door sterk positieve beleggingsresultaten. De pensioenfondsen hadden eind 2010 dan ook alweer royaal meer vermogen dan voordat de crisis losbarstte. Dat neemt niet weg dat de financiële positie van de fondsen nog lang niet over de volle breedte op orde is. Veel fondsen zitten nog in hun herstelperiode. Het feit dat de meeste fondsen nog niet de gewenste omvang van de buffers hebben bereikt, komt echter niet primair door de verliezen tijdens de recente financiële crisis. De ten tijde van de financiële crisis lage rente en de sterk gestegen levensverwachting, waardoor de fondsen fors meer geld moeten reserveren voor de toekomstige pensioenen, spelen na de crisis een veel grotere rol. Het is dan ook niet zozeer de vermogenskant van de balans van pensioenfondsen die voor de huidige lage reserves zorgt, maar veeleer de verplichtingenkant.

#### *Mythes & misverstanden*

#### ***“Pensioenfondsen kunnen maar beter gaan sparen”***

Begin 2010, toen het dieptepunt van de financiële markten nog maar net achter de rug was, liet de pensioensector onderzoeksbureau Motivaction onderzoek doen naar de opinie van Nederlanders over beleggen door pensioenfondsen. De uitkomsten waren duidelijk: van de ruim 500 ondervraagden vond 61 procent dat pensioenfondsen moeten worden verplicht de pensioenpremies op een spaarrekening te zetten. Het moest pensioenfondsen bij wet verboden worden te beleggen, zo vond een groot deel van de respondenten. Slechts 29 procent van de ondervraagden vond dat pensioenfondsen wel mogen beleggen in bijvoorbeeld aandelen. De angst voor beleggen zat diep in 2009.

Ook werd de respondenten gevraagd in te schatten wat het had opgeleverd als 100 euro 25 jaar gelden op een spaarrekening was gezet en wat diezelfde 100 euro had gedaan met de rendementen van pensioenfondsen. De opbrengst van sparen werd structureel te hoog ingeschat, de opbrengst van beleggen te laag.

De werkelijke resultaten spreken voor zich, zoals grafiek 3 op pagina 5 laat zien. De 100 euro die 25 jaar geleden werd belegd door een gemiddeld pensioenfonds, is nu aangegroeid tot bijna 650 euro. Was het geld “op de bank” gezet, tegen een maandelijkse euribor-vergoeding, dan was er nu minder dan de helft: ongeveer 310 euro.