

Vergaderjaar 2010–2011

**32 043**

**Toekomst pensioenstelsel**

**Nr. 39**

**VERSLAG VAN EEN RONDETAfelGESPReK**

Vastgesteld 28 april 2011

De vaste commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid<sup>1</sup> heeft op donderdag 31 maart gesprekken gevoerd over **Pensioenfondsen**.

Van deze gesprekken brengt de commissie bijgaand stenografisch verslag uit.

<sup>1</sup> Samenstelling:

Leden: Van Gent (GroenLinks), voorzitter, Hamer (PvdA), Van der Ham (D66), Sterk (CDA), Smeets (PvdA), Dezentjé Hamming-Bluemink (VVD), Van Hijum (CDA), Omtzigt (CDA), Koşer Kaya (D66), Ulenbelt (SP), Ortega-Martijn (ChristenUnie), Tony van Dijck (PVV), ondervoorzitter, Spekman (PvdA), Vermeij (PvdA), Karabulut (SP), Ouwehand (PvdD), Dijkgraaf (SGP), Azmani (VVD), De Jong (PVV), Klaver (GroenLinks), Huizing (VVD), Straus (VVD) en Van den Besselaar (PVV).

Plv. leden: Voortman (GroenLinks), Heijnen (PvdA), Pechtold (D66), Uitslag (CDA), Klijnsmá (PvdA), Neppérus (VVD), Biskop (CDA), Smilde (CDA), Dijkstra (D66), Kooiman (SP), Slob (ChristenUnie), Bontes (PVV), Fritsma (PVV), Çelik (PvdA), Dijsselbloem (PvdA), Gesthuizen (SP), Thieme (PvdD), Van der Staaij (SGP), Aptroot (VVD), Van Klaveren (PVV), Sap (GroenLinks), Houwers (VVD), Harbers (VVD) en De Mos (PVV).

**Voorzitter: Omtzigt**  
**Griffier: Esmeijer**

Aanwezige leden: Dezentjé Hamming-Bluemink, Klaver, Koşer Kaya, Ulenbelt, Van den Besselaar, Vermeij

Aanvang 10.05 uur

**Gesprek met: de heer Frijns**

De **voorzitter**: Goedemorgen allemaal. Welkom bij het gesprek over het beleggingsbeleid en het premiebeleid van de pensioensector in Nederland in de afgelopen decennia. De commissie heeft een aantal gasten uitgenodigd, in blokjes van 40 tot 50 minuten. Dit betekent dat de gesprekken wat intensiever zijn dan bij een normaal rondetafelgesprek. Alle burgers, niet alleen experts, hebben hun mening kunnen geven en ik dank hun daarvoor. Wij hebben hier het hele pakket liggen. Alle openbare stukken komen binnenkort op de website van de Tweede Kamer te staan. Het programma van vandaag kan kleine wijzigingen ondergaan, afhankelijk van de Kameragenda. Er wordt mogelijk gestemd over een artikel 100-brief met betrekking tot de missie in Libië. Een aantal Kamerleden, onder wie de heer Klaver, zal slechts een gedeelte van de dag aanwezig zijn, in verband met verplichtingen elders.

De eerste spreker is de heer Frijns. Ik vraag hem kort toe te lichten wat zijn antwoorden zijn op de twee centrale vragen van vandaag: hoe was het beleggingsbeleid en hoe was het premiebeleid bij de pensioenfondsen de afgelopen jaren?

De heer **Frijns**: Voorzitter. Dank voor de uitnodiging. Ik wil kort iets zeggen over de belangrijkste redenen waarom pensioenfondsen in de huidige tekortsituatie zijn terechtgekomen. Belangrijker is natuurlijk welke lessen wij daaruit kunnen trekken. Verder wil ik ook kort vooruitblikken, om te kijken hoe we uit de problemen kunnen komen.

Allereerst kom ik bij de tekortsituatie van pensioenfondsen. De dekkingsgraad is 105%, dus kan men zeggen dat er geen tekort meer is. Zo is het echter niet; dit verbloemt de werkelijkheid. Pensioenfondsen hebben, om te kunnen indexeren, een veel hogere dekkingsgraad dan 105% nodig, namelijk ongeveer 125 of 130%.

Pensioenfondsen moeten risico's nemen, ook voor hun gepensioneerden, om überhaupt aan hun doelstelling te kunnen voldoen. Dat heeft de heer Sluimers van APG in dit huis al herhaaldelijk duidelijk toegelicht. Vanuit een prudent beleid is dat eigenlijk niet erg gewenst. Pensioenfondsen hebben een tekort, als ze een beleid voeren dat uit oogpunt van risico prudent is. Ik becijfer dat grofweg op 10% à 15%, dus dan zit men al op 40% dekkingsgraadtekort.

Dan is er ook nog het probleem van de doorsneepremie, dat iedere herstructurering van de verplichtingen, die op zichzelf wenselijk is, in de weg staat. Dat kost ook nog een keer 15 à 20 procentpunten. Per saldo is er een grote «gap» ten opzichte van de wenselijke vermogensposities. We zijn er dus nog lang niet.

Wat zijn de belangrijkste oorzaken van het feit dat de pensioenfondsen er zo slecht voor staan? In de eerste plaats is er in het verleden te weinig betaald, met name in de jaren negentig. Ik noem dit actieve onderfunding. De overschotten zijn afgeroomd; de premies zijn verlaagd. Dat heeft per saldo een behoorlijk effect op de dekkingsgraad. Hoe groot dit effect precies is, is voor mij onmogelijk vast te stellen, maar ik houd het maar even op 10 procentpunten.

De tweede oorzaak is dat mensen langer leven dan verwacht. Daar kunnen we niemand de schuld van geven. We kunnen in onze beschaafde wereld niet zeggen dat mensen langer leven dan de bedoeling is. Dit is natuurlijk

niet plotseling gebeurd, maar is al langer aan de gang. Ook dit proces betekent ongeveer 10 punten dekkingsgraad, rekenend vanaf de jaren negentig. Men kan zeggen dat dit eigenlijk ook een vorm van een te lage premie is, want er is nooit premie voor geheven. Ik noem dit passieve underfunding.

Dan zijn er twee oorzaken die betrekking hebben op de financiële markten. Allereerst is de rente tot een lager niveau gezakt dan een aantal jaren geleden voor mogelijk werd gehouden. Ten tweede hebben we te maken met een tegenvallend rendement op aandelen ten opzichte van het rendement dat op aandelen werd verwacht. Dat is voor mijn gevoel de enige goede vergelijking. We vergelijken het ten opzichte van de oorspronkelijke planning of verwachting. Ik wil nadrukkelijk afstand nemen van allerlei ideeën waarbij aandelen met obligaties worden vergeleken en men achteraf zegt dat men eigenlijk in obligaties had moeten beleggen. Dat is «hindsight»-denken, heel gemakkelijk maar misleidend. Het is ook erg gevaarlijk, want de winnaar van gisteren kan heel goed de verliezer van morgen zijn. Met name bij obligaties is de kans erg groot dat men precies verkeerd om belegt. Het blijft zo dat aandelen het de afgelopen tien jaar ten opzichte van de verwachtingen veel slechter hebben gedaan. Ruwweg heeft men de afgelopen tien jaar op aandelen het dividendrendement gekregen, maar geen koersstijging. De verwachting was dat men, naast het dividendrendement, nog een koersstijging zou hebben van 3% à 4% per jaar. Dat scheelt nogal wat, ongeveer 10 procentpunten dekkingsgraad.

Deze vier factoren noem ik gemakshalve tienpunters; zij staan ieder ongeveer voor tien procentpunten dekkingsgraad.

Dan zijn er nog andere factoren, die te maken hebben met de uitvoering. Natuurlijk zijn deze voor een deel vermijdbaar. Er is hiervoor veel aandacht geweest in rapporten van DNB en ook in het rapport van de commissie-Frijns over risicomanagement en beleggingsbeleid. Die uitvoeringskosten en de vermijdbare verliezen zijn natuurlijk in absolute bedragen niet onbelangrijk. Het gaat om miljarden euro's, maar ze zijn nauwelijks een verklaring voor de slechte positie van de pensioenfondsen. Als men wil verklaren waarom het slecht gaat met de pensioenfondsen, is dat dus een relatief onbelangrijke verklaringsgrond.

Ik kan ook nog een andere onbelangrijke verklaringsgrond noemen, namelijk het gebruik van de actuele marktrente voor het bepalen van de waarde van de verplichtingen, op een moment dat er een enorme financiële crisis is en die rente kunstmatig laag wordt gehouden.

Dit zijn allemaal uitvoeringsaspecten. Ze zijn niet onbelangrijk en er moet zeker aandacht aan worden besteed, maar ze verklaren niet waarom pensioenfondsen in de problemen zitten. Daarvoor moet men echt kijken naar de eerste vier belangrijke factoren.

Hebben we er iets van geleerd? Kunnen we er iets van leren? Allereerst zijn de risico's op de financiële markten blijkbaar veel groter dan we vijftien jaar geleden dachten. De mate van stabiliteit is geringer en tegelijkertijd is het vermogen van pensioenfondsen om de risico's op te vangen kleiner geworden. Dat is een majeur probleem, dat men bij ieder nieuw stelsel uitdrukkelijk moet bekijken. De risico's zijn groter, maar het vermogen om risico's op te vangen is kleiner.

Bovendien – dit is een beetje een «hobby-horse» van mij – leidt het collectieve karakter van pensioenfondsen, het gemeenschappelijke eigendom, ertoe dat niemand zich echt eigenaar weet en voelt. Dit noemen economen: «the tragedy of the commons». De gemeenschappelijke weiden worden altijd overbegraasd. Niemand ziet deze als zijn eigendom, maar laat zijn koeien er wel op grazen. Uiteindelijk groeit er geen gras meer. Deze houding heeft het ook relatief gemakkelijk gemaakt om de pensioenfondsen actief te underfunden. «Het is toch van niemand, niemand maakt zich er boos over.» Dan wordt men gemakkelijk. In een systeem van gemeenschappelijk eigendom domineert de grootste bek en

dat is een probleem. Betere eigendomsrechten zijn dus goed om die onderfunding aan te pakken. Als er geen goede eigendomsrechten zijn bij gemeenschappelijk eigendom, zal er behoorlijk zwaar toezicht moeten zijn. Hierbij wil ik ook respect betuigen aan de heer Witteveen van DNB, die er aan het begin van deze eeuw heel actief is ingesprongen. Het is echter jammer dat dit niet tien jaar eerder is gebeurd. Een noodzakelijk complement van onduidelijke eigendomsrechten is dus zwaar extern toezicht op solvabiliteit.

Vervolgens wil ik iets zeggen over het ftk (financieel toetsingskader). Dit is geen hoofdoorzaak van het probleem, integendeel, door het ftk is in ieder geval een halt toegeroepen aan verdergaande erosie door onderfunding. De keuze voor een nominaal toetsingskader vind ik echter nog steeds ongelukkig. Zoals bekend, ben ik er een voorstander van dat pensioenen reële toezeggingen zijn. Een toetsingskader zou er dus ook in reële termen moeten zijn. Verder zitten er in het ftk gewoon fouten, bijvoorbeeld in de overdreven waarde die wordt gehecht aan de huidige forward curve. Ik vind het storend dat men bijvoorbeeld in de herstelplannen nog steeds probeert van de huidige forward curve, van de lange kant, de toekomstige rente die over acht jaar of over vijf jaar heerst, af te leiden. De huidige forward curve, zeker die lange kant, is geen goede voorspeller van de toekomstige rente. De commissie-Don zou het beter kunnen.

Ik ben eerder vergeten te zeggen dat er een betere uitvoering moet komen. Dat is een belangrijke les. De kwaliteit van de uitvoering van pensioenfondsen was niet «up-to-standard». Dit heeft veel aandacht gekregen in ons rapport; daarom ben ik het wellicht ook vergeten. Vergeef me de Engelse woorden, maar Keith Ambachtsheer zegt het vrij compact: er is sprake van «underresourced inside, too expensive outside».

Pensioenfondsen zijn dus intern niet goed genoeg bemand om opgewassen te zijn tegen de wereld van externe consultants, vermogensbeheerders en investment banks. Dat betekent dat pensioenfondsen terechtkomen in een productmix die niet altijd in hun belang is. De producten zijn bijvoorbeeld te duur of te risicovol. Het is niet in het belang van de pensioenfondsen om deze situatie voort te laten bestaan. Ze hebben een eigenbelang om het beter te doen. Ik denk dat het geen oplossing is als de toezichthouder op de stoel van de belegger gaat zitten en vertelt wat hij wel of niet mag doen. De toezichthouder moet erop toezien dat de interne organisatie op orde is. Dan moeten ze het verder zelf doen. Dit is ook een belangrijke les, die ik niet in mijn paper heb opgenomen. Mijn excuses hiervoor. Het vereist natuurlijk ook betere governance.

Ik wil het hierbij laten, ook met het oog op de tijd. Ik laat het aan de commissie over om eventueel vragen te stellen over hoe het nu verder gaat.

**De voorzitter:** Ja, u hebt ook een stuk geschreven over de toekomst. Misschien was er een verwachting dat er een pensioenakkoord zou liggen voor vandaag, maar aangezien dat er nog niet is, zullen we ons vooral beperken tot de twee vooraf aangekondigde thema's. Ik geef het woord aan mevrouw Vermeij voor een aantal vragen.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Ik dank de heer Frijns voor zijn position paper en toelichting. Dit soort gesprekken is goed om heel veel kennis te vergaren. De pensioenwereld is een wonderde wereld; laat ik het daar voorlopig bij houden.

De aanleiding voor dit gesprek is een uitzending van ZEMBLA. Ik weet niet of de heer Frijns die uitzending heeft gezien, maar men constateerde in die uitzending dat werkend Nederland de afgelopen twintig jaar 799 mld. pensioengeld is misgelopen. De heer Frijns zegt dat DNB tien jaar eerder al scherp toezicht had moeten houden. Daarmee verwijst hij naar de jaren negentig. Ik hoor graag kort zijn commentaar hierop.

De heer **Frijns**: Die underfunding is een feit. In de jaren negentig is er te weinig premie betaald, ook naar de normen van die jaren. De premie was lager vastgesteld dan de kostendeekkende premie. Men heeft dus bewust de risico's in de toekomst te laag ingeschat of gezegd: dat zien we dan wel weer. Dat werd nog een keer gestimuleerd door, ik meen, de dreigende Wet brede herwaardering. De vraag is alleen om welke bedragen het gaat. Ik heb zelf geprobeerd voor ABP, het fonds waarmee ik wat meer ervaring heb, een schatting te maken. Ik heb in december in het programma Reporter gezegd dat ik op 25 mld. uitkom, met samengestelde interest. Dat is ongeveer 10 procentpunt van het vermogen van ABP. Inmiddels is dat weer iets gestegen.

Ik was nogal verbaasd door dat enorm hoge bedrag waarmee ZEMBLA kwam, dat was gebaseerd op een berekening van de heer Bosch. Ik heb het niet technisch nagerekend. De heer Boender, die hier aanwezig is, heeft dat wel gedaan. Hij kan uitleggen dat het bedrag berust op dubbel-tellingen. Als men de berekening van de hoeveelheid aan premies die nodig was fout doet, komt men op veel hogere premies uit dan nodig was om kostendeekkend te zijn. Als men op basis van die foutief te hoge premies rekent, komt men op dit soort grote bedragen. Het is een ingewikkeld verhaal, dat ik graag aan de heer Boender overlaat. Hij kan alvast gaan oefenen om het eenvoudig uit te leggen. Ik ken het verhaal niet en ik houd het dus op ongeveer 10 procentpunt dekkingsgraad. Misschien kan het 12 zijn, maar geen 50 of 100.

Overigens is het punt van de underfunding een beetje een tweesnijdend zwaard. Aan de ene kant kunnen ouderen zeggen dat er te weinig premie is betaald en dat deze premie alsnog bij de werkgever neergelegd moet worden. Ik zou dan zeggen: veel succes en ik zal voor jullie duimen. Aan de andere kant kunnen we ook zeggen dat er in die fase door de generatie van toen te weinig premie is betaald, bewust of onbewust. De jongeren kunnen dan zeggen: wij gaan die rekening niet betalen. Het is niet anders, maar het is wel een argument in de discussie over de oplossing van het probleem en de vraag wie er moet bijdragen in het tekort. De ouderen kunnen niet helemaal ontzien worden. Het klinkt niet vriendelijk in de huidige politieke setting, maar het is wel een logische conclusie.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Het verdelen van tekorten is niet echt een hobby onder politici; dat weet u ook.

De heer **Frijns**: Ik begrijp dat u er graag omheen loopt.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Ik begrijp echter uw statement heel goed. Overigens gaat het om veel lagere bedragen in de jaren negentig, maar u geeft wel aan dat er toentertijd fouten zijn gemaakt. 25 mld. voor alleen ABP is al een fors bedrag, dunkt mij. Dat moet men dan cumuleren naar andere fondsen.

U hebt een mooi rapport geschreven over het beleggingsbeleid. Daarin geeft u overigens ook aan dat de besturen in 2008, het jaar dat u nadrukkelijk hebt bekeken, eigenlijk onvoldoende op de hoogte waren van de grote risico's die in deze portefeuilles, de risicovolle portefeuilles, aan de hand waren. U berekent ook wat dit heeft gekost, een bedrag dat in relatie tot de enorme pensioengelden misschien niet zo hoog is, maar het gaat toch om 20 mld. Kunt u daarover iets zeggen? U levert toch kritiek op de besturen en de wijze waarop zij naar hun beleggingen en hun beleggings-portefeuilles hebben gekeken, niet alleen toen, maar ook nu nog.

De heer **Frijns**: Ik hoop juist dat het nu minder is. Onze conclusie dat besturen onvoldoende capabel zijn om tegenwicht te bieden aan de wereld waaraan ze uitbesteden, wordt toch in veel fondsen opgepakt. Het is misschien nog onvoldoende, maar men ontkent het probleem in ieder geval niet meer en werkt eraan.

We hebben het al eerder gehad over die 20 mld. Ik heb het hierover aan de stok gehad met de heer Omtzigt. Ik ben blij dat u ons rapport de moeite waard vond. Ik vind zelf – dat staat ook terloops vermeld in het rapport – dat men niet naar één jaar moet kijken. Het verlies in 2008 was inderdaad heel groot. We hebben een staatje gemaakt van Z-scores. Daarin zien we dat het in een aantal jaren best goed gaat, maar dat het ook in een aantal jaren slecht gaat. In de slechte jaren gaat het eigenlijk altijd slecht, in de goede jaren gaat het goed. Op zichzelf is dat al een beetje verdacht, want het lijkt alsof die extra performance komt door het nemen van extra risico. In slechte jaren is het actieve beleid niet «skills»-gedreven, maar risicogedreven. Dat mag eigenlijk niet volgens het tekstboek.

We weten inmiddels overigens meer. Ik dacht echt dat het grootste deel van die 20 mld. weg was. Er zit een heel groot stuk in de vastrentende portefeuilles, in de ingewikkelde structured finance producten en credit portefeuilles. Ik dacht dus dat het was weggevaagd. Tot mijn verrassing moet ik zeggen dat in 2009 een groot deel van de vastrentende portefeuilles toch weer is hersteld. Ik heb het over de fondsen die ik ken, zowel hier als in Noorwegen, waar hetzelfde optrad. Een deel van die 20 mld. is dus weg, maar een ander deel is toch weer teruggekomen. Dat laat onverlet dat de kritiek in ons rapport blijft staan dat besturen onvoldoende zicht hebben op hun actieve beleid en onvoldoende zicht hebben op de vraag of het actieve beleid wordt ingezet om meer risico te nemen, of dat het gaat om het gebruik van skills. Het is natuurlijk niet de bedoeling dat pensioenfondsen meer risico nemen in een actief beleid, dan ze vooraf hebben afgesproken in een risicokader.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Ik heb nog een vraag over uw kritiek op het toetsingskader. In uw position paper en eerder in interviews hebt u daarop forse kritiek geuit. Ondertussen rekenen we daar wel mee en worden pensioenfondsen daarop afgerekend. Acht u het toetsingskader op dit moment echt destabiliserend voor de fondsen?

De heer **Frijns**: Nee, ik acht het niet destabiliserend. Ik zei al iets positiefs over de heer Witteveen. Het toezichtkader doet een aantal dingen heel goed. Het oefent financiële discipline uit. Er moet voldoende betaald worden en de risico's die men neemt moeten in overeenstemming zijn met de capaciteit om risico's te nemen. Dat laatste kan naar mijn gevoel nog een heel stuk beter. Het legt terecht de vinger op de zere plek van zwakke governance en zwakke uitvoering. Dit zit overigens niet zozeer in het toezichtkader, als wel in de toezichtpraktijk van DNB. Het ftk zelf mag wel eens een keer onder de loep worden genomen. De Kamer krijgt er ongetwijfeld mee te maken, want waar het nieuwe pensioencontract ook op uitkomt, er zal een nieuw toetsingskader moeten worden ontwikkeld. Daarom schenk ik er in mijn stuk ook wat aandacht aan. Wat mij het meest stoort, is dat het toetsingskader nominaal is. Dat geeft toch verstoringen in het beleggingsbeleid. Wat risicoloos lijkt onder een nominaal toetsingskader is niet risicoloos voor het pensioenfonds, aangezien reële ambities daardoor in gevaar kunnen komen.

Een ander punt in het toetsingskader is het gebruik van de extreme «mark-to-market»-waardering. Dit valt echt onder uitwerking en het is de vraag of de Tweede Kamer zich hiermee überhaupt moet bezighouden. Ik ben voor het gebruik van een disconteringsrente, laat daarover geen twijfel bestaan. Ik ben niet voor het gebruik van verwachte rendementen als disconteringsvoet. Het moet een marktrente zijn, die wel de risicograad van de verplichtingen weerspiegelt. We moeten het niet hebben zoals het nu gebeurt, met een forward curve die de risicoloze rente aangeeft. We weten dat er aan de lange kant van de forward curve een volstrekt niet-bestaande markt zit, een illiquide markt die wordt gemanipuleerd wordt door grote partijen. Dit is een verkeerde manier van meten en is dus een meetprobleem.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Dit is wel een probleem met gevolgen voor de fondsen en voor de besluiten die DNB voor die fondsen neemt.

De heer **Frijns**: Het is goed dat u het zegt. Zeker, dat is zo. U kunt erover geïnformeerd worden, maar u kunt niet vertellen hoe het precies moet. Dat zullen deskundigen moeten uitmaken. Het kan in ieder geval beter, laat ik het zo zeggen.

Een ander belangrijk punt van de nominale dekkingsgraad is dat het een verkeerd signaal afgeeft. Het is weer 105%, dus zitten we goed. Nee, 105% is nominaal. In reële termen is de dekkingsgraad 70, 75 of 80%, maar in ieder geval onder de maat. Door de nominale dekkingsgraad krijgen mensen het idee dat het wel goed zit met hun pensioen. Bij een dekkingsgraad van 105% is dat nog niet zo.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. De heer Frijns heeft nog niet zo lang geleden, in september 2010, de volgende uitspraak gedaan: «In de jaren negentig haalde de overheid elk jaar geld uit het ABP. Er werden massale rooftochten georganiseerd vanuit Den Haag.» Waarom signaleert hij dat pas in 2010?

De heer **Frijns**: Dat is een goeie. U bedoelt eigenlijk: waarom signaleerde u het niet toen het gebeurde?

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ja.

De heer **Frijns**: Ik had toen bij ABP de positie van directeur beleggingen. Vanuit de directie hebben wij ons natuurlijk herhaaldelijk daartegen verzet, maar uiteindelijk is het toch een bestuurlijke afweging om ermee akkoord te gaan. De discussies die ik in Den Haag heb gehad met ambtenaren van Financiën over dit punt waren niet erg vriendelijk. Het is iets anders om hiermee publiekelijk naar buiten te treden. U hebt echter een punt.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): U gaf aan dat de rekening daarvoor eigenlijk neergelegd moet worden bij de werkgevers of de ouderen die te weinig hebben betaald. Deze kunnen er nu echter niets meer aan doen.

De heer **Frijns**: Nee.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Als u het eerder had gesignaleerd, was er wellicht nog een mouw aan te passen, maar nu kan men niets meer doen.

De heer **Frijns**: Het is niet zo dat dit een geheim was. Ik noemde net al het wetsvoorstel dat voorstelde om de overschotten af te romen. Het is dus publiekelijk besproken. De premievaststelling is ook besproken met de sociale partners en het is besproken in de raden van advies van pensioenfondsen. Het was geen achterkamertjesbeleid. We zijn er met zijn allen mee akkoord gegaan.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. De heer Frijns maakte zojuist een opmerking over de collectiviteit en het feit dat niemand eigenaar is. Hij zei ook dat de grootste bek het eigendom domineert. Wie bedoelt hij daarmee?

Hij heeft het ook over een wenselijke overgang naar zachte rechten. Ik citeer: «Ondanks een wenselijke overgang naar zachte rechten zal in veel gevallen het risicoprofiel van het fonds te groot zijn voor het risicodraagvlak in verband met de vergrijzing.» Wanneer is er in uw ogen sprake van een verstandig beleggingsbeleid?



De heer **Frijns**: Mijn uitspraak over de grootste bek die domineert, was een algemene uitspraak. Anders zou ik zo'n volkse term als «de grootste bek» niet durven gebruiken. Het is evident – laten we daar geen doekjes om winden – dat de werkgever het voortouw heeft genomen in de discussie over de lage premie in de jaren negentig. Dat geldt voor de overheid en het geldt in het bedrijfsleven. De werkgevers zagen in hun onderlinge concurrentiestrijd dat er op pensioenfondsen te verdienen viel, door de premie lager te stellen. Die mode is overgewaaid uit de Verenigde Staten. Daar werd dit als eerste volledig uitgebuit en het werd in Nederland op grote schaal overgenomen. De overheid had daar ook baat bij. Daar ligt in dit geval de initiator. Het waren in ieder geval niet de gepensioneerden die erop aandrongen de premie te verlagen.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Mag ik even aanhaken bij wat u nu zegt? U spreekt over werkgevers, maar het gaat natuurlijk over sociale partners die dat besluiten.

De heer **Frijns**: Ja zeker, dat is ook zo, maar zij hebben het voortouw genomen.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): U bedoelt dus de sociale partners?

De heer **Frijns**: Nee, de werkgevers hebben het voortouw genomen; de sociale partners hebben er uiteindelijk mee ingestemd. Uw tweede vraag ging over het beleggingsbeleid. Laat ik het heel simpel zeggen: mijn criterium is dat een collectief pensioenfonds het niet slechter of onverstandiger zou moeten doen dan een verstandig individu. We weten ongeveer wel hoe een verstandig individu voor zijn pensioen moet sparen. Als je jong bent en veel risico's kunt nemen, moet je ook veel risico's nemen. In ieder geval is het verstandig om dat te doen, omdat je daarmee een behoorlijk rendement kunt verdienen. Als het tussentijds tegenvalt, kun je dat aanpassen door meer te sparen of door wat langer te werken. Je hebt dus nog voldoende mogelijkheid om tegenvallers op te vangen. Daarom kun je die risico's nemen. Als je ouder wordt, is het verstandig om je risicoprofiel terug te brengen. Deze simpele les is bij de collectieve pensioenfondsen eigenlijk niet toegepast. Men heeft een risicohouding die past bij jonge pensioenfondsen, maar men is intussen ouder en ouder geworden. De reden waarom ik zo pleit voor differentiatie naar groepen, is dat men voor de verschillende groepen, actieven en ouderen, een ander risicoprofiel kan hanteren. Voor de jongeren kan men meer risico nemen, waardoor er een hoger verwacht rendement is. Voor de ouderen kan men het risico terugnemen. Dat is niet gebeurd. Waarom is dit niet gebeurd? Pensioenfondsen zeggen dat zij nog enorm veel rendement moeten maken op de beleggingen die zij hebben verzameld voor de ouderen, anders kunnen ze de pensioenen niet uitbetalen. Dat betekent in feite dat er in het verleden te weinig is gespaard, dus kunnen de gepensioneerden zich niet eens permitteren om wat minder risico te nemen. Dat is een soort rendementsdwang. Nogmaals, het meest simpele is om de groepen te onderscheiden en een risicoprofiel te kiezen dat bij iedere groep hoort. Dat is duidelijk en geeft ook meteen de feedback dat het risicoprofiel dat het fonds kiest, is afgestemd op de risicocapaciteit van de groepen deelnemers voor wie het belegt. Het lijkt me allemaal niet zo heel moeilijk.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. Toen het rapport-Frijns uitkwam, was de belangrijkste krantenkop: «Pensioenfondsen hebben 20 mld. verspeeld». Dat was groot nieuws. De heer Frijns zegt nu dat de fondsen tot zijn verbazing het overgrote deel alweer terug hebben.



De heer **Frijns**: Ik heb niet gezegd het overgrote deel, maar een belangrijk deel.

De heer **Ulenbelt** (SP): Hoe groot is dat deel?

De heer **Frijns**: Ik weet het niet precies. Het kan 40% zijn of 60%. Als ik het niet precies weet, heb ik geleerd dat de helft een redelijke schatting is.

De heer **Ulenbelt** (SP): Dat betekent wel dat wat u toen zei enigszins of behoorlijk bezijden de waarheid was. Dat heeft echter bij de bevolking het beeld geschapen dat de fondsen lopen te prutsen en dat het knoeiers zijn. «Het zijn net banken en ze verspelen ons geld.» Is het zo dat u achteraf, met de kennis van nu en kijkend naar de positie van de fondsen op dit moment, met een dekkingsgraad van gemiddeld 107%, vindt dat de fondsen de crisis aardig zijn doorgekomen? Eerder waren er dekkingsgraden van 70%, 80% of 90%. Zou de kop morgen niet moeten zijn: «Wat ik toen zei over die 20 mld., is in ieder geval niet helemaal waar».

De heer **Frijns**: In de eerste plaats ben ik niet verantwoordelijk voor de koppen. De hoofdanalyse in het rapport was niet dat de problemen te wijten waren aan slechte uitvoering. Naar mijn gevoel waren er andere hoofdpunten in het rapport. Ten eerste zijn de risico's groter dan we dachten. Ten tweede is de risicocapaciteit afgenomen door de vergrijzing, maar pensioenfondsen reageren daar niet op. Ten derde heerst er feitelijk een situatie van beleggingsdwang. Pensioenfondsen nemen te veel risico ten opzichte van wat ze eigenlijk aankunnen, omdat ze de overtuiging hebben dat ze dat wel moeten doen om voldoende rendement te maken. Mijn voorkeurskop zou dus zijn geweest: «Pensioenfondsen opereren onder rendementsdwang». Van de 220 mld. die de pensioenfondsen in 2008 hebben verloren, was 200 mld. het gevolg van rentedaling en zwaar dalende aandelenkoersen. Dat had dus te maken met het risicoprofiel en is de hoofdmoot. 20 mld. of 10 mld. werd verloren in de uitvoering. In het rapport stond dat we een groot deel van die 20 mld., of misschien het merendeel, als verloren kunnen beschouwen. Dat was toen mijn overtuiging. Nu zeg ik dat ik de bewering over het grootste deel niet voor mijn rekening wil nemen. Mijn «best guess» is nu de helft. Uiteindelijk is ons verschil dus 3 mld. of 4 mld., maar ik vind niet dat dit een reden is om het hele rapport te herschrijven. De hoofdconclusie van het rapport is: het risicoprofiel van het fonds is niet afgestemd op het risicodraagvlak. Een ander punt is dat de uitvoering beter moet. Dat vind ik nog steeds heel belangrijk.

De heer **Ulenbelt** (SP): U waarschuwt pensioenfondsbesturen voor consultants en vermogensbeheerders en vraagt zich af of ze voldoende tegenmacht hebben om daartegen op te treden. Nu hebt u zelf ervaring met de politiek, omdat u bij het ABP zat. De politiek heeft dus die rooftocht georganiseerd. Nu is bekend wat dit bij het ABP heeft gekost, namelijk 30 mld. Dat heeft de minister geantwoord op vragen uit de Kamer. Dat bedrag staat dus vast. De Kamer heeft gevraagd hoe het zit bij andere fondsen in Nederland, want daar is het ook gebeurd. Niemand weet dat. Vindt u het de moeite waard om dit te achterhalen? Wie is gevaarlijker voor de pensioenen in Nederland, de vermogensbeheerders of de politiek?

De heer **Frijns**: 30 mld., daar zat ik niet ver vanaf met mijn 25 mld. Mijn antwoord op uw eerste vraag is dat ik denk dat het niet heel veel zin heeft om dat allemaal precies te weten. We hebben er niks aan om te zoeken naar schuldigen, want daar krijgen we het geld toch niet mee terug. Ik ben meer gericht op het voorkomen hiervan in de toekomst. Mijn antwoord hierop is: betere eigendomsrechten. We moeten beter

definiëren van wie het tekort of het surplus is, want dan ontstaan er vanzelfsprekend van binnenuit meer reacties. Dan kan men niet zeggen: «Afromen? Het is toch van niemand; we zijn er niet mee bezig». Maak mensen uitdrukkelijker eigenaar van tekorten of overschotten, dan gaan ze er ook beter op passen.

Laat ik maar niet ingaan op uw tweede vraag. Ik laat me niet verleiden tot dit soort uitspraken. Onderschat echter niet de uitvoeringsrisico's in de financiële wereld. Het gaat niet alleen maar om consultants of vermogensbeheerders, want die hebben nog altijd een zekere zorgplicht waarop men hun kan aanspreken. Het gaat ook om investment banks, die ten aanzien van pensioenfondsen geen enkele zorgplicht hebben. Ze hanteren het principe: u bent een professionele tegenpartij; als u erin trapt, is het uw eigen risico.

De heer **Klaver** (GroenLinks): Voorzitter. Ik wil even doorgaan op het punt van mevrouw Dezentjé over risicoprofielen. De heer Frijns zei dat pensioenfondsen eigenlijk per levensfase verschillende risicoprofielen moeten hebben, maar hij geeft ook aan dat het met de huidige contracten en de huidige tekorten een probleem is naar een dergelijk systeem over te stappen. Zijn duidelijke eigendomsrechten een voorwaarde om tot de risicoprofielen te komen? Kunnen we tot verschillende risicoprofielen per levensfase komen als er in het toetsingskader duidelijk wordt geënt op een langetermijnambitie in een reëel kader?

Ik kan ongeveer raden wat de heer Frijns hierop antwoordt. Daarom heb ik nog een volgende vraag: ziet hij nog andere oplossingen om te komen tot die risicoprofielen voor de overgangsfase?

De heer **Frijns**: Uw vraag is buitengewoon duidelijk. Ook in een collectief fonds, waarin men niet een heldere indeling maakt naar groepen, kan men met beleidsstaffels – dat klinkt heel vriendelijk en beleidsmatig – het fonds zodanig inrichten dat de risico's en de rendementen wat minder bij de ouderen liggen en meer bij de actieven. Mijn voorkeur gaat overigens wel uit naar een heldere indeling naar groepen, omdat daarmee de eigendomsrechten duidelijker zijn.

U vroeg ook of het ftk daarmee meer rekening moet houden. Ik dank u voor die vraag. Een essentieel onderdeel van een nieuw ftk is namelijk de informatieplicht die pensioenfondsen moeten hebben om deelnemers te informeren over hun verwachte pensioen. Dat heet de vervangingsratio. Deelnemers moeten weten wat zij van hun pensioen kunnen verwachten en wat de bandbreedte daaromheen is. De bandbreedte daaromheen moet rechtstreeks zijn gekoppeld aan de risico's die het fonds neemt. Daarop moet worden toegezien. Een pensioenfonds zit bijvoorbeeld in risicocategorie 1, 2, 3, 4, 5 of 6 – ik noem maar wat – en daar hoort een bandbreedte 1, 2, 3, 4, 5 of 6 bij. Dat moet het fonds meedelen aan zijn deelnemers, door bijvoorbeeld te melden: het verwachte pensioen is 50%, maar wij kiezen voor een hoog risicoprofiel, dus als het tegengvalt, wordt het 20%.

De heer **Klaver** (GroenLinks): U hebt ook gesproken over het belang van de langetermijnfocus in pensioenfondsen. Men moet er ook voor zorgen dat men de problemen niet afwentelt op volgende generaties. U noemde het voorbeeld van de jaren negentig. Ik ben heel erg benieuwd hoe u in dat kader kijkt naar de uitgelekte plannen van de sociale partners om tekorten en kortingen straks uit te smeren over een periode van tien jaar.

De heer **Frijns**: Dit is een technisch punt. Stel dat men een schok krijgt van 20% en die meteen moet «verschmerzen», omdat de dekkingsgraad zo laag is. Men moet dat tekort dus toedelen. Dan kan men tegen de gepensioneerden zeggen dat ze vanaf volgend jaar 20% minder krijgen. Men kan ook zeggen dat hun rechten 20% minder waard zijn en dat dit

heel dramatisch en verschrikkelijk is, maar dat de korting geleidelijk wordt ingevoerd. Het eerste jaar wordt het pensioen met 4% gekort, het jaar daarna met 8%, enzovoorts. Geleidelijk kan men zich dan aanpassen aan een lager levensniveau. Dat is macro-economisch verre te verkiezen boven een eenmalige schok van 20%. De pensioenfondsen zijn op dit moment moeilijk bestuurbaar en de tekorten zijn moeilijk op te vangen, omdat de inflatie heel laag is. De enige manier om snel in te groeien is niet indexeren, maar als de indexatie bijna niets voorstelt, helpt dit niet. Nominaal korten is een taboe, maar het is een extra taboe omdat de wet voorschrijft dat een nominale korting ineens moet gebeuren. Er is geen enkele reden voor om dat te doen. De korting kan ook worden uitgesmeerd. Daarmee wordt het herstelmechanisme van het pensioenfonds verbeterd.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Het pensioenakkoord is er nog niet. Als dit er ook niet komt, wat betekent dit voor de portemonnee van de werkenden en de pensioengerechtigden?

De heer **Frijns**: Als er geen pensioenakkoord komt, komt de verantwoordelijkheid bij de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid te liggen om nog eens goed te kijken naar het ftk. Daarvoor hebben we een heel wensenlijstje. Dan zal het meer op het bordje van de politiek komen. Als de sociale partners er niet uitkomen, moet de politiek haar verantwoordelijkheid nemen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Natuurlijk ligt de verantwoordelijkheid dan uiteindelijk bij minister Kamp, maar wat betekent dit concreet?

De heer **Frijns**: U bedoelt in termen van tekorten?

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Precies.

De heer **Frijns**: Dat is heel lastig. Ik wil graag voor die tekortproblemen weglopen. Op dit moment worden de tekorten ingelopen door niet te indexeren. Dat duurt lang en komt voor een groot deel terecht bij de huidige gepensioneerden en ouderen. Zij hebben het grootste vermogen en lijden er het meest onder. Het CPB heeft dit uitgerekend. Daarnaast heft men hogere premies. Dit komt voor een groot deel terecht bij de jongeren, die dit moeten betalen. Als laatste hoopt men ook dat de tijden beter worden. Naar mijn mening zijn deze drie manieren alle legitiem om eruit te komen.

De oude Haagse wijsheid – ik heb tien jaar bij het Planbureau gewerkt – is dat je een groot probleem moet opdelen in kleinere problemen, anders los je het nooit op. Veel meer is het niet. De ouderen kunnen nog een hele tijd geen indexatie verwachten, tenzij de markt enorm verbetert. Van jongeren wordt een hogere premie verwacht en laten we met zijn allen hopen dat de economie beter gaat.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dan heb ik nog een heel andere vraag.

De **voorzitter**: Nee. U had twee vragen. Bovendien hebben we twee gespreksonderwerpen, het beleggingsbeleid en het premiebeleid. In de procedurevergadering hebben we afgesproken dat er een aparte hoorzitting of iets dergelijks komt als er een pensioenakkoord is. Er komen natuurlijk vragen die daartegenaan schuren; dat verbaast me niet, maar laten we ons enigszins aan de afspraken houden. Als u een andere vraag hebt, kunt u die nu stellen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Kan de heer Frijns een vergelijking maken tussen verschillende pensioenfondsen en de waardering voor hun

beleggingsbeleid? Wat vindt hij van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen in vergelijking met andere financiële instellingen?

De heer **Frijns**: Op die vraag heb ik me niet voorbereid. Ik heb er geen onderzoek naar gedaan. Ik heb niet de indruk dat de pensioenfondsen als sector het slechter hebben gedaan dan andere sectoren. Als u uw geld zelf had beheerd, had u waarschijnlijk grote verschillen gezien. Sommige mensen hebben het heel goed gedaan, sommige mensen hebben het heel slecht gedaan. Het gemiddelde weet ik niet, maar de enorme spreiding domineert. Sommigen hebben heel veel verloren, anderen zijn zo slim geweest hun geld tijdig veilig te stellen. Als verzekeringsmaatschappijen voor eigen risico moeten beleggen, beleggen ze onder zeer strikte voorwaarden. Daardoor zitten ze in een zeer lage rentefuik. Dat kan men zien aan zijn eigen koopsompolissen en het lage rendement dat men daarop krijgt. Daarnaast hebben ze het probleem van hoge kosten. Ik vind nog steeds dat het idee van collectief beheerde pensioenfondsen een heel goed idee is. Dat laat onverlet dat men de eigendomsrechten beter moet definiëren en dat men het risico beter moet afstemmen op het risicodraagvlak van de deelnemers, maar het is voor mij nog steeds een winnend concept. Daarnaast moet de uitvoering natuurlijk worden verbeterd.

De **voorzitter**: Dan heb ik tot slot nog twee vragen. U triggerde mij in uw betoog. U zei dat u een heftige discussie hebt gehad met Financiën in de jaren negentig, toen de premie werd verlaagd van meer dan 20% naar ongeveer 8%. U zei dat ook naar de maatstaven van toen in de jaren negentig te weinig premie werd betaald. Waarom is dit nooit openbaar geworden? Denkt u dat het ooit nog openbaar kan worden? Hoe kunnen we ervoor zorgen dat dit soort conflicten, die heel reëel zijn, ook openbaar zijn, zodat er in alle openheid over gediscussieerd kan worden?

De heer **Frijns**: Dat het niet openbaar was, vind ik te zwaar uitgedrukt. In het jaarverslag was gewoon te lezen dat de premie heel laag was en dat de premie veel lager was dan de groei van de verplichtingen. Ieder jaar ging daar ruim een procentpunt dekkinggraad aan op. De tweede vraag vind ik interessanter. Ik pleit voor betere governance, meer «checks and balances». Dat is heel lastig. Het begint eigenlijk al met de missie van het pensioenfondsbestuur. In Angelsaksische landen hebben we de «sole interest rule». Het bestuur moet enkel en alleen handelen in het belang van de deelnemers. In Nederland kennen we – waarom weet ik niet – het idee dat het bestuur zich moet richten naar de belangen van de deelnemers en de andere stakeholders. «Aha!», zegt de werkgever dan, «maar ik ben ook een belangrijke stakeholder, dus houd alstublieft ook rekening met mijn belangen.» Ons wettelijk systeem is dus wat dat betreft diffuus. In de Pensioenwet staat niet dat het bestuur enkel en alleen in het belang van de deelnemers moet handelen. Dat maakt de positie van het bestuur in dat soort discussies zwak.

De **voorzitter**: Dat begrijp ik, maar ik kom toch even terug op de jaren negentig. U voert een heftige discussie en verwijst naar de bijlage van het jaarverslag waarin wij kunnen zien hoe het wordt doorgerekend. Hoe komt het dat die heftige discussie toen niet openlijk naar buiten kwam? Als u vond dat u de helft te weinig premie kreeg voor de verplichtingen die werden aangegaan, waarom verbond het bestuur daaraan geen consequenties? Hoe kunnen we ervoor zorgen dat alsnog duidelijk wordt hoe het precies is gebeurd? We proberen hier tenslotte lessen uit het verleden te trekken.

De heer **Frijns**: U hebt volstrekt gelijk. Dit probleem had toen veel zwaarder aangezet moeten worden. U kijkt mij ook heel verwijtend aan en ik accepteer dat. Ik vind het vervelend dat we toen niet harder hebben opgetreden. Ik vind dat het vooral voorkomen moet worden. Het begint bij betere governance; het begint bij heldere verantwoordelijkheden en meer verantwoording. Op die manier moeten we het doen. Naarmate dit zwakker is, is er meer extern toezicht nodig. We kunnen niet zonder extern toezicht; daarvoor zijn de belangen in dit model te groot.

De **voorzitter**: Dat is helder. Ik daag u uit om eventuele correspondentie hierover toch een keer openbaar te maken. Het is ook goed voor de geschiedschrijving om te weten wat er is gebeurd in de jaren negentig. Ik geef het u mee ter overweging.

Tot slot heb ik nog een vraag over de investment banks, die geen zorgplicht hebben. U stelt helder dat men intern bij de pensioenfondsen niet genoeg is bemand en dat men misschien wel wordt onderbetaald. U zegt dat er te veel geld gaat naar de wereld van de externe vermogensbeheerders, de grotere partijen in deze wereld die de balkenendenorm een soort ondergrens vinden in plaats van een bovengrens. Heeft iemand ooit naar uw weten een berekening gemaakt van de verborgen kosten die pensioenfondsen maken door zaken uit te besteden?

De heer **Frijns**: Ik heb de naam al eerder genoemd. De heer Ambachtsheer heeft vele studies gedaan naar de verborgen kosten van slecht beheer, door vergelijkingen te maken met «best in class» en gemiddelden. Dat zijn kosten. Ik heb de cijfers niet paraat, maar ik zou zeggen ongeveer 0,5%, wat best veel is. Een belangrijker punt vind ik dat de vermogensbeheerder er een belang bij heeft om meer risico's te nemen, zeker als er «performance fees» aan verbonden zijn, terwijl pensioenfondsbesturen onvoldoende weten wat er met hun beleggingen gebeurt. Dat staat ook in ons rapport. Men geeft een vermogensbeheerder een mandaat. Als hij de benchmark haalt, krijgt hij 40 basispunten of 80 basispunten, afhankelijk van de grootte van het pensioenfonds, maar als hij het beter doet dan de benchmark, krijgt hij extra. Dat is heel interessant. Men kan dus extra verdienen door meer risico te nemen, maar dan geef je een beetje een sigaar uit eigen doos weg. Dat soort verborgen kosten komen er nog een keer bovenop.

De **voorzitter**: Ik concludeer dat u denkt dat het om 0,5% per jaar gaat. Bij 800 mld. worden er dus 4 mld. verborgen kosten per jaar gemaakt.

De heer **Frijns**: U kunt het ook andersom zien. Er gaat ontzettend veel geld om in die industrie. Het gaat om enorme bedragen.

De **voorzitter**: Het gaat dus af van de pensioenen van de mensen in Nederland. 4 mld. is een behoorlijk bedrag. Volgens mij doet u eigenlijk de aanbeveling dat pensioenfondsen af moeten van performance fees.

De heer **Frijns**: Dat is wat extreem gezegd. Voordat je een performance fee geeft, moet je het systeem wel heel goed doorhebben en beheersen.

De **voorzitter**: Dat is helder. Dank u wel voor uw heldere betoog.

#### **Gesprek met: de heer Boender (Ortec) en de heer Vos (Ortec)**

De **voorzitter**: In het tweede blokje hebben we de heer Boender en de heer Vos uitgenodigd. Zij hebben aan de Kamer alternatieve berekeningen van het ZEMBLA-scenario voorgelegd. Deze zijn gelukkig ook openbaar gemaakt. Misschien kunnen zij zich kort even voorstellen en een

toelichting geven op de belangrijkste lessen uit het verleden en de aanbevelingen voor de toekomst.

De heer **Boender**: Voorzitter. Mijn naam is Guus Boender. Ik ben een van de oprichters van Ortec Finance. Daar houden wij ons bezig met ALM (Asset Liability Management). Daarnaast ben ik hoogleraar ALM aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

De heer **Vos**: Voorzitter. Mijn naam is Martijn Vos. Ik ben sinds 1995 in dienst bij Ortec en tegenwoordig verantwoordelijk voor de business unit die de pensioenfondsen de afgelopen jaren heeft geadviseerd.

De heer **Boender**: Ik vergat te zeggen wat ik zelf bij Ortec doe: ik ben meewerkend commissaris. Ik ben dus niet de CEO, zoals dat heet. Mag ik de vijf minuten die we hebben ook gebruiken om iets te zeggen over een aantal punten dat net naar voren is gekomen?

De **voorzitter**: Ik zal u de eerste zes à zeven minuten niet interrumpen; het is aan u om een helder beeld te geven.

De heer **Boender**: Dank u wel. U vroeg naar de verborgen kosten van het beleggingsbeleid bij pensioenfondsen. AFM heeft er net nader onderzoek naar gedaan en komt binnenkort met een indrukwekkend rapport. Wij hebben daaraan mogen meewerken. Gisteren hebben we gevraagd of we de getallen die daarin staan al openbaar mogen maken. Helaas mag dat niet. Dat komt omdat zij, in tegenstelling tot het programma ZEMBLA, wel dubbel checkt wat zij naar buiten brengt. De Kamer zal dus nog even moeten wachten, maar niet zo lang.

U voelde de heer Frijs een beetje aan de tand over de openbaarheid van wat er destijds is gebeurd. Die les is heel hard geleerd, met name door DNB. Als een pensioenfonds nu één cent minder vraagt dan de kostendekkende premie, staat één minuut daarna DNB op de stoep. Dat gebeurt dus echt niet meer; daar wordt door DNB heel scherp naar gekeken. De vraag is natuurlijk wel wat er gebeurt als we over tien of twintig jaar eventueel in euforische markten leven. Dat is een gevaar. Goed risicomanagement is niet de dingen goed doen als het slecht gaat, maar vooral de dingen goed doen als het goed gaat. Dan moet men namelijk de buffers aanleggen voor slechte tijden. Nu gebeurt dat excellent. We moeten ervoor zorgen dat dit in goede tijden, met hoge buffers, ook op een excellente wijze gebeurt.

Ik wil een opmerking maken over de somberheid en de perceptie dat we er zo slecht voor staan. Ik ben er namelijk niet zo somber over. Wij hebben nu, na de crisis, in Nederland een pensioenvermogen van ongeveer 800 mld. Er is ook sprake van enigszins herstellende markten. 800 mld. pensioenvermogen betekent € 50 000 per Nederlander. Er is één land in de wereld dat daar nog een beetje bij in de buurt komt, namelijk Zwitserland. IJsland stond nog voor ons, maar is wat gezakt op de lijst. We hebben dus een onvoorstelbare hoeveelheid pensioenvermogen per Nederlander. Wat mij betreft, zit de pijn veel meer in het feit dat we wellicht veel te veel harde rechten hebben toegekend ten opzichte van de 800 mld. die we hebben. Ik noem een voorbeeld. De laatste jaren zijn de pensioenverplichtingen van pensioenfondsen, doordat mensen langer leven, met 5% à 10% toegenomen. Dat is dus 40 mld. à 80 mld. Een pensioenfonds zorgt er natuurlijk juist voor dat mensen die iets overkomt als ze gepensioneerd zijn, de lasten daarvoor niet zelf hoeven te dragen. Dat is een van de belangrijke redenen waarom we überhaupt pensioenfondsen hebben. Dat is echter nog wat anders dan die kostenpost van 40 mld. à 80 mld. waarmee we worden geconfronteerd, zonder erover na te denken mee te nemen in de harde pensioenverplichtingen. Als we dat doen, leggen we automatisch de rekening bij de anderen. Dat hadden we,



wat mij betreft, niet zo automatisch mogen doen. Dat is precies een van de lessen die de sociale partners hebben getrokken. Er staat al min of meer in het pensioenakkoord dat we het voortaan anders doen. De heer Frijns zei dat ik het antwoord weet op het bedrag van 799 mld. dat in ZEMBLA werd genoemd. Mijn collega Martijn weet dit nog beter. Hij zal hierop het antwoord geven.

De heer **Vos**: Ik zal u allen niet vermoeien met allerlei details van de berekeningen. Het begint natuurlijk met het bedrag van 800 mld. Dat zijn heel veel nullen, maar intuïtief kan men begrijpen dat het bijna niet kan kloppen. Stel dat er 800 mld. meer in de pensioenfondsen zou zitten, dan zouden we na de zwaarste crisis nog ongeveer 50% à 60 % meer hebben dan wat de heer Frijns net als streefniveau noemde. In Europa is nu 500 mld. nodig voor een herstelfonds. Dat is lastig op te brengen voor de Europese landen. Dit soort bedragen maakt dat men intuïtief twijfelt aan het bedrag van 800 mld.

Als we verder kijken naar wat erachter zit, moeten we beginnen met de vraag waarom we geld inleggen. Wat mij betreft is er geen discussie: we leggen geld in om nieuwe pensioenrechten te betalen. Bovendien leggen we geld in om de pensioenrechten in de toekomst te kunnen indexeren. Dat geeft een meer wisselend beeld. In sommige gevallen wordt dit in de premie gestopt, in andere gevallen niet. Als we dan dieper kijken naar de berekeningen van die 800 mld., zien we dat er een aantal dingen aan wordt toegevoegd. Het eerste is dat men in die 800 mld. geen rekening houdt met het oprenten. Het is hetzelfde als met een spaarhypotheek. Als men van tevoren moet bedenken hoeveel geld men opzij moet zetten, houdt men rekening met een spaarrente. Als we dat in deze berekeningen ook doen, zitten we al op een bedrag dat 35% lager is dan 800 mld. Nog belangrijker is dat in de berekening van de premie ook het effect is opgenomen van de rentedaling die we de laatste tientallen jaren hebben meegemaakt. De suggestie wordt gewekt dat een daling van de rente onmiddellijk moet worden opgevangen met een correctie in de premie. Dat hebben we in ieder geval niet met elkaar afgesproken en ik vind dat intuïtief ook onjuist. Niet iedere beweging die we zien in de financiële markten moet per definitie middels de premie worden opgevangen. Op welk bedrag komen we dan uit? Voor één fonds is dat lastig te zeggen. Een bedrag van 25 mld. à 30 mld. is een mooie schatting, maar er zit nog behoorlijk wat tussen. Als we alle fondsen bij elkaar nemen, wordt het nog wat lastiger. Per geval kan het echt anders zijn en het is moeilijk bij elkaar op te tellen. We denken dat het bedrag neerkomt op ongeveer 10% van de genoemde 800 mld. Voor heel Nederland komen we dus, grof schattend, uit op 80 mld.

De heer **Boender**: De leereffecten kunnen onderscheiden worden naar de leereffecten voor het pensioencontract en de leereffecten voor wat wij doen in de pensioensector.

Ik begin graag met de leereffecten voor het pensioencontract. Die zijn heel eenvoudig uit te leggen, omdat deze leereffecten precies die lessen vormen op basis waarvan de sociale partners het voorlopige Pensioenakkoord hebben gesloten. Allereerst zijn de kosten die gepaard gaan met langer leven enorm. Uiteraard moeten we proberen om de ouderen daarvoor te beschermen, maar het is nog wat anders om deze kosten automatisch mee te nemen in de verplichtingen. Ten tweede hadden we enkele decennia geleden zes werkende mensen op één gepensioneerde. Nu hebben we vier werkende mensen op één gepensioneerde en het gaat naar twee op één gepensioneerde. Alleen al met dat sommetje kunnen we aantonen dat het steeds moeilijker wordt, op een gegeven moment zelfs onmogelijk, om de eventuele klappen in de 800 mld. af te wentelen op de steeds minder werkende mensen per gepensioneerde. Deze twee punten



hebben de sociale partners opgepakt en vormen de basis voor het voorjaarspensioenakkoord. Juist aan deze twee zaken wil men iets doen. De leereffecten voor wat wij doen in de branche kan ik misschien beter noemen als we bij ons vak zijn aangekomen.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. Ik begin bij de uitzending van ZEMBLA, die een belangrijke aanleiding was om dit te organiseren. De heer Vos heeft net uitgelegd dat het niet om 800 mld. gaat, maar dat de schatting, op basis van wat wij weten bij het ABP, 80 mld. is. Dat is even zo goed nog een fors bedrag.

In ZEMBLA werd er, op basis van de berekeningen van de heer Bosch, gezegd dat er bovenop die 800 mld. nog eens 146 mld. is verloren door slecht beleggen. Daarop hoor ik graag de reactie van de heer Boender. Hoe kan het toch dat mensen die over dezelfde gegevens beschikken tot zulke extreem verschillende uitkomsten komen? Kan de heer Boender dit ophelderen, zodat de wel- en niet-gelovers van ZEMBLA misschien wel van zijn gelijk worden overtuigd?

De heer **Boender**: Ik nodig u graag uit bij mijn college ALM op de VU, maar ik zal nu proberen dat in twee minuten na te bootsen. Als ik het goed heb begrepen, is die 146 mld. het bedrag dat de pensioenfondsen hebben verloren ten opzichte van de benchmarks. Ik geef een voorbeeld. Een pensioenfonds besluit x procent in aandelen te beleggen en daarvoor een bepaalde benchmark te kiezen, zoals de benchmark waar alle aandelen die wereldwijd bestaan, marktgewogen in zitten. Dat heet een wereldindex. Dan zou die 146 mld. verloren zijn gegaan omdat pensioenfondsen over de periode van 20 jaar 146 mld. minder opbrengsten hebben gekregen dan wanneer ze simpelweg in de index hadden belegd, zonder er ooit iets mee te doen of kunde toe te voegen. Dat heet dus passief beleggen. Enerzijds vind ik het ook heel vreemd dat we niet weten hoe hoog het getal is. Anderzijds kan ik me niet voorstellen dat het bedrag zo hoog is over heel Nederland, in de implementatiefase. Daarnaast hebben we de Z-scores, waaruit het ook had moeten blijken. Vanuit die optiek was het toch ook een behoorlijke verrassing. Ik geloof wel dat pensioenfondsen erop verloren kunnen hebben. Als men actief beleid namelijk op die manier definieert, namelijk het verslaan van een benchmark, is het zo dat hetgeen de een wint, de ander verliest. Dat is een definitie van actief beleid. Dan moet er ook iemand aan de andere kant zitten, misschien de investment bank, die 146 mld. heeft gewonnen. Ik kan het me echter bijna niet voorstellen dat het bedrag zo hoog is.

De heer **Vos**: Er werd gevraagd hoe het mogelijk is dat er zoveel verschillen in de berekeningen zitten. Dat heeft deels te maken met het punt dat net werd genoemd. De governance is op dit moment een stuk sterker en een stuk strakker dan een aantal jaren geleden. Als we twintig jaar terug kijken – we hebben het over die periode – is het heel lastig vast te stellen wat het echte doel was in enig jaar. Een beleggingsportefeuille is niet stabiel en verandert door de tijd. Bovendien ontkomen we er niet aan om zaken te simplificeren, als we ze willen vergelijken voor een heel land. Dan komen we al heel snel terecht bij twee of drie benchmarks, die portefeuilles geven waarin heel veel verschillende beleggingen een plek vinden. Dat maakt dat we het niet precies kunnen narekenen. We kunnen wel zeggen dat een onderdeel van een actief beleid waarbij de een wint en de ander verliest niet op 146 mld. kan uitkomen. We weten dat het veel moeite kost om 18 mld. te vinden in een aantal jaren tijd. Dat 146 mld. zomaar verdwijnt, kan intuïtief gezien niet kloppen. Als ik kijk naar de getallen die specifiek zijn genoemd, denk ik dat er een keuze is gemaakt voor een tweetal benchmarks, waarop wat is af te dingen. In zijn algemeenheid kun je zeggen dat een benchmark precies het punt is waarop men afgerekend wil worden. Een pensioenfondsbestuur

heeft maar één echte doelstelling en benchmark, namelijk de pensioenuitkeringen doen en deze zo goed mogelijk indexeren. De laatste jaren zien we steeds meer een verschuiving en wordt deze doelstelling meegegeven aan bestuurders en beleggers. Het had bijvoorbeeld de afgelopen weken nogal wat uitgemaakt of men aandelen Japan of aandelen Europa als benchmark had gekozen. Dat is heel specifiek, maar gerekend over twintig jaar terug komen we in dat soort details terecht. Deze details lijken op voorhand details, maar kunnen een heel grote impact hebben op een dergelijk bedrag.

De heer **Ulenbelt** (SP): Bent u in de voorbereiding van de ZEMBLA-uitzending of misschien daarna nog benaderd door de ZEMBLA-mensen om uw visie op de zaak te geven?

De heer **Boender**: Nee.

De heer **Vos**: Helaas niet.

De heer **Boender**: Voor ons was het een genoeglijke zondagavond, maar wel een verrassing.

De heer **Ulenbelt** (SP): De rendementen gingen in 2008 geweldig onderuit. Iedereen zegt dat dit komt door de crisis. Welke maatregelen hadden de fondsen of hun vermogensbeheerders moeten nemen? Was het überhaupt mogelijk geweest om die verliezen te voorkomen of moest men die verliezen gewoon nemen? Was het een onweer waartegen men zich niet kon beschermen?

De heer **Boender**: Dat is een goede vraag. Voorspellen is heel moeilijk, voor zover het de toekomst aangaat. Er is een beroemd voorbeeld van een pensioenfonds dat, voorafgaand aan de vorige crisis, die crisis voelde aankomen. Men moest toen, per abonnee, 13 000 gulden betalen voor World Online. Iedereen wist dat dit van geen kanten kon kloppen. Dat pensioenfonds had zich ingedekt, maar heeft er vervolgens 1 mld. gulden op verloren. Ze hadden namelijk wel gelijk, maar de crisis kwam anderhalf jaar later dan het fonds kon volhouden met zijn protectiemechanisme. Zelfs als je dus intuïtief weet dat er iets niet klopt, kun je alsnog fantastisch onderuit gaan als de klap ietsje later komt dan je dacht. Los van de dingen die niet klopten, die heel netjes de «implementation shortfall» worden genoemd, moet de hoeveelheid risico die een pensioenfonds neemt, geborgd zijn door de stakeholders en de deelnemers van dat fonds. Ik realiseer me dat dit gemakkelijker is gezegd dan gedaan. Daar ligt wel altijd het antwoord. Waren de risico's die men nam verantwoord vanuit de optiek van de deelnemers, die als puntje bij paaltje komt het risico lopen?

De heer **Vos**: In het hoogtepunt van de crisis zijn er weken geweest dat markten echt niet meer functioneerden. Als de storm echt het hevigst woedt, kun je je ook bijna niet meer bewegen, zeker niet gegeven de omvang van bepaalde posities die waren ingenomen. In zijn algemeenheid geldt dit niet.

De **voorzitter**: Hoogtepunt of dieptepunt van de crisis?

De heer **Vos**: Het dieptepunt wat betreft de effecten, het hoogtepunt wat betreft de aard en de omvang van de gebeurtenissen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. Ortec was een van de eerste organisaties die reageerde op de ZEMBLA-uitzending en de bedragen die genoemd werden, weersprak. Ik hoor de heer Boender net

zeggen dat hij niet echt kan traceren waar het getal 146 mld. vandaan komt, terwijl hij vrij snel na de ZEMBLA-uitzending zei dat er vermoedelijk zelfs sprake is van een outperformance in plaats van een underperformance. Het is een beetje afhankelijk van de vraag tegen welke index je het afzet. Ik heb nu een beetje het gevoel dat hij daarvan weg beweegt en de houding aanneemt dat hij het niet weet. Ik vond dat hij toen vrij helder was.

De heer **Boender**: Ik was buitengewoon helder over de eerste twee punten, maar ik was niet zo helder over het derde punt. Het eerste punt is de 800 mld. waarop mijn collega net een toelichting heeft gegeven. Het tweede punt betreft de strategische beslissing over de verhouding van aandelen ten opzichte van vastrentend. Ik heb het minst uitgebreid gereageerd op het derde punt, het verslaan van de benchmarks, omdat dit mijn vak niet is en mijn bedrijf zich er niet mee bezighoudt.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Dan heb ik nog een algemene vraag. Actief beleggingsbeleid gaat vaak gepaard met vrij hoge kosten. Op het moment dat dit actieve beleggingsbeleid tot niks leidt, als gevolg van een crisis, heeft men nog steeds die kosten. Dat is dan wel erg jammer. Hoe kijkt u aan tegen dat actieve beleggingsbeleid in zijn totaliteit? Vindt u dat dit moet worden voortgezet? Vindt u dat er een zekere verhouding moet zijn tussen actief en passief? Hoe kijkt u ertegenaan?

De heer **Boender**: Dat staat ook in onze paper. Er zijn verschillende vormen van actief beleid. Een bepaalde vorm van actief beleid houdt in dat men bij een benchmark probeert aandelen waarover men positief is te overwegen en aandelen waarover men negatief is te onderwegen. Dit heet «stockpicking». Dat moet men dan ook nog timen. Dit is de eenvoudigste manier van actief beleid, maar ik ben daar al 25 jaar zeer pessimistisch over. Op de universiteit heb ik de zeven versies van de efficiënte markthypothese geleerd. Die zeggen allemaal in welke mate we de markt niet kunnen voorspellen. Iedereen die economie heeft gestudeerd, heeft deze efficiënte markthypothese gehad. Toen ik later het beleggingsbeleid wat beter heb leren kennen, ben ik er wel wat genuanceerder over geworden. Daarmee ben ik dus niet helemaal tegen actief beleid. Jean Frijns gaf gisteren nog een voorbeeld, toen wij onze reacties een beetje afstemden.

De **voorzitter**: O, werkt de pensioensector zo?

De heer **Boender**: Ja natuurlijk. Als we terug kijken naar de vorige crisis, zien we dat bedrijven die enorm overgewaardeerd worden ook in die benchmark zitten. Als je passief belegt, doe je daar dus ook niets aan. Je kunt actief beleid ook op een andere manier definiëren, namelijk niet zozeer vanuit de optiek van het verslaan van de markt om daarmee geld te verdienen, maar door te proberen de overdreven risico's uit de portefeuille te halen. Er zijn meerdere beleggers die dit inzien. Dat heet tegenwoordig «fundamental indexing». Daarvan ben ik wel een voorstander. Dat is een vorm van actief beleid. Ik heb hier de Financial News voor me liggen. Het bedrijf van Towers Watson, een combinatie van Towers Perrin en Watson Wyatt, heeft een onderzoek heeft gedaan, waarin wordt aanbevolen dat pensioenfondsen 70% passief beleggen en 30% actief beleggen in plaats van 90% actief en 10% passief. Zo was het in de Verenigde Staten al decennia geleden. Je zou verwachten dat men in de Verenigde Staten veel actiever belegt dan wij, maar dat is niet zo. Al decennia lang doet men een groot deel van de portefeuille passief. Dan zal men heus wel letten op de punten die ik net aanvoerde. 30% belegt men actief, maar dat doet men dan ook heel grondig. Een dergelijke combinatie spreekt mij veel meer aan dan

standaard de hele portefeuille actief beleggen, zeker als ik rekening houd met het feit dat er heel hoge kosten tegenover staan. Als 1% rendement 30% pensioen betekent, betekent 1% kosten ook 30% pensioen. Ik heb letterlijk twintig jaar moeten wachten voordat pensioenbestuurders zich dit beter realiseerden. Met dat nieuwe inzicht ben ik echt bijzonder blij.

De heer **Vos**: Je kunt nog zeggen dat voor een aantal beleggingscategorieën, zoals vastgoed, passief beleggen geen effect kan hebben. Als men in die categorieën belegt, moet men dat ook actief beheren en daar zijn weg in zoeken.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Als ik het goed begrijp, uit de heer Boender forse kritiek op het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen. Hij zegt dat er veel te veel actief wordt belegd, maar dat er meer passief moet worden belegd. Kunnen ze dat zomaar veranderen?

De heer **Boender**: Zij kunnen dat zo veranderen. Ik bemerkte één jaar na de crisis een enorm zelfreinigend vermogen bij besturen. Dat heb ik na voorgaande crises niet bemerkt. Besturen vragen zich af waarmee ze bezig zijn. Wat leveren de beleggingen op? Welke kosten staan ertegenover en hebben ze dat ervoor over? Besturen worden in rap tempo dus veel strenger naar hun uitvoerders. Deze moeten zo transparant mogelijk laten zien welke risico's er in de portefeuille zitten en welke kosten ermee gepaard gaan. Ik denk dus dat het al in enorme mate aan het veranderen is, precies vanuit de hoek waar het moet gebeuren, namelijk degenen die de echte verantwoordelijkheid dragen. Besturen zijn natuurlijk zelf gaan nadenken waarmee ze bezig zijn toen ze in het dieptepunt van de crisis werden geconfronteerd met een rendement van min 40 bij alleen passief beleggen. Daarbovenop konden ze door bepaalde actieve beleggingen nog eens 3 mld. verlies krijgen. Ik doel hierbij op de 3 mld. uit het rapport van de heer Frijns. Een gedeelte hiervan heeft zich weliswaar weer hersteld, maar dat wisten we niet op het dieptepunt van de crisis. Besturen willen dus steeds beter voorgelicht worden over de vraag waarom bepaalde beleggingsrisico's worden genomen. Dat wordt ook steeds beter gemonitord en niet zo'n klein beetje ook.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): In de vorige discussie met de heer Frijns werd er gesproken over de kosten. U noemt de kosten nu ook een paar keer en u refereert aan een rapport van AFM dat binnenkort komt. Bent u verbaasd over het bedrag van 4 mld. of hebt u dat ook in gedachten, aangezien u een goede rekenaar bent?

De heer **Boender**: Ik ben wel een goede rekenaar, maar een heel slechte leugenaar. Wat zal ik zeggen? Ik weet het niet.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Maar het is veel?

De heer **Boender**: Ja, het is heel veel.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Heel veel?

De heer **Boender**: Ja, heel veel.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Bij een actief beleggingsbeleid horen dus heel veel kosten.

De heer **Boender**: De schatting waarmee AFM komt, heeft niet alleen betrekking op actief beleggingsbeleid. Ik kan u een voorbeeld geven hoe het werkt. Stel dat men een fund of funds hedgefund koopt ...

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Er kijken ook heel veel mensen thuis en op de tribune, dus verzoek ik u het eenvoudig te houden.

De heer **Boender**: In het jargon zijn er twaalf soorten hedgefunds, bijvoorbeeld hedgefunds die arbitreran, of macro hedgefunds. Zo zijn er twaalf typen hedgefunds, waarmee op bepaalde manieren geld wordt verdiend. Aangezien pensioenfondsen risico's willen diversifiëren, kopen ze vaak niet één hedgefund, maar een combinatie van hedgefunds, in de hoop daarmee de risico's een beetje te spreiden. Men koopt dan een fund of funds, waar er misschien twintig in zitten. Voor dat fund of funds betaalt men een bepaalde vergoeding. Dat is de vergoeding die het bestuur van het pensioenfonds ziet. Die is al fors. Voor de crisis betaalde men voor een hedgefund gemiddeld 2% per jaar. Dat is volgens de heer Don ongeveer de aandelenrisicopremie. Daarnaast betaalde men 20% van de winst. Dat is al meer dan de aandelenrisicopremie, dus moet men meer dan de aandelenrisicopremie maken, wil men überhaupt geld verdienen. Vervolgens koopt het fund of funds de hedgefunds in en betaalt deze hedgefunds. Heel vaak is een hedgefund ook weer opgedeeld in verschillende deelfunds. Deze koopt dus ook weer bepaalde delen in. Die kosten zien we niet in de uiteindelijke fee die de fund of funds-aanbieder biedt aan een pensioenfonds. Dit zijn voorbeelden van verborgen kosten.

De heer **Vos**: Iedere stap wordt dus in de rendementen gestopt en aan het einde zien we een totaalrendement, waar we nog in de laatste stap de kosten vanaf kunnen halen. In de stappen daarvoor kunnen echter ook kosten zijn afgetrokken.

Actief beheer kan ook een bepaalde doelstelling hebben. Als een pensioenfonds belegt met een doel, bijvoorbeeld het financieren van de indexaties, moet het fonds dat doel duidelijk meegeven aan de verschillende vermogensbeheerders. Als men denkt dat doel te kunnen bereiken door niet alleen in staatsobligaties te beleggen, maar ook in credits, moet de partij die het voor het fonds doet zich nog steeds heel goed realiseren wat het doel is, namelijk het rendement halen. Deze partij moet niet beslissen of men wel of niet beter in België of in Ierland kan zitten. Het doel van de belegging blijft nog steeds rendement halen voor het bereiken van de uiteindelijke doelen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Bij beleggingsbeleid komt heel veel kijken. Ik wil ingaan op de kwaliteit van het bestuur, die ook in ZEMBLA aan de orde kwam. Gecombineerd met de ondoorzichtigheid die ook een rol speelt, gaat het om een vrij kwetsbare situatie. Hoe kunnen we deze verbeteren?

Pensioenen waren al onzeker, maar worden steeds onzekerder. De verplichtstelling in de tweede pijler is dan wel een punt. Moet dit nog steeds zo blijven?

De heer **Boender**: Ik ben het zelden eens met Jean Frijns, maar ik zie hem wel als mijn leermeester. Hij zegt dat er meer experts in de pensioenfondsbesturen moeten komen. Ik ben het daarmee niet eens. Beleggings-experts zijn namelijk bijna altijd van een bepaald geloof: ze zijn voor actief of voor passief; ze zijn voor lang of voor kort. Over het algemeen vind ik het eerder een nadeel dan een voordeel als ik een beleggingsexpert in een bestuur tegenkom. Het allerprettigste in een bestuur vind ik een zeer kundig bestuurder. Overigens heb ik 's avonds wel hoofdpijn als ik die ontmoet. Deze bestuurders vragen je namelijk het hemd van het lijf en gaan nooit akkoord als ze iets niet snappen. Dan ligt het namelijk niet aan hen, maar aan mij. Zij vragen door en door totdat ze het snappen. Als ze een beslissing nemen, zorgen ze ervoor dat deze wordt gedragen door het gehele bestuur. Die bestuurders zijn er, misschien geen honderden in dit land, maar ze zijn er echt. Ik heb er verschillende meegemaakt, maar ik zal

hen niet noemen. Ik ben dus voor sterke bestuurders in plaats van experts in de besturen. Dat vind ik de verkeerde weg.

De vraag over de verplichtstelling vind ik eigenlijk niet horen bij het pensioenakkoord van dit moment, maar eigenlijk pas bij het volgende pensioenakkoord. Hoort deze vraag wel bij de vraagstelling van vandaag?

De **voorzitter**: Ik heb de vraag toegestaan, maar het is een rondetafelgesprek en u bent vrij om deze vraag wel of niet te beantwoorden. U was zelfs vrij om niet te komen opdagen, dus wat dat betreft, waarderen wij het zeer dat u hier zit.

De heer **Boender**: Wij ook.

De heer **Vos**: Ik kan er wel iets over zeggen.

De heer **Boender**: Ik ook, maar ik heb liever dat jij het doet.

De heer **Vos**: Laat ik beginnen met de onderwerpen waarvoor we hier zitten, het beleggingsbeleid en het premiebeleid. Worden deze beter als een individu tussen de fondsen kan switchen? Ik denk het niet. Ik denk dat de verplichtstelling misschien om andere redenen wel of niet een goed idee is, maar ik heb niet de illusie dat het beleggingsbeleid beter wordt als we de verplichtstelling loslaten. Ik denk zelfs dat het slechter kan worden omdat het kortetermijnacties in de hand kan werken.

In Finland zijn er zes pensioenfondsen, die onderling moeten concurreren. Mensen mogen iedere twee jaar voor een fonds kiezen. Het enige wat er daar gebeurt, is dat de zes fondsen precies hetzelfde beleggen, om te voorkomen dat mensen switchen. Dat lijkt me een verkeerde incentive.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. De heer Bosch heeft beweerd dat ALM eigenlijk de oorzaak is van het te risicovol beleggen. De heer Boender is professor ALM. Klopt het wat de heer Bosch beweert? Kan de heer Boender daarop ingaan?

De heer **Boender**: Daarop wil ik graag ingaan. Het klopt dat ik professor ALM ben. Een ALM-studie beoogt besturen te helpen bij de beslissing hoeveel risico verantwoord is om bij de stakeholders neer te leggen en welke tekorten eventueel verantwoord zijn. Men moet op een verantwoorde wijze vaststellen hoeveel risico de deelnemers en de sponsor mogen dragen en hoeveel onderdekkingsrisico verantwoord is. Dat laatste betekent eigenlijk het doorschuiven van risico's naar de toekomst. De belangrijkste doelstelling van een ALM-studie is besturen erbij te helpen die beslissing te nemen. Als besturen te veel risico hebben genomen, zodat de uitkomst verkeerd is, kan men zeggen dat de ALM'ers en de bestuurders het verkeerd hebben gedaan.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): U zegt dus eigenlijk dat ALM verkeerd wordt toegepast.

De heer **Boender**: Nee, ik zal mijn antwoord afmaken. ALM-studies beogen juist pensioenbestuurders te helpen bij de hoeveelheid risico's die zij nemen. Je kunt op verschillende manieren reageren op de kritiek daarop. De heer Frijns bracht dit punt ook al naar voren. Is de hoeveelheid risico die de besturen nemen wel geborgd bij de deelnemers? Dat is een van de allermoeilijkste vragen. Daar zijn we nog steeds onvoldoende uit. Gisteren was de jaarlijkse Netspar-bijeenkomst (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement), die onder andere als onderwerp had: hoe kunnen de praktijk en de wetenschap beter samenwerken? Ik heb daar gezegd dat de belangrijkste uitdaging voor de hele financiële sector, dus niet alleen voor pensioenfondsen, maar bijvoorbeeld ook voor verzeke-



raars, is dat er zeer fundamenteel onderzoek moet plaatsvinden om op een verantwoorde wijze het risicoprofiel van mensen te achterhalen. Of het nu gaat om bestuurders of deelnemers van fondsen, of om klanten van banken, iedereen merkt hoe moeilijk het is om vast te stellen hoeveel risico een bepaalde persoon verantwoord vindt. Dat is een van de meest open problemen in de financiële wetenschap, wat mij betreft.

Wat er juist is aan de kritiek, sla ik maar even over, maar er is één ding dat in ieder geval apert onjuist is. Ik wil eigenlijk zeggen «irritant onjuist», want dat bedoel ik eigenlijk. We horen voortdurend dat ALM niets anders doet dan gegevens uit het verleden doortrekken naar de toekomst. Dat is zo'n vreselijk onjuiste voorstelling van zaken. Ik kan me niet één studie herinneren waarin de conclusie werd getrokken dat aandelen in de toekomst 10% zouden doen, omdat dit over een bepaalde historische periode het geval was. In de beginperiode van de steekproef, twintig jaar geleden, was de rente 9,06%. We hebben echt in geen enkele studie voor de toekomst ingetypt: de rente voor de toekomst is 9,06%. Er wordt altijd, in afstemming met beleggingscommissies, vastgesteld wat prudent is voor de toekomst.

We horen steeds vaker: gegevens uit het verleden zeggen niets over de toekomst. Ik vind dat nogal dommig en dat leg ik altijd als volgt uit. Ik stel dan dat er één activiteit is waarbij mensen er alles voor over hebben om een historisch gegeven te pakken te krijgen om dat verder te analyseren, namelijk de wetenschap. De wetenschap heeft namelijk maar één ding als input om kennis te vergaren, namelijk data. Het gaat de wetenschap er juist om – zo werkt het ook bij ALM – te proberen met de theoretische kennis die er is de historische data zo goed mogelijk te begrijpen en te duiden en er vervolgens iets toekomstgerichts over te zeggen. Dat is echter iets heel anders dan te zeggen dat de rente in het verleden 7% was en dat we daarom voor de toekomst ook 7% veronderstellen. Dat is naar mijn weten zelfs niet in één studie gebeurd. Deze vraag had ik voorbereid, merkt u dat?

De **voorzitter**: Dat is ons helder.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Ik heb een vraag over de historische data en de huidige dekkingsgraden, die net boven de 100% zitten. Waaraan is de dalingsgraad van de afgelopen drie jaar het meest toe te schrijven, de daling van het vermogen, de daling van de rente of de stijging van de levensverwachting?

De heer **Vos**: De heer Frijns zei het ook al in het eerste gesprek. Ik denk dat het grofweg gelijk is verdeeld over deze onderdelen, alle een derde. De rente heeft het laatste jaar niet zo heel veel meer effect meer gehad. De aandelen hebben het laatste jaar juist een klein herstel laten zien. Over de laatste drie tot vijf jaar gemeten denk ik dat het afgerond uitkomt op ieder een derde.

Het langlevensrisico is wel een hele inhaalslag. Het is niet zo dat we in de afgelopen drie jaar allemaal drie jaar langer zijn gaan leven. Het is een inhaalslag van wat we de afgelopen twintig à dertig jaar niet hebben meegenomen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ik heb een korte vraag over de rente. Ik heb zowel de heer Frijns als u horen zeggen dat de rente minder invloed heeft gehad. Daar verbaas ik me steeds over. We geven 100 mld. uit aan de banken. De banken kunnen daarvan herstellen; het is niets anders dan een bankensubsidie. De bankensubsidie heeft ertoe geleid dat de pensioenfondsen behoorlijk in de penarie zijn gekomen, maar ik hoor eigenlijk niemand daarover. Dat vind ik vreemd.



De heer **Vos**: In het rapport van de heer Frijns, hoewel goed verstoppt, staat...

De heer **Boender**: Je moet eerst zeggen: we zijn heel blij met uw opmerking.

De heer **Vos**: Ik leer iedere dag weer. We zijn heel blij met uw opmerking. Waarom zijn we zo blij? Het punt wordt wel naar voren gebracht, maar naar ons idee telkens niet gehoord. We zien dat de financiële markt op allerlei manieren wordt gestuurd en dat er allerlei ingrepen zijn. Een van de punten die in het rapport van de heer Frijns heel nadrukkelijk naar voren komt, is dat we op zijn minst een adempauze moeten inlassen. Laten we even drie maanden stoppen met de marktwaardeberekeningen. Niet omdat we iets willen verstoppen, maar omdat we zien dat de ingrepen bedoeld zijn voor iets wat buiten de pensioenfondsen staat. Laten we de pensioenfondsen daar dan niet onmiddellijk mee confronteren.

De heer **Boender**: Mag ik er nog iets aan toevoegen? Ik zal een klein geheimpje verklappen over de heer Frijns. Hij heeft meerdere keren, bij interne sessies op bepaalde ministeries, werkelijk woedend uitgehaald. Als de rente, om begrijpelijke redenen, naar beneden wordt gedrukt, schaadt dat pensioenfondsen. Ik heb nooit iemand dat zo duidelijk horen zeggen als de heer Frijns. Er kwam wel vaak een tegenwerping. Als de heer Bernanke de rente naar beneden trekt, gaat het altijd om de korte rente. Wat heeft dat te maken met de lange rente? De zogenaamde Quantitative Easing-programma's trekken direct de lange rente naar beneden. Ze kopen namelijk geen obligaties op met een looptijd van één jaar, maar een looptijd van meerdere jaren. Met andere woorden, daarmee wordt ook expliciet de lange rente naar beneden getrokken. Wij vinden het heel erg dat men daarmee rekening moet houden bij de beoordeling van pensioenfondsen. In het rapport-Frijns staat hierover een expliciete clausule, maar blijkbaar heeft iedereen daaroverheen gelezen.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Heeft het optreden van DNB u in dat opzicht verbaasd? DNB trok vrij hard van leer tegen de pensioenfondsen. DNB heeft overigens ook ontkend dat de rente kunstmatig naar beneden is getrokken.

De heer **Boender**: Dat ontkent DNB inderdaad. Vanmorgen stond in het FD dat DNB op het dieptepunt van de markt pensioenfondsen niet heeft geforceerd om aandelen te verkopen of bij de lage niveaus de rentes af te dekken. Olaf Slijpen heeft dit gisteren op een congres gezegd. Wij horen dit indirect bij onze klanten, maar we zijn niet bij de gesprekken. Alle gesprekken waarover ik bij mijn klanten heb gehoord, kloppen met wat Olaf Slijpen naar voren heeft gebracht. Het is zelfs nog meer dan dat. Ik ken twee gevallen waarbij pensioenfondsen overwogen om op het dieptepunt van de markt aandelen te verkopen waarbij DNB heeft gezegd dat dit haar niet zo'n goed idee leek. Ik druk me nu heel netjes uit. Met andere woorden, DNB heeft zelfs voorkomen dat pensioenfondsen hun aandelen verkochten.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): En dat is dan weer goed?

De heer **Boender**: Dat vind ik wel. Of ze dat hebben gedaan voor het fonds of vanuit de optiek van de stabiliteit van de financiële markten, weet ik niet. Ik was er niet bij. Op het dieptepunt van de crisis heeft DNB het gewoon goed gedaan. Zij heeft bijvoorbeeld ook sommige pensioenfondsen die in liquiditeitsproblemen zaten door de dollarcontracten, geholpen door bij te springen. Die fondsen konden op een gegeven

moment niets meer verkopen, maar hadden wel verplichtingen, met name op de forward-contracten. Daarbij heeft DNB geholpen. Ik vind het overigens wel geweldig dat ik hier iets positiefs over DNB mag zeggen.

**De voorzitter:** U was helemaal vrij in uw beantwoording. Ik heb tot slot een paar vragen. Wellicht kan de heer Vos voor de kijkers uitleggen wat er precies aan de hand is met de fondsen die op het dieptepunt van de crisis in liquiditeitsproblemen zijn gekomen. Hoe ernstig moeten wij dat wegen als een politiek probleem? De heer Boender zegt dat men niets kon verkopen en geen liquiditeit had om pensioenbetalingen te doen. Is een van de lessen van de crisis dat we met dat scenario beter rekening moeten houden? Dit klinkt natuurlijk vrij ernstig.

**De heer Vos:** Ik denk dat dit zeker een leerpunt is. Ik geef aan wat er in zo'n geval gebeurt. Op het gebied van de rente of de valuta wordt een ruilcontract afgesproken. De partijen spreken met elkaar af dat ze een vaste rente uitwisselen met een variabele rente. Als de variabele rente dan flink afwijkt van de vaste rente, krijgt het contract een bepaalde waarde. Dat ruilen blijkt achteraf voor de een meer waarde te hebben dan voor de ander. Om te voorkomen dat de tegenpartij er ineens niet meer is, wordt de afspraak gemaakt dat er tussentijds voortdurend wordt afgerekend. Je voorkomt hiermee dat de tegenpartij, die veel schulden heeft, ineens omvalt en je er niet meer op kan verhalen. Dat tussentijds afrekenen gebeurt met echt geld of met obligaties. Die leg je in een depot. Daar mag je vervolgens niets meer mee doen, want ze zijn tussentijds al niet meer van jou. Dat betekent dat de zaken die je normaal inzet om uit te keren, namelijk obligaties en kas, niet meer beschikbaar zijn. Op zo'n moment moet je misschien andere liquide middelen vrijmaken door aandelen of andere onderdelen van de portefeuille te verkopen. Dat maakt dat je op het dieptepunt van de crisis misschien wel wordt gedwongen, vanuit het oogpunt van liquiditeit, om aanpassingen te doen in je portefeuille die je vanuit het perspectief waarmee je de portefeuille hebt opgebouwd helemaal niet wilt doen.

**De heer Boender:** De liquiditeit is een heel belangrijk leerpunt, ook omdat het liquiditeitsprobleem voor pensioenfondsen steeds zwaarder weegt. We worden namelijk steeds rijper en grijzer.

**De voorzitter:** Dat is een helder leerpunt, ook voor de politiek. Ik wil het ook nog hebben over een ander leerpunt. Ik begrijp dat het zwartste scenario in een aantal ALM-modellen uitgaat van een daling van de aandelenmarkt van ongeveer 40%. Alle modellen die ik heb gezien, gaan ervan uit dat de kans verwaarloosbaar is dat men eerst op 140% zit en een jaar later onder de 100% uitkomt. Toch heeft dat zich in 2008 voorgedaan. Ook in 2001 heeft zich een val voorgedaan die veel heftiger was dan de toch al vrij grote bandbreedtes in de ALM-modellen aangaven. Leidt dat ertoe dat er nu modellen komen die onzekerheid beter incorporeren? Kennelijk hebben zich dingen voorgedaan die er niet in zaten. Op welke wijze leren wij hiervan bij dit soort modellen? Komt er elke tien jaar een black swan? Is het een probleem, in statistische termen, van dikke staarten, dat we hebben onderschat?

**De heer Vos:** Ik denk dat er allerlei technische pogingen zijn gedaan om deze staarten beter in kaart te brengen en beter van tevoren in te schatten. Ik denk dat het heel belangrijk is om te kijken hoe de modellen worden gebruikt. We accepteren bijvoorbeeld in de Pensioenwet dat er een kans is van 2,5% dat we in een ongewenste situatie terechtkomen. Alles wat je in die staart moduleert, speelt dus sowieso niet een heel belangrijke rol in de beleidsafweging, als je niet oppast. Daarom vinden we het belangrijk, net

als bij de liquiditeit, om heel goed te kijken wat een crisis betekent en hoe deze uitpakt. Ik denk dat de modellen technisch zijn verbeterd. Ik denk dat het belangrijk is om de modellen vooral goed te gebruiken, maar ik weet zeker dat er toch weer events te bedenken zijn die ook in de toekomst weer buiten de bandbreedte vallen van wat we ons nu kunnen voorstellen.

De **voorzitter**: Op welke punten waren de modellen dan ontoereikend voor de crisis van 2008? Ik bedoel dus achteraf bekeken.

De heer **Boender**: Een interessant voorbeeld, of misschien niet zo interessant, is het volgende.

De **voorzitter**: Ik wil een interessant voorbeeld.

De heer **Boender**: Voor u is het interessant. Tot de crisis wisten we wel van die dikke staarten in rendementen, maar over de voorbije 100 jaar konden we die dikke staarten niet zien in jaardata. We konden ze wel zien in maanddata en weekdata. Daarin moest men de zogenaamde normale verdeling compenseren. De crisis heeft daaraan op een harde manier een einde gemaakt. De crisis was zo hard dat wij hebben moeten besluiten in de modellen niet meer te werken met de normale verdeling met de dunne staarten. Nu werken wij ook met stochastische volatiliteiten. Ik denk dat deze term zelden in de Tweede Kamer is gebruikt en waarschijnlijk ook nooit meer zal voorkomen. Het betekent dat de markten geen vaste onzekerheid hebben, maar dat de onzekerheid meebeweegt met de beweging van de financiële markten. Ik denk dat dit inhoudelijk een belangrijke verbetering is. In ons vak valt er nog veel meer te behalen. Gisteren heb ik dit bij Netspar als volgt geformuleerd: een heel belangrijk leereffect voor de sector is betere communicatie tussen bestuurders en deelnemers. Voor ons vak is een belangrijk leereffect betere communicatie tussen de experts en de bestuurders. We moeten nog beter weten duidelijk te maken wat de resultaten precies betekenen. Op die manier kan men nog beter onderbouwd beslissingen nemen. Het gebruik van de modellen vinden we dus nog belangrijker dan het verbeteren van de inhoud van de modellen.

De **voorzitter**: Tot slot heb ik nog een vraag. Ik kan het niet nalaten. Ik word toch iedere keer getriggerd door dingen die achter de schermen plaatsvinden, waarvan we hier een glimp opvangen. Kennelijk is er dus in de jaren negentig een behoorlijk conflict geweest, waar we nu van horen. Er is een AFM-rapport dat we het liefst nu willen zien. Op de eerste rij zie ik ook allemaal mensen die hun best doen om dat achterover te drukken. Aangezien u zo goed bent met schaduwberendingen – u hebt die ook op een ander rapport zo goed uitgevoerd – ben ik benieuwd wat voor u de optimale kostenstructuur van fondsen is. Hoe is de kostenstructuur op dit moment? Waar zitten de grootste verbeterpunten? U mag ook kwantificeren.

De heer **Vos**: Dit is echt op de grens van ons vakgebied. We denken dat het belangrijk is dat die kosten sowieso inzichtelijk worden gemaakt en dat het duidelijk is voor welk onderdeel van het beleid die kosten worden gemaakt. Ik voel me niet in staat om aan te geven wat het juiste of het haalbare niveau is. Daarvoor heb ik onvoldoende kennis van de actuele markten.

De heer **Boender**: Ik denk dat het allerbelangrijkste is dat er volledige transparantie is. Daaraan kan de politiek een heel belangrijke bijdrage leveren. Dan hebben pensioenbestuurders snel besloten wat ze verantwoord achten of niet. Ik ben ook op een bepaalde manier voor een

bepaalde kostenverhoging. Daar duidde de heer Frijns ook op. Ik heb ooit een keer met een journalist van het FD de serieuze grap gemaakt dat mensen die bij een bestuur of een bestuursbureau werken «x» verdienen. De mensen die bij een uitvoeringsorganisatie werken, verdienen «2x» en de mensen die bij de investment banks werken, verdienen «3x». Er zat een foutje in die analogie, want het is misschien niet 1, 2, 3, maar 1, 3, 9. Dat is gewoon verkeerd om. Dat betekent dat er bij een bestuursbureau vooral mensen werken met idealen. Dat is natuurlijk geweldig. Waarom zou je echter op die manier nodeloos het pensioensysteem verzwakken, door bij de bestuursbureaus andere normen te hanteren voor de salariëring dan bij de uitvoerders of de externe vermogensbeheerders? In die zin ben ik het helemaal eens met Jean Frijns dat we misschien op bepaalde punten de kosten een beetje moeten verhogen. Dat kunnen we heel gemakkelijk doen, door het bij de andere partijen wat te verlagen. Dan komen we er netto alsnog positief uit.

De **voorzitter**: Dus als ik uw voorstel goed begrijp, moeten we er in ieder geval voor pleiten dat pensioenfondsen volledig openbaar moeten maken welke kosten zij maken, ook als ze in fund of funds zitten. U noemde namelijk een voorbeeld van hedgefonds waarbij de kosten tot vele procenten kunnen oplopen, dus niet tot 0,5%, zoals de heer Frijns noemde. Elders zal het minder zijn, dat is helder. De pensioenfondsen moeten volledige openheid geven, anders wordt er niet geïnvesteerd in een bepaald product.

De heer **Boender**: Daarmee ben ik het helemaal eens.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): In mijn eerste vraag heb ik de transparantie even aangestipt, maar kennelijk nog niet voldoende aan de orde gesteld, want de winst- en verliesrekening is zelfs niet opgenomen in de jaarrekening. Hoe kunnen we dan die volledige transparantie voor elkaar krijgen?

De heer **Boender**: Wij hadden oorspronkelijk een aandeel in een bedrijf dat opereert op de zojuist genoemde financiële markten. Ik weet dat dit bedrijf desgewenst zelfs accountantsverklaringen afgeeft aan de pensioenfondsen, zodat men kan zien op welke plaatsen, ook achter de schermen, er geld is verdiend. Dat lijkt me een goede stap in de goede richting.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik zei abusievelijk net jaarrekening, maar ik bedoelde jaarverslag.

De **voorzitter**: Dat bleek duidelijk uit het antwoord. Ik dank de heer Boender en de heer Vos hartelijk voor hun heldere bijdrage.

### **Gesprek met: de heer Bosch (Bureau Bosch Asset Consultancy)**

De **voorzitter**: We vervolgen het rondetafelgesprek. In dit blok hebben we de heer Bosch uitgenodigd. Een deel van de berekeningen van de heer Bosch stond centraal in de ZEMBLA-uitzending, die de aanleiding vormde voor het gesprek van vandaag. Ik vraag de heer Bosch een korte toelichting van vijf minuten te geven op de discussie en zijn visie op de berekeningen die sindsdien zijn gemaakt, ook naar aanleiding van zijn berekeningen. Ortec kwam op 80 mld. uit, in plaats van 800 mld. Ik hoor graag zijn mening daarover.

De heer Bosch heeft de commissie ook een paper doen toekomen, met een behoorlijk andere visie dan de andere sprekers. Ik vraag hem ook daaraan enige aandacht te besteden.

De heer **Bosch**: Voorzitter. Heel hartelijk dank. Ik vind het fijn dat ik vandaag het een en ander mag vertellen over dit belangrijke onderwerp. Ik wil eerlijk gezegd niet heel veel kwijt over de cijfers die in ZEMBLA zijn gepresenteerd. Het enige wat ik wil zeggen, is dat ik hiervoor inmiddels mijn excuses heb gemaakt.

Ik denk echter niet dat ik mijn excuses kan maken voor wat er feitelijk is misgegaan op het gebied van uitholling. We weten dat er in de negentiger jaren miljarden zijn uitgehold. Er worden diverse bedragen genoemd; er worden diverse opzettingen gemaakt. Ik heb begrepen dat Ortec een opzet heeft gemaakt. Er wordt een bedrag genoemd van 150 mld. Dat is inderdaad een ander bedrag dan het onze. Ik denk dat we het er allemaal over eens zijn dat er behoorlijk wat is fout gegaan. Je kunt dit verkwanseling noemen. De minister die toen verantwoordelijk was, de heer Ruding, zei dat het surplus eigenlijk vrijelijk gebruikt kon worden voor het budgettekort, aangezien de aardgasbaten tegenvielen. Dat verwerp ik ten enenmale. De overheid had geen enkele aanspraak op die gelden. Die gelden waren bedoeld voor pensioendeelnemers en voor niemand anders. Ik vind het dus zeer spijtig dat het op die manier is gebeurd. Ik wil erop aandringen dat goed wordt uitgezocht hoeveel miljarden zijn uitgehold of verkwanseld, zoals ik dat noem. Dit sleept al zoveel jaren. Laat het een keer goed uitzoeken en door een officiële instantie berekenen. Ik denk aan het CBP of de Rekenkamer.

Ik heb met juristen contact gehad, bekende mensen die hierover gaan. Zij zeggen dat de reserves eigenlijk nooit goed zijn geregeld. Het moet duidelijk zijn wie aanspraak kan maken op de pensioenreserves. Kom daar eens mee. Laat juridisch uitzoeken van wie die gelden zijn, als ze niet via de contracten van de individuele deelnemers worden vergeven.

De overheid moet absoluut haar excuses aanbieden voor wat er in die jaren is fout gegaan. Vervolgens moet er prudent worden omgegaan met de pensioenreserves. Ik heb erop gewezen dat niet alleen de overheid blaam treft. Wij hebben natuurlijk allemaal in de negentiger jaren een roze bril op gehad. Dat neemt niet weg dat de overheid toch op een heel slechte manier met de pensioenreserves is omgegaan. Men moet verantwoordelijkheid nemen en excuses maken. Dan bedoel ik geen excuses als «met de kennis van nu» of «het was onbedoeld», nee, gewoon voluit en een streep eronder. Een verdronken kalf roep je niet tot leven. Het zal ook moeilijk zijn om die 150 mld. – als het echt dat bedrag is – opeens terug te geven. Het moet wel uitgezocht worden en het moet duidelijk worden.

Parlement: u bent erbij geweest en u hebt niet alert gereageerd.

Vakbonden: u hebt gestreden voor te lage premies; u hebt arbeidspolitiek bedreven met pensioengeld. Werkgevers: u hebt pensioengeld teruggegluisd, onder andere voor de bonussen. Koepels: u bent paladijnen geweest van de sociale partners. U roept constant om vertrouwen, maar u hebt wel meegedaan. U bent erbij geweest. Tegen de pensioendeelnemers zeg ik: u bent te goed van vertrouwen geweest. U bent nu pas wakker geworden. Begint u maar eens met dat vertrouwen op nul te zetten. Er is vertrouwen verkwanseld, dus laat dat eerst maar eens opbouwen. Toezichthouder: u speelde mee met het spel. U treft ook blaam.

Dan kom ik bij de media. Er wordt veelal gezegd dat de media opruiend bezig zijn, met name de tv, zoals KRO Reporter en ZEMBLA. Dat is helemaal niet waar. Ze worden nu pas wakker en realiseren zich wat een enorm belangrijk onderwerp dit is. Zij hebben eigenlijk zitten slapen. Wat mij betreft gaan ze nu door.

Toen ik mijn boek «Risico als obsessie» schreef, heb ik mij afgevraagd hoe het in hemelsnaam kon gebeuren dat een dekkinggraad van 230% in 1990 tuimelde naar rond de 95% in 2008. Hoe kon dat gebeuren? Er is een aantal logische verklaringen. Allereerst noem ik de langerentedaling. Wij hebben twee forse beurscrises gehad. Bovendien hebben we te maken

gehad met langer leven, wat we niet goed hebben ingeschat. Ik heb me toen afgevraagd of deze verklaringen afdoende zijn. In mijn boek ben ik gaandeweg tot de conclusie gekomen dat dit niet het geval is. Ik ben tot de conclusie gekomen dat de uitholling er flink op heeft ingespeeld. De negentiger jaren waren historisch gezien de sterkste beleggingsjaren ooit. Hoe kan het dan dat die dekkingsgraad zo is getuimeld? De uitholling is nummer één. Ten tweede is het systeem waarin we verkeren gewoon fout. Ik duid op die ALM-studies. Die hebben voor een enorme hoop schijnzekerheid gezorgd. Dat is niet goed. De ALM-studies hebben met name in de negentiger jaren tegen de pensioenfondsen gezegd: u kunt rustig uithollen, want gaandeweg gaan we toch toe naar hogere rendementssituaties, hogere portefeuilles met meer rendement. Daarom kunt u met minder reserves toe. Die ALM-studies zijn in 1985 gestart. Gaandeweg werd er in de rapporten gezegd: ga maar in de bekende 50/35/15-assetmix zitten. Dat was gewoon standaard en zou hogere rendementen veroorzaken. Hierdoor kon men uithollen. De ALM-studies stoppen historische rendementen in het model. Dan krijgt men een uitkomst die daarmee verband houdt. Men rekent zich dus rijk.

In de particuliere wereld wordt gezegd dat rendementen uit het verleden geen garantie vormen voor de toekomst. In de institutionele wereld wordt die regel met voeten getreden. Waarom? Omdat men tegen pensioenfondsen zegt dat ze langetermijnbeleggers zijn. Het zijn helemaal geen langetermijnbeleggers. We komen in een uitkeringsfase en dat wil zeggen dat er steeds kortere termijnen zijn. Beleggen is vooral een kortetermijnzaak, niet alleen voor de particulier, maar ook voor pensioenfondsen. Je kunt wel proberen aandelen lang te kopen, maar je moet er kort mee omgaan. Als een aandeel een sein geeft dat het eruit moet, zul je dat ook moeten doen.

In de jaren negentig liepen de aandelen in de portefeuilles enorm op. Dat zeg ik niet alleen, dat zegt ook DNB. Dat komt omdat er een systeemfout zit in de benadering van de portefeuilles. Die ALM-studies zijn een belangrijk onderdeel van de verkwanseling van de pensioenreserves. Je kunt een ALM-studie vergelijken met een boot die vaart van IJmuiden naar Londen. Je zet het roer vast, met de belofte dat je met 35 knopen na verloop van tijd wel in Londen zult aankomen, maar tussentijds gebeurt er van alles. Dat wordt niet meegenomen in die studies. Ze leveren een schijnzekerheid op, met het idee dat dit soort studies statistiek zijn. Net werd aan de heer Boender de vraag gesteld wat hij van de crisis vond in 2008 en de 115 mld. Was er niets aan te doen? Hij gaf toch een wat ander antwoord dan ik eerder van hem heb gehoord. Hij heeft in het blad *Me Judice* in februari 2009 verteld dat de verdwenen pensioengelden de risico's van het vak zijn. Er is 115 mld. pensioengeld verdwenen! Dat is een negatie van het risico. Hij zei ook dat het een unieke dijkdoorbraak is. Eens in de 10 000 jaar doet zich dit voor. Dat vind ik een absoluut wereldvreemde benadering. Het is duidelijk dat risico wordt opgevat als statistiek. Het zat niet in het model.

**De voorzitter:** Mag ik u vragen om tot een afronding te komen? U bent inmiddels al twaalf minuten aan het woord. Ik heb gevraagd om een inleiding van vijf minuten. U wordt geacht dat verschil te kunnen zien, als u berekeningen maakt.

**De heer Bosch:** Ik kom tot een afrondende opmerking. Ik wil tot slot ingaan op het ftk. De ALM-studies worden door DNB voorgetrokken en geadviseerd. Er zitten verkeerde systemen bij het ftk. Het ftk instigeert dat er aandelen moeten worden verkocht, als de dekkingsgraad omlaag gaat. Omgekeerd, als de aandelen omhooggaan, waardoor de dekkingsgraad omhooggaat, mogen er aandelen worden gekocht. Dit is procyclisch. Zo-even is gezegd dat DNB niet procyclisch heeft gehandeld. Dat is mogelijk zo, maar de informatie die ik krijg van mijn contacten met de



pensioenfondsen is overigens anders. Het systeem is procyclisch. Het risicoconcept van DNB is fout en dat is heel spijtig. Het systeem moet echt compleet op de helling.

De heer Frijns heeft een mooi rapport geschreven, maar op één punt is hij toch wat – ik zou bijna zeggen – nalatig geweest, namelijk ten aanzien van het risicoconcept. Als het risicoconcept wordt aangepakt, moet het ftk ook flink onderuit. Dat mocht echter niet van de heer Donner. Er mocht geen rapport komen waarin een flinke mutatie van het hele systeem werd geadviseerd.

De **voorzitter**: Ik geef het woord aan de heer Van den Besselaar voor een aantal inleidende vragen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. We hebben net de heer Bosch gehoord, die probeerde in vijf minuten een korte inleiding te geven, maar daarvoor toch wat meer tijd nodig had. De voorzitter heeft het ook al geconstateerd: misschien zijn klokkijken en getallen niet zijn sterkste kant. Deze bijeenkomst is georganiseerd omdat er zo vreselijk veel commotie is ontstaan door de ZEMBLA-uitzending. In de position paper van de heer Bosch wordt met geen woord gerept van zijn rapport, dat de basis vormde voor die uitzending. Kan hij dat uitleggen? Het eerste wat hij hier zei, was dat hij niet wil ingaan op ZEMBLA. We zitten hier juist vanwege ZEMBLA. Ik wil dus dat hij er toch op ingaat.

De heer **Bosch**: Dat is goed. De heer Esmeijer heeft mij gevraagd in te gaan op de twee stellingen. Daar gaat het om. We zitten hier niet om een tv-programma te bekritisieren of om daarop in te gaan. We zitten hier om te kijken hoe we het beter kunnen doen voor de pensioendeelnemer. Uiteindelijk zitten we hier voor de pensioendeelnemer en niet voor een tv-programma. Ik heb niet gefigureerd in dat programma. De maker van het programma heeft mij gevraagd een onderbouwing te geven voor een programma dat zij wilden maken over het pensioengeld. Hij had mijn boek gelezen, maar hij miste een onderbouwing van de uitholling. In mijn boek staat hierover anderhalve pagina. Wat mij betreft, is dat ook niet zo heel erg belangrijk. Iedereen weet wat er is gebeurd; ik verwijs maar even naar 2002, naar de heer Rosenmöller en de heer Rutte, die ooit erop terug zou komen. Ik heb gezegd: sorry, dat is niet mijn pakkie-an. Het gaat om actuariële berekeningen, waar ik me niet aan waag. Ik weet wel het een en ander van beleggen. Ik heb dus gezegd dat hij op zoek moest gaan naar een ander.

De maker heeft dat gedaan, maar hij vond geen organisatie die een onderbouwing wilde geven van de cijfers. Blijkbaar wilde men daaraan zijn vingers niet branden. De maker kwam min of meer bidden en smeken of ik niet een opstelling kon maken. Met de nodige tegenzin heb ik dat gedaan. Helaas is daar wellicht een verkeerde berekening uitgekomen. Ik heb daarvoor mijn excuses gemaakt. Het punt is dat er wel een enorme uitholling heeft plaatsgevonden. Ik wijs erop dat mijn rapport is gestuurd naar DNB. Men zei daar dat men het niet helemaal gaat berekenen, maar dat het rapport van Bureau Bosch op hoofdlijnen akkoord is.

De **voorzitter**: Ik zie tien verbaasde gezichten, dus vraag ik het namens de commissie: wat heeft DNB precies gezegd over uw rapport?

De heer **Bosch**: U moet bij ZEMBLA zijn; ik heb het rapport niet aangeboden aan DNB. De makers van ZEMBLA waren blij met mijn rapport, maar wilden wel zeker weten dat hetgeen zij presenteerden, op hoofdlijnen hout sneed. Men heeft mijn rapport naar DNB gezonden en ik heb vernomen dat het op hoofdlijnen akkoord was. Het ging met name over de uitholling en het beleggingsbeleid.



De heer **Van den Besselaar** (PVV): U gooit een steen in de vijver en u veroorzaakt daarmee een enorme hoeveelheid reuring, een enorme golfslag. U noemt een tekort van 800 mld., dat door de uitholling is ontstaan. Dat is net zo veel als het bedrag dat nu als buffer aanwezig is. Wij hebben vanmorgen de heer Frijs gehoord. Hij vertelde dat er bij het ABP een zekere uitholling heeft plaatsgevonden. Dat is ook onderbouwd; 15 mld. door het minder afstorten van premie en 10 mld. door VUT-uitkeringen, in totaal 25 mld. Als we uitgaan van een derde van de totale markt, en het met 3 vermenigvuldigen, komen we al gauw tot een bedrag van 75 mld. à 80 mld. Dan zitten we echter niet aan 800 mld. Als u cijfers presenteert, mogen we toch verwachten dat deze een beetje de realiteit benaderen. U hebt ten slotte kennis van zaken. Uw cijfers stonden er zo verschrikkelijk ver vandaan, waardoor iedereen in Nederland ontzettend schrok en zich afvroeg wat er aan de hand is. Het is prima dat er wordt aangegeven dat er iets aan de hand is, maar dit is niet de manier om iets te presenteren.

De heer **Bosch**: Akkoord, ik ben het met u eens. Wij hebben een uitglijder gemaakt en dat is heel vervelend. Het is natuurlijk wel belachelijk dat deze cijfers nooit boven tafel zijn gekomen. Laten we de dingen niet verwarren. Deze cijfers hadden er moeten zijn! De parlementariërs hebben zitten slapen. Nu word ik erop aangekeken dat ik verkeerde cijfers heb gepresenteerd. U moet de dingen niet door elkaar halen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ik haal ze absoluut niet door elkaar, maar als u met cijfers gaat strooien...

De heer **Bosch**: Ja, ik weet het.

De **voorzitter**: De heer Van den Besselaar is aan het woord.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Als de cijfers een tienvoud van de werkelijkheid aangeven, zijn we niet op een goede manier bezig. Natuurlijk had het parlement ook wat kunnen doen. Dat ontken ik niet. We houden niet voor niets dit gesprek; we willen achter de waarheid komen. We willen weten wat er aan de hand is. De manier waarop de cijfers nu zijn gepresenteerd, is niet de wijze waarop we met elkaar omgaan. Dat moeten we ook niet willen.

De heer **Bosch**: Ik kan het alleen maar met u eens zijn. Ik heb gezegd wat ik heb gezegd en daar laat ik het bij.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. Als je met cijfers komt, moet je met zo goed mogelijke cijfers komen. De heer Bosch heeft veel kritiek op de pensioenfondsen. De uitholling is een feit. Het parlement heeft hierover vragen gesteld aan de minister. Twee maanden geleden heeft hij gezegd dat het bij het ABP gaat om 30 mld. Dat staat vast en is zeker. In het rapport van de heer Bosch staat op pagina 22 dat een gemiddeld percentage van 7,1% als rendement van de pensioenfondsen over de afgelopen twintig jaar niet slecht genoemd kan worden. Klopt deze bewering? Staat hij hierachter? Rechtvaardigt dit dan wel de fundamentele kritiek die hij levert?

De heer **Bosch**: Ik dank u voor deze vraag. Die 7,1% is op zich helemaal niet zo slecht; dat zeg ik inderdaad. U moet zich wel bedenken dat het gaat om een gemiddeld rendement per jaar, dat behaald is over een periode van twintig jaar, met name in de jaren negentig. Deze periode is de sterkste periode in vrijwel de hele beleggingshistorie. Men moet bij beleggen alles relatief bekijken. Die 7,1% had wellicht 8% kunnen zijn. Het verschil is misschien maar 0,9%. Als men echter bij een gemiddeld

vermogen van 700 mld. 0,9% extra had moeten maken, betekent dit in een periode van tien jaar minstens 50 mld. extra. Waarom is die 0,8% of 0,7% niet extra gemaakt? Dat komt wederom omdat er verkeerd is geadviseerd, met een strategische asset-allocatie die een verdeling had van 50/35/15, met 50% voor de aandelen. Ik zeg niet dat pensioenfondsen altijd minder in aandelen moeten zitten. Zo is het niet. Men moet telkens kijken naar de vraag wat op dit moment de meest verstandige asset-categorie is. 50% voor aandelen, zoals standaard werd geadviseerd door de ALM-studies, was in ieder geval niet verstandig. In 1999 is er 41,3% rendement gemaakt op aandelen. Toentertijd is er volop gewaarschuwd dat dit niet normaal is en dat er een terugslag zal komen. Die ALM-studies bleven echter adviseren om aandelen als hoogste asset-categorie aan te houden. Op dit moment is het inderdaad een tijd voor aandelen. We moeten telkens kijken wat het rendement is en wat het risico is. Dat is een voortdurend gegeven. Het risico doet zich telkens voor. Dat doet zich niet voor in een normaalverdeling, zoals wordt gebruikt in de ALM-studies. Ik versta onder risico een blootstelling aan een negatieve gebeurtenis, die zich al dan niet voordoet.

We moeten ons één ding goed bedenken: na de crises van 2002 en 2008 duurt het geen 10 000 jaar meer voordat er een volgende crisis komt. Ik voorzie dat er binnenkort weer een crisis komt, die wellicht een veel grotere impact heeft dan die van 2008. Waarom zal deze een grotere impact hebben? Ik wijs op een aantal factoren. In de eerste plaats zal onze wereld steeds meer globaliseren. Wat er elders gebeurt, voelen we hier direct. In de tweede plaats is de informatie die we hier krijgen wereldwijd op hetzelfde moment bekend. In de jaren zeventig waren de handelsvolumes op de New York Stock Exchange 12 mln. Nu gaat het om 1,5 mld. per dag. Als er iets negatiefs van omvang gebeurt, willen we allemaal door dezelfde deur naar buiten. Dan gaat het keihard omlaag. Ik houd mijn hart vast voor wat er in Europa gebeurt.

De heer **Ulenbelt** (SP): Ik dank u voor alle antwoorden op niet gestelde vragen. U zegt dat een beleggingsbeleidresultaat van 7,1% in de afgelopen twintig jaar niet slecht is te noemen. Als u echter aan het roer had gezeten, was het resultaat 0,9% hoger geweest. Als dat de uitkomst is, waren pensioenfondsen in het crisisjaar toch niet beter af?

De heer **Bosch**: In de eerste plaats zit ik niet aan het roer. Wij zijn adviseurs, maar wij adviseren niet met behulp van modellen. Ik zeg alleen dat de gebruikte modellen worden ingestoken door wiskundigen en actuarissen en dat is geen verstandige zaak. Er konden hogere rendementen worden behaald en er is 150 mld. uitgehold in de jaren negentig. Als dit niet was gebeurd en als men een betere assetmix had geadviseerd in de afgelopen tien jaar, hadden we helemaal geen pensioen crisis. Dan hadden we hier niet gezeten en hadden we niet hoeven korten. Er zijn twee ernstige fouten gemaakt. Het systeem moet worden aangepast, anders hebben we er niets van geleerd.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. De heer Bosch schetst een nieuwe crisis die op handen is. We zullen zien wat daarmee gebeurt. Tegelijkertijd pleit hij in zijn paper voor minder toezicht. Hij vindt dat de pensioensector is verstikt. Hij pleit eigenlijk wel voor meer risico; hij schetst een nieuwe crisis. Hij is het helemaal niet eens met de herstelplannen en hij vindt ze overdreven. Ze helpen zelfs de sector om zeep. Kan hij hierop reageren?

De heer **Bosch**: Absoluut. In de eerste plaats is het systeem procyclisch. In de tweede plaats wordt er weer gebruikgemaakt van de modellen in het ALM-gebeuren. Dat is twee handen op een buik. Als we de herstelplannen gebruiken en ervan uitgaan dat aandelen ongeveer 7% opbrengen,

vastrentend ongeveer 5% en onroerend goed 6%, zitten we ons weer op de bekende manier rijk te rekenen. We hebben herstelplannen, continuïteitsanalyses, wortelformules: de inkt van de rapporten is nog niet droog, of ze zijn alweer verouderd. Een pensioenfonds is geen model, maar een soort bedrijf. Hiermee raak ik aan iets wat de heer Frijns in het verleden ook heeft gezegd. Het model van het pensioenfonds is niet goed, want het is een soort taakorganisatie, bedoeld voor sociale partners. Het zou eigenlijk een financiële instelling op coöperatieve basis moeten zijn, bedoeld voor de pensioendeelnemers. Dat is een andere insteek. De organisatie is dus veel meer bedrijfsmatig en moet men niet via een model behandelen, zoals DNB doet. Dat past in de bekende afvinkcultuur, zoals anderen dat hebben genoemd. Het is natuurlijk ook lekker gemakkelijk om het in een model te kunnen afvinken, maar die aanpak werkt niet.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Ik heb nu gehoord wat u niet wilt, maar wat wilt u dan wel?

De heer **Bosch**: Dat vind ik een fantastische vraag.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Dank u wel.

De heer **Bosch**: Laten we ons realiseren dat een pensioenfonds in eerste plaats een risicomijdende instelling is. We moeten met een beperkte hoeveelheid risico toch een passende hoeveelheid rendement proberen te halen. Daarom steek ik de vinger op: kijk uit voor de klappen die we mogelijk in de toekomst krijgen. Die zijn niet gering en worden steeds groter. We moeten ons erop voorbereiden om daarmee om te gaan. Laten we dan geen wiskundige modellen toepassen. Laat actuarissen en wiskundigen niet de strategische asset-allocaatie plegen, maar pas balansbeheer toe, net als in het bedrijfsleven. Kijk goed naar de activa en de passiva. Gebruik «diligence» en vooral je gezond verstand. Pas het risicoconcept aan, want het ftk is niet goed. Bezie ook de rol van DNB en maak langs die lijnen de pensioensector robuuster. In het kader van de uitholling zeg ik: handen af van het pensioengeld! Dat behoort aan de pensioendeelnemers.

Op dit moment zitten we in een belangrijke fase. Welke kant gaan we op met ons systeem? We kunnen ervoor kiezen om het huidige «defined benefit»-systeem voort te zetten, maar we moeten ons wel realiseren dat we in een uitkeringsfase komen en we wellicht moeten korten. De pensioenleeftijd moet omhoog, et cetera, et cetera. Dat is een lastige zaak. We kunnen overstappen, zoals in het pensioenakkoord wordt genoemd, naar «defined contribution» op collectieve basis. We moeten ons wel realiseren dat we daarmee het generatieconflict niet oplossen. De pensioendeelnemers worden zich aardig bewust van de solidariteit die ze moeten opbrengen. Solidariteit is natuurlijk prachtig, maar als men denkt dat de pensioengelden worden afgeroomd, is het gauw gedaan met die solidariteit.

Onze samenleving is een geïndividualiseerde samenleving. Die individualisering doet zich overal voor, in de zorgsector en in de pensioensector. Probeer daarom een streep te zetten onder het huidige systeem. Kijk naar wat er in het Verenigd Koninkrijk is gebeurd. Daar kan ik nog een heel verhaal over vertellen, maar dat zal ik nu niet doen. Ik adviseer IDC (individual defined contribution), waarbij ieder zijn eigen pensioenpot heeft. Probeer op die manier op een professionele basis binnen het fonds met dat geld om te gaan.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Het zijn nogal wat uitspraken: de vakbonden zijn akkoord gegaan met lage premies; de koepels zijn paladijnen geweest van vakbonden; de pensioendeelnemers zijn nu

wakker; de Kamer dit, de journalisten dat. Gelukkig zijn er nu veel journalisten. De heer Bosch zegt dat het systeem fundamenteel fout is. Hij geeft net aan wat er moet gebeuren, maar hij heeft nog geen antwoord gegeven op de vraag waarom het systeem in het verleden fundamenteel fout is gegaan.

Ik volg de analyse van de heer Bosch wel. Ik denk dat het best een goede analyse is. Alleen kan ik niet zo veel met zijn antwoorden. Kan hij ook nog iets zeggen over de EU-risico's?

De heer **Bosch**: U vraagt in de eerste plaats hoe het komt dat het systeem is fout gelopen. Wilt u het lange of het korte antwoord?

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Het korte.

De heer **Bosch**: Het korte antwoord is dat wij in dit land apetrots zijn op het verschijnsel Tinbergen en daarom gaandeweg steeds meer in het wiskundige gebeuren zijn geraakt. Oorspronkelijk komt dit voort uit de verlichting, met termen als de «homo economicus» en de «Onzichtbare Hand», het streven naar een evenwicht. De modellen verwijzen allemaal naar een evenwicht, het verwachte rendement op termijn op basis van een evenwicht, de normaalverdeling. Er doet zich geen evenwicht op de financiële markten voor. De heer Jaap Bikker van DNB heeft in het laatste nummer van Pensioen Bestuur & Management gezegd – ik ben daar heel blij mee – dat dit evenwicht zich niet goed voordoet. Wie a zegt, moet ook b zeggen. Het betekent eigenlijk dat we een keer twee strepen moeten zetten door de modellen die we in de afgelopen decennia hebben omhelsd. We moeten proberen weer eens met gezond verstand tegen rendement en risico aan te kijken. Nogmaals, het duurt geen 10 000 jaar meer tot de volgende crisis.

U kon niet zoveel met mijn antwoorden. Ik maak graag een individuele afspraak met u, zodat ik u kan bijpraten.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dat zullen we dan bekijken. In uw position paper schrijft u dat we de pensioensector robuuster moeten maken tegen EU-risico's. Hoe kunnen die EU-risico's worden ondervangen?

De heer **Bosch**: Ik ben helemaal niet blij met wat er op dit moment gaande is in Europa met de euro. Het is het bekende verhaal van de Zuid-Europese landen en de enorme schuldenberg. Het is het bekende: «extend and pretend». We hopen en bidden dat dit goed gaat. We gaan naar mijn idee langs de rand van de afgrond. Er hoeft niet zo vreselijk veel te gebeuren, of we vallen erin. Nederland is een van de weinige landen in Europa die 750 mld. pensioengeld bij elkaar heeft gebracht. Als er geld moet worden opgehoest voor Europa, dat op dit moment met veiligheidsspelden aan elkaar hangt, is Nederland een van de landen die daarvoor in aanmerking komt. Dan wordt er van twee kanten gelikt aan die 750 mld. en dat vind ik geen goede zaak.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Ik probeer de heer Bosch te begrijpen, maar dat is best lastig. Hij zegt dat veel zaken niet kloppen. DNB klopt niet, het ftk klopt niet en de wiskundigen kloppen al helemaal niet en moeten eruit worden gegooid. De ALM-modellen kloppen niet, de politiek heeft zitten slapen en de overheid moet vooral haar excuses aanbieden. Ik ben er ongetwijfeld een tiental vergeten. Tegelijkertijd zegt hij dat Nederland het enige land is dat 750 mld. heeft gespaard. Bovendien is 7,1% over de tijd genomen nog niet zo slecht. De pensioenleeftijd moet omhoog en er zullen klappen vallen. We zullen met meer onzekerheden moeten leven. Aan de ene kant bevestigt hij het beeld dat veel mensen hebben, namelijk dat niets en niemand te vertrouwen is,

aan de andere kant zegt hij dat we het zo slecht nog niet doen. Dat is een volstrekt dubbele boodschap.

De heer **Bosch**: Dank u wel voor deze interessante vraag. We zijn gewend om ons pensioensysteem het beste ter wereld te noemen, maar zolang we niet in staat zijn om te indexeren, kunnen we daar een groot vraagteken bij zetten. Op zich is die 7,1% helemaal niet zo slecht, maar het had hoger moeten en kunnen zijn.

Dan kom ik bij mijn kritiek op de diverse partijen. Volgens mij zeg ik niets nieuws. In de afgelopen periode is mij van verschillende kanten bevestigd dat het zo is geweest. Het is natuurlijk niet zo gek en ik kan het ook ergens wel billijken dat het is gebeurd. Wij, ikzelf ook, hebben een roze bril opgehad. ICT kwam op in de jaren negentig. Ik organiseerde seminars en een van de sprekers zei dat we in een nieuwe wereld kwamen met veel hogere rendementen. Ik zeg echter nogmaals dat die pensioengelden niet van de overheid waren. Ze waren ook niet van de sponsor of van de vakbonden. Daar past een excuus. Laten we de zaak niet verdraaien, want dat is zo gebeurd.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Er is echter een groot verschil tussen het volstrekt afkraken van het hele systeem en kritiek hebben op wat er is gebeurd. Ik vind dat iedereen die werkzaam is in welke rol dan ook, zijn verantwoordelijkheid moet nemen. Volgens mij vindt u dat ook. U hebt dat ook een aantal keren gezegd. Op onderdelen volg ik u wel, als u het hebt over procyclisch beleid of als u kritiek uit op hoe men er in het verleden mee is omgegaan of als u het hebt over wat er in de jaren negentig is gebeurd met de premies. Dat is waar. Uw conclusie echter dat alles overhoop moet of dat niemand deugt, zou ik niet trekken. Ik vind de manier waarop u dat vandaag brengt buitengewoon disproportioneel.

De heer **Bosch**: Dat is toch niet zo bedoeld. U zegt dat die pensioengelden zo mooi zijn, maar ik wil wel herinneren aan degenen die dat pensioengeld hebben opgebracht. Dat zijn de pensioendeelnemers, wij allemaal. Dat was onderhavig aan ons systeem. Dankzij de pensioengelden van de pensioendeelnemers hebben we deze prachtige potten. We staan voor de opgave deze potten zo goed mogelijk te verdedigen en voor de toekomst beschikbaar te stellen aan de pensioendeelnemers. Dan strijden wij voor een gezamenlijke zaak. Wat dat betreft, is er geen verschil.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik probeer echt door de woorden van de heer Bosch heen te luisteren. Nogmaals, hij geeft een aantal goede punten aan. Fundamenteel onjuist is echter dat hij aan de ene kant zegt dat er sprake is van afbraak, terwijl er aan de andere kant toch 700 mld. is opgebracht. Dat is niet met elkaar te rijmen.

De heer **Bosch**: We zijn het toch eens? De heer Rutte en de heer Rosenmöller hebben in 2002 al gezegd dat er uitholling heeft plaatsgevonden. Daar is toch geen discussie over?

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dat ontkent ook niemand.

De heer **Bosch**: Dat is wat ik in anderhalve pagina van mijn boek heb omschreven. Het gaat erom dat het systeem niet goed is. Het risicoconcept dat we hanteren is niet goed. Daarover maak ik me ernstige zorgen. Als we dat niet aanpassen, gaan we de mist in.

De **voorzitter**: Tot slot heb ik een paar korte vragen en ik hoop op een kort antwoord. Welke waarschuwing hebt u zelf gegeven tussen 1995 en 2008?

De heer **Bosch**: Ik heb een aantal keren een column geschreven in Het Financieele Dagblad. Ik moet wel zeggen dat ik niet alziende ben. We zeiden allemaal, ook op onze seminars, dat het niet normaal was. We waren niet de enigen die zeiden dat het niet goed was. Ik heb aangegeven dat ik veel moeite had met de ALM-modellen.

De **voorzitter**: Het gaat mij om de adviezen die u hebt gegeven. Er is meer kritiek geweest op de ALM-modellen; u was zeker niet de enige. Ik vind het lastig om op dit moment alternatieve instrumenten te zien, maar ik snap het wel. Hebt u in 1995 of in 2000 tegen pensioenfondsen gezegd wat ze moesten doen?

De heer **Bosch**: Dat is een hele tijd geleden. Wij geven geen beleggingsadviezen. Wij selecteren vermogensbeheerders en wij kijken mee of de asset-allocatie correct is, voor zover mogelijk samen met de vermogensbeheerder.

De **voorzitter**: U bent heel scherp in uw paper. U zegt dat de asset-allocatie niet klopt en dat men veel meer in obligaties had moeten beleggen in plaats van in aandelen. U vindt dit nu, maar was dit ook uw advies aan de verschillende fondsen rond 1995, 2000, 2005? Of hebt u alleen de in uw ogen juiste vermogensbeheerders geselecteerd?

De heer **Bosch**: Het zou idioot zijn als ik zeg dat ik de enige was die dit correct heeft geadviseerd. Tijdens het schrijven van mijn boek ben ik een aantal dingen veel scherper gaan zien.

De **voorzitter**: Maar u hebt het destijds dus niet geadviseerd?

De heer **Bosch**: Daar kan ik geen uitspraak over doen. Waarom moet ik daarover een uitspraak doen?

De **voorzitter**: U zegt dat men in obligaties had moeten zitten. Dan vind ik het interessant of u dat tien jaar geleden ook vond en of u dat toen actief hebt meegedeeld. Dat maakt uw verhaal in mijn ogen een stuk geloofwaardiger.

De heer **Bosch**: Ik schrijf nogal vaak in Het Financieele Dagblad en ik meen me te herinneren dat ik een column heb geschreven waarin ik heb gewaarschuwd.

De **voorzitter**: Dan hoop ik terug te kunnen vinden wat u uw cliënten heb geadviseerd.

Ik deel uw ongenoegen over de Europese oplossing. We lopen behoorlijke risico's. De risico's zijn misschien niet groot, maar als ze zich voordoen, kunnen ze grote gevolgen hebben. Wat zou u een pensioenfondsbestuur nu adviseren, zodat het fonds ervoor kan zorgen dat dit risico de portefeuille niet raakt? Het is gewoon maar een vraag; het wordt nu opgetekend en dan kunnen we het over vijf jaar goed checken.

De heer **Bosch**: De assetmix is nooit constant en moet voortdurend worden aangepast aan rendement en risico. Obligaties kunnen een gevaarlijke zaak zijn, zeker als men in Griekse obligaties gaat. Men loopt dan een tegenpartijrisico. Men moet heel goed bedenken in welke soort vastrentende waarden men gaat. Er zijn absoluut vastrentende waarden die wel zijn aan te bevelen. Bij een assetmix moet men in de eerste plaats goed kijken naar de verplichtingen, de bekende matching- en returnportefeuille. We noemen dat met een goed woord «barbellings» van de portefeuille. Men richt daarbij een belangrijk deel van de portefeuille zo risicomijdend mogelijk in. Met een bepaald gedeelte van de portefeuille



probeert men rendement te halen die nodig is voor de dekkingsgraad. Een advies voor een assetmix is in de eerste plaats natuurlijk aan de vermogensbeheerder en is afhankelijk van het profiel van een pensioenfonds. Hoe kunt u dat aan mij vragen? Het is allemaal individueel. Het hangt af van het profiel van het fonds en zijn risicobewustzijn en risicobereidheid.

De **voorzitter**: Dat deel ik, maar in uw rapport schrijft u duidelijk welke mix het Nederlandse pensioenfonds had moeten hebben. Als u die bewering doet, kunt u nu toch niet zeggen dat het afhangt van allerlei variabelen? U hebt het over de mix van 50/35/15. Ik vraag naar een gemiddeld fonds. Ik hoor nu een of twee dingen die ik niet moet doen. Ik moet niet in Griekse obligaties; dat hadden mensen misschien drie jaar geleden willen horen. Wat moet ik wel doen?

De heer **Bosch**: Ik denk dat ik dat toch redelijk heb omschreven. Je kunt niet in het algemeen zeggen wat je wel moet doen. Ik zeg alleen dat het deel aandelen in de algemene mix van 50/35/15 op dat moment veel te hoog was. Dat was modelmatig, via een automatisme, aangegeven in de ALM-studies en wellicht ook in de regelgeving. Ik kan niet op individuele basis zeggen wat op dit moment zinvol is.

De **voorzitter**: Dank u wel. Ik dank u voor uw bereidheid om hier te komen.

De vergadering wordt van 12.55 uur tot 13.30 uur geschorst.

#### **Gesprek met: de heer Swinkels (Robeco) en de heer Blitz (Robeco)**

De **voorzitter**: Ik heet de heer Swinkels en de heer Blitz van harte welkom, die hier namens Robeco zijn. We zijn blij dat zij zijn gekomen. Wij volgen dezelfde procedure: ik geef hun een aantal minuten de tijd om een en ander toe te lichten, waarna de leden vragen zullen stellen.

De heer **Swinkels**: Voorzitter. Wij willen ons eerst voorstellen en daarna een toelichting geven op het stuk dat wij hebben geschreven.

De heer **Blitz**: Voorzitter. Mijn naam is David Blitz. Ik ben 37 jaar en vijftien jaar werkzaam bij Robeco in beleggingen. Bij Robeco geef ik leiding aan een team van onderzoekers dat beleggingsstrategieën ontwikkelt, die geïnspireerd zijn op de academische literatuur. Daarbij schuwen wij overigens het gebruik van kwantitatieve modellen niet. Daarnaast ben ik begin deze maand gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit op een proefschrift over benchmarking, oftewel het evalueren van beleggingsprestaties. Dat is naar mijn mening ook relevant in deze discussie.

De heer **Swinkels**: Mijn naam is Laurens Swinkels. Ik werk vandaag op de kop af zeven jaar bij Robeco. Ik houd mij bezig met strategische beleggingsvraagstukken voor onze institutionele relaties. Dat zijn vooral pensioenfondsen. Daarnaast werk ik een dag per week bij de Erasmus Universiteit als universitair docent. Voordat ik bij Robeco begon te werken, heb ik mijn proefschrift in Tilburg geschreven, waar ik ook econometrie heb gestudeerd. Dat proefschrift ging ook over institutionele beleggingstrategieën.

De **voorzitter**: Dank u voor uw introductie. Wellicht kunt u een inleiding van een minuut of vijf tot zeven houden, waarin u ook kort aangeeft wat u in de papers hebt geschreven die u naar ons hebt gestuurd, zowel de paper over het rapport van Bosch dat u publiek hebt gemaakt als de position paper van vandaag.



De heer **Swinkels**: Dan beginnen we maar even bij het rapport van Bosch, dat vooral terugkijkt op het verleden. Bureau Bosch begint met te stellen dat in de afgelopen decennia te weinig premie is betaald. Dat onderschrijven wij en daarin zijn we het dus met de heer Bosch eens. Als wij kijken naar de cijfers van Bosch in zijn initiële analyse, zien wij dat er op die cijfers het een en ander valt aan te merken. Sterker nog, we zien dat zij heel erg fout waren, maar ook dat er te weinig betaald was. De richting klopt dus, maar de omvang is onjuist. Dit was al heel lang geleden bekend en sinds de invoering van de nieuwe Pensioenwet en het financieel toetsingskader worden pensioenfondsen al langere tijd gedwongen om weer een kostendekkende premie te betalen. Dat is vooral iets wat in het verleden waarschijnlijk verkeerd is gegaan. Naar mijn mening is het probleem erkend en zal het voor de toekomst geen groot issue meer zijn dat een kostendekkende premie voor nieuwe pensioenaanspraken wordt geheven.

Een andere stelling van Bosch is dat pensioenfondsen een slecht beleggingsbeleid hebben gevoerd. Daarmee zijn wij het niet eens. Het eerste punt dat hij aanvoert, is dat pensioenfondsen te veel risico hebben genomen en dus te risicovol hebben belegd. Ik denk dat dit vooral een stelling is van «beleggen met de wijsheid van achteraf», zoals men hiervoor ook al probeerde te constateren. De afgelopen 20 jaar hebben de pensioenfondsen een mooi rendement van ongeveer 7% laten zien, waarvan over het algemeen wordt uitgegaan. Het advies dat ik impliciet heb afgeleid uit het stuk dat Bosch in eerste instantie presenteerde, is dat pensioenfondsen minder risico moeten nemen. De vraag is echter of dat in de toekomst wel het benodigde rendement zal opleveren om de pensioenen in Nederland betaalbaar te houden. Met terugwerkende kracht was het misschien niet altijd even gelukkig om in die aandelen belegd te hebben, maar voor de toekomst zal minder risico nemen geen goede uitweg zijn, omdat er dan simpelweg te weinig rendement wordt behaald om voldoende pensioen te kunnen uitkeren.

Bosch noemde nog een punt dat daarmee samenhangt, namelijk dat pensioenfondsen binnen die categorie dan ook nog eens slecht belegd hebben. Zijn vergelijking daarbij tussen de daadwerkelijke performance en een benchmark is volledig willekeurig. Wij kunnen ons er zeker niet in vinden dat dit een juiste vergelijking is. Het had even goed andersom kunnen uitpakken. In ons stuk hebben wij al duidelijk gemaakt dat een vergelijking met beleggen in Europa heel anders is dan met beleggen wereldwijd, zoals volgens mij de meeste pensioenfondsen in Nederland doen. Kortom, wij onderschrijven alleen dat in het verleden te weinig premie is betaald, dat het geen issue meer is voor de toekomst en dat de beweringen over het beleggingsbeleid niet heel veel toevoegen aan wat al eerder in rapporten van Frijs en in onderzoek van DNB daarover naar voren is gekomen. Daar voegt de discussie van de heer Bosch niets aan toe.

Kijken we naar de toekomst, dan is het wel belangrijk om te proberen iedereen te laten beseffen dat pensioenen per definitie niet risicoloos zijn. Het gaat over de lange termijn en op de lange termijn zijn er altijd risico's. Wel moeten we, gezien het verleden, erover nadenken hoe we het pensioensysteem zo robuust mogelijk kunnen houden. Een van de belangrijke elementen daarin is naar mijn mening hoe voldoende rendement kan worden gemaakt om de pensioenen betaalbaar te houden. Als we te veilig gaan beleggen, zullen de pensioenen te karig worden. Op dit moment is echter onduidelijk wie precies welke risico's in het pensioencontract draagt. Daarom verdient het aanbeveling om jongeren explicieter dan nu het geval is meer risico te laten nemen en de ouderen of gepensioneerden juist minder. Er moet dus meer risicodifferentiatie komen. Dat moet ook expliciet worden gemaakt, zodat mensen beter weten waar ze aan toe zijn en daar eventueel actie op kunnen ondernemen om te zorgen dat ze niet in de problemen komen. Wij stellen dan

ook meer risicodifferentiatie met verschillende leeftijdsgroepen voor om een beter pensioensysteem in de toekomst mogelijk te maken.

De **voorzitter**: Hebt u daaraan wat toe te voegen?

De heer **Blitz**: Nee.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. Wij hebben zojuist een cursus achteraf beleggen gekregen, maar ik wil graag even vooruit kijken. Wat verstaat de heer Blitz onder nut en noodzaak van beleggingsbeleid? Hoe ziet dat er wat hem betreft uit? Een particuliere belegger wordt al zenuwachtig als hij drie maanden lang een lage aandelenkoers ziet. Op welke basis belegt de heer Blitz? Ziet hij een trend voor de lange termijn, waarbij de rente daalt en het structurele rendement op aandelen lager is? Gaan we naar een situatie waarin obligaties meer renderen dan aandelen? Hoe moet een beleggingsbeleid eruit zien? Ik denk hierbij aan voedsel, olie, gas, wapenindustrie en – zoals sommigen zeggen – schoolgebouwen. Heeft de heer Blitz daar opvattingen over?

De heer **Blitz**: Laten we beginnen met obligaties. Als je nu een tienjarige Nederlandse staatsobligatie koopt, krijg je een rendement van ongeveer 3,5% tot 4%. Dat is vrij zeker: als je dat ding aanhoudt tot de afloop over tien jaar, weet je dat je dat rendement ongeveer gaat maken. Dat is een stuk minder dan het rendement van ongeveer 7% dat pensioenfondsen in het verleden hebben behaald. Zou je alleen in obligaties beleggen, dan moet je de pensioenambitie flink naar beneden bijstellen. Dan kun je bijvoorbeeld de indexatie vaarwel zeggen, dat wil zeggen het verhogen van de pensioenen met de prijsinflatie. Een andere optie is dan om de premies enorm te verhogen. Daar komt het, kort gezegd, op neer. Om die reden kijken pensioenfondsen terecht verder dan alleen naar obligaties. Aandelen zijn dan het alternatief, waarin pensioenfondsen ook veel beleggen. Aandelen laten op de langere termijn hogere rendementen zien dan obligaties. De universiteit van Yale en de London Business School hebben in landen wereldwijd over langere periodes in het verleden – ze gaan tot 100 jaar terug – bekeken wat het rendement op aandelen is geweest en dat blijkt vrij structureel hoger uit te vallen dan het rendement op obligaties.

Helaas is dat rendement niet zonder risico en dat heeft de afgelopen periode ook duidelijk gemaakt. Er is geen garantie dat je met aandelen meer rendement haalt: niet alleen over een periode van drie maanden, maar ook over een periode van tien jaar kan het rendement lager zijn. Zelfs over een periode van 20 jaar of langer kan het rendement lager zijn. Dat is het risico dat je bereid moet zijn te nemen voor dat verwachte extra rendement.

Pensioenfondsen zoeken naar de balans tussen de hoeveelheid aandelen en obligaties en over de afgelopen periode hebben ze daarin naar mijn mening op zichzelf een verstandige keuze gemaakt. Terugkijkend hadden ze misschien beter meer in obligaties kunnen beleggen, maar dat is wijsheid achteraf. Helaas heeft niemand een kristallen bol. Als beleggingsadvies voor de toekomst hebben we daar ook heel weinig aan.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): De pensioenfondsen zoeken ook altijd een manier om het inflatierisico af te dekken. Kunt u daar iets over zeggen?

De heer **Swinkels**: Dat is meteen een heel moeilijke vraag, want dat is precies de zoektocht waarmee wij samen met onze klanten bezig zijn. Dat is ons werk. Er zijn alternatieven waarmee je kunt proberen om het inflatierisico, een belangrijk risico in het pensioencontract, zo goed mogelijk op te vangen. Instrumenten als inflatiegerelateerde obligaties

kunnen dat risico voor een gedeelte afdekken. Ook daarop is het verwachte rendement niet erg hoog, want het zijn obligaties, maar daarmee dek je wel een bepaald risico af, namelijk een toename van de inflatie. Deze inflatiegerelateerde obligaties zijn echter alleen, in ieder geval in Europa, uitgegeven door Duitsland, Frankrijk, Italië en Griekenland. Ik ben niet bij de hele discussie hiervoor aanwezig geweest, maar mij lijken Duitsland en Frankrijk nog het veiligst van die landen. Het gaat echter om een heel beperkte hoeveelheid obligaties, waarmee we zeker niet alle pensioenverplichtingen in Nederland tegen dat inflatierisico kunnen verzekeren. Aan de hand daarvan kun je ook verder kijken dan alleen de obligaties door bijvoorbeeld te beleggen in grondstoffen. Als de olieprijs omhoog gaat, betekent dat vaak ook dat er prijsstijgingen in Nederland zijn. Als je daarin belegt en de prijzen vervolgens omhooggaan, heb je dus een hoger beleggingsrendement en kun je inflatie daarmee gemakkelijker compenseren. Maar ook dat is een indirecte relatie die maar opgaat voor één geval van inflatiebron, namelijk een stijging van de grondstoffenprijzen.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): In de pensioenwereld kennen we een aantal verplichte zaken: verplicht pensioensparen, verplichte winkelnering bij het pensioenfonds van de werkgever en het ontbreken van directe invloed op de beleggingskeuzes van het risico-beheer van de pensioenfonds. Ik vraag mij af of er voldoende prikkels voor de fondsen zijn om het hoogste rendement te halen tegen de laagste kosten. Die vraag is vanmorgen ook al even aan bod geweest: gaat het niet te makkelijk? Alles is er, dus er zijn geen prestatie-indicatoren waarmee de fondsen kunnen worden vergeleken. Wordt het wat u betreft geen tijd om die verplichtstellingen onder de loep te nemen en om meer en direct invloed op die beleggingen te kunnen uitoefenen? Ik kan me voorstellen dat die roep wat meer gaat ontstaan. Kunt u iets zeggen over hoe dat in andere landen gaat? We hoorden vanmorgen dat in Finland de fondsen heel erg op elkaar gaan lijken, omdat ze allemaal hetzelfde gaan beleggen. Kunt u daar iets over zeggen?

De heer **Swinkels**: Niet over Finland helaas, daarvoor ken ik de situatie niet goed genoeg. Uw vraag is eigenlijk of er voldoende concurrentie bij pensioenfonds is om het hoogste na te streven. Dat is in ieder geval de eerste vraag.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Ja, en deelnemers kunnen er niet uit. Daardoor kunnen zij geen invloed uitoefenen door te stemmen «met de voeten» en een andere uitvoerder te zoeken. Welke gevolgen heeft dat voor de rendementen? Kunnen die beter? Wordt wat u betreft voldoende gestreefd naar het hoogste rendement tegen de laagste kosten? Of is concurrentie beter?

De heer **Swinkels**: Bij de pensioenfonds waarmee ik praat, is daar zeker geen sprake van. U suggereert dat niet naar voldoende rendement wordt gestreefd, maar pensioenfonds, en sowieso de deelnemers en de verantwoordingsorganen, vergelijken zich heel vaak met elkaar. De governance bij pensioenfonds is dus wel degelijk ook verbeterd. Misschien ging het er allemaal wat dat betreft in het verleden gemakkelijker en wat losjes aan toe. Ook daartegen is al opgetreden en de besturen van pensioenfonds moeten zich wel degelijk verantwoorden aan het intern toezicht dat bij alle pensioenfonds opereert. Dat is vaak een deelnemersraad. Ik denk dat er wel degelijk heel veel prikkels in het systeem zitten, waardoor pensioenfonds proberen het beste rendement te krijgen en hun pensioenregelingen tegen de laagste kosten uitgevoerd te krijgen. Daar deel ik uw zorg niet helemaal.

Wij hebben bij Robeco ook individuele regelingen, individuele defined contributions, beschikbare premierregelingen en daar doelt u wellicht ook op. We zien dat ongeveer 95% van de deelnemers in die regelingen het beleggingsbeleid volgt dat het pensioenfonds als standaard heeft aangemerkt. Zij willen zelf dus niet heel veel vrije keuze in het beleggingsbeleid. Daarmee is het de verantwoordelijkheid van het pensioenfonds, ook al biedt het een individuele regeling aan, te zorgen voor een goed standaardbeleggingsbeleid omdat de meeste deelnemers dat overnemen en helemaal niet zitten te wachten op die individuele keuze tussen aandelen, obligaties of een ander fonds.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Wat verstaat u onder «standaardbeleggingsbeleid»?

De heer **Swinkels**: Een standaardbeleggingsbeleid is life cycle, levensloopbeleid in het Nederlands, waarin deelnemers die nog jong zijn meer in aandelen beleggen en minder in obligaties en hun risico's afbouwen en richting pensioeninkoop beleggen naarmate de pensioendatum nadert. Zo hebben ze minder risico als zij pensioen inkopen. Er is dus differentiatie naar verschillende leeftijden binnen zo'n DC-systeem.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. We hebben vanmorgen één zekerheid meegekregen van de heer Bosch en dat is dat wij binnen 10 000 jaar weer een crisis krijgen. De heer Boender heeft gezegd dat pensioenfondsen eigenlijk een verdeling moeten hebben tussen passief en actief in een verhouding van 70–30. Deelt de heer Blitz die mening?

De heer **Blitz**: Ik denk dat je daar geen standaardpercentage op kunt plakken. Er zijn argumenten voor passief beleggen, maar ook voor actief beleggen. Pensioenfondsen maken gebruik van beide mogelijkheden in de praktijk. Op grote schaal wordt passief belegd, maar ook worden hoge bedragen actief belegd. Pensioenfondsen zijn daar gelukkig niet dogmatisch in en daarom zou het naar mijn mening onverstandig zijn te zeggen dat passief dan wel actief altijd beter is. In elke situatie moet je beoordelen hoe aantrekkelijk de passieve alternatieven zijn versus de actieve mogelijkheden die worden aangeboden.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voor de nominale toezegging heb je een bedrag nodig. Ik kan me voorstellen dat je dat gedeelte redelijk passief doet en dat je voor het gedeelte voor de indexatie redelijk actief opereert.

De heer **Blitz**: Dan denk ik dat ik u zojuist verkeerd heb begrepen. Een gebruikelijk beleggingsbeleid bij pensioenfondsen is om tegenwoordig een risicomijdende, of in uw termen een passieve, portefeuille te onderscheiden die erop gericht is de nominale verplichtingen veilig te stellen en daarnaast een meer actieve, rendementgerichte portefeuille te hanteren om indexatie na te streven. Die manier van denken is er de afgelopen jaren, ook met het financieel toetsingskader, ingesleten bij pensioenfondsen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Maar dan is de verhouding meer afhankelijk van het deelnemersbestand en van de aard en inhoud van het fonds.

De heer **Blitz**: Dat hangt van allerlei aspecten af. Een oud pensioenfonds met veel gepensioneerden zal defensiever beleggen. Maar het hangt ook van de dekkingsgraad af. Als je dekkingsgraad 150% is, kun je je meer risico's permitteren dan wanneer die 105% is en je net op het randje zit.

De heer **Swinkels**: Ook de sterkte van de sponsor kan daarbij een rol spelen. Als deze meer bereid is om bij te storten, kan dat er ook toe leiden dat je meer risico kan nemen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ik heb nog een vraag die voortvloeit uit de position paper. Daarvoor ga ik toch weer terug naar het rapport van Bosch, met name de passage over de 146 mld. underperformance. Die is gebaseerd op de index Europa. Zou de wereldwijde index worden toegepast, dat komt u uit op een outperformance van 1,5%. Zou u daar een bedrag aan kunnen koppelen? U gaf aan dat die veel realistischer is, omdat de meeste pensioenfondsen ook wereldwijd beleggen.

De heer **Blitz**: De heer Bosch vertaalt 0,8% underperformance in ongeveer 150 mld. Als je 1,5% outperformance hebt, zou je daarmee ongeveer het dubbele aan outperformance hebben behaald. Die cijfers zijn allemaal erg kort door de bocht; als je hoge bedragen over langere periodes doorvermenigvuldigt, kun je alles eruit krijgen wat je wilt. Het belangrijkste is dat de vergelijking die Bosch maakt naar onze mening veel te kort door de bocht is. Hij pakt in feite de eerste de beste index erbij, terwijl wij laten zien dat je met een andere index, die representatiever lijkt voor wat pensioenfondsen daadwerkelijk doen, de omgekeerde conclusie moet trekken.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Maar nu even los van de getallen: wat zou nu zo'n beetje gemiddeld genomen de uitkomst geweest zijn: underperformance of outperformance?

De heer **Blitz**: Bedrijfstakpensioenfondsen zijn bijvoorbeeld verplicht om elk jaar een zogenaamde Z-score te berekenen om hun prestaties ten opzichte van een van tevoren gedefinieerde benchmark te evalueren. Als ze dan onder de maat scoren, kunnen de aangesloten bedrijven uit het fonds stappen. In de praktijk scoren die bedrijfstakpensioenfondsen vrij goed en stappen de aangesloten bedrijven zelden of nooit uit als gevolg van een tegenvallende performance. Ik denk dat je kunt concluderen dat er in het algemeen goed is belegd door pensioenfondsen en wellicht eerder een outperformance dan een underperformance wordt behaald.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Ik ben geen gepromoveerd econoom, dus hoop ik dat u het mij vergeeft als ik een rekenfout maak. In uw position paper zegt u dat voor de toekomst eigenlijk rekening moet worden gehouden met doelgroepen. Dat klinkt heel goed. Het is al eerder aan de orde geweest dat jongeren meer risico kunnen lopen dan ouderen, omdat deze verwachten dat zij een zeker pensioen hebben, naar mijn mening terecht, voor wat zij allemaal inleggen.

Nu gaan wij naar een situatie van enorme vergrijzing. Je zou dus verwachten dat pensioenfondsen daarop inspelen en minder risico nemen. Tegelijkertijd stelt u in uw bijdrage dat dit onverstandig zou zijn, omdat zij dan niet het rendement behalen dat zij willen verwachten. Dat staat toch haaks op elkaar? Hoe komen we hieruit? Of moeten dan toch de premies omhoog?

De heer **Swinkels**: Als je het levenscyclusbeleid voor individuen doortrekt naar een hoger niveau voor pensioenfondsen, zou je ook verwachten dat jongere pensioenfondsen een risicovoller beleid voeren dan de grijzere pensioenfondsen. Als ze allemaal grijs worden, zou het gemiddelde beleggingsbeleid wat risicomijdender worden. Dat ben ik met u eens, maar het probleem is alleen dat een jongere niet zoveel aan die boodschap heeft. Hij is namelijk verplicht deel te nemen aan zo'n grijs pensioenfonds en hij wordt daardoor gedwongen om iedere euro aan pensioenpremie tegen die vrij risicomijdende mix in te leggen, omdat het

gemiddelde nu eenmaal heel grijs is. Ik denk niet dat die euro premie die een jongere op zijn 25ste inlegt het best voor 90% in staatsobligaties wordt belegd. Daarom pleit ik voor meer risicodifferentiatie, zodat jongeren juist wel risico kunnen blijven nemen, terwijl de ouderen begrijpelijk minder risico willen nemen omdat ze dichterbij hun pensioendatum zitten of soms al met pensioen zijn.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): U zegt eigenlijk dat in één fonds, waarvan maar een klein deel jong is en een groot deel grijs, toch een beleid met een hoger risicoprofiel voor dat groepje jongeren zou moeten worden gevoerd.

De heer **Swinkels**: Ik ben belegger en dus concentreer ik me vooral op risico en rendement. Hoe dat het best georganiseerd kan worden, laat ik graag aan de sociale partners. Ik weet niet of dat per se binnen één pensioenfonds moet, maar ik denk dat de mogelijkheid tot risicodifferentiatie er in ieder geval moet zijn. Hoe dat wordt vormgegeven, is de volgende stap.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Maar er zit over all een spanning in uw aanname dat er risico genomen moet worden, wil je in de toekomst rendement halen, terwijl er sprake is van een vergrijzende samenleving, waarin mensen verwachten dat ze een zeker pensioen gaan halen.

De heer **Swinkels**: Er zit inderdaad een zekere spanning in. Dat klopt.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. De fondsen hebben geld om te beleggen, maar nu zijn er ook mensen die zeggen dat de fondsen geld hebben verspeeld omdat ze het renterisico hebben afgedekt. Toen in de Kamer de discussie begon over de vraag welke marktrente gehanteerd moest worden, heb ook ik ervoor gepleit het gemiddelde van de afgelopen periode te nemen. Er werd gezegd dat sommige fondsen dat wel fijn zouden vinden en andere niet. De fondsen die het renterisico hebben afgedekt, hebben dat geld dan weggegooid. Hoe kijkt u daar tegenaan? Sommige zeggen dat het ftk als het ware dwingt dat renterisico af te dekken, met een grote kans dat je het geld toch kwijt bent, iets wat we nu in de praktijk eigenlijk ook al zien.

De heer **Blitz**: Het ftk geeft inderdaad een prikkel om renterisico's af te dekken, maar de pensioenfondsen die dat gedaan hebben, hebben daar juist van geprofiteerd. De rentes zijn namelijk sindsdien gedaald. Als de rente daalt, stijgen je verplichtingen heel hard. Als je het renterisico afdekt, stijgen je beleggingen ook hard mee. De financiële positie van juist de pensioenfondsen die de renterisico's niet hebben afgedekt, heeft zich minder goed ontwikkeld.

De heer **Ulenbelt** (SP): Het gaat er natuurlijk ook om voor welke periode je dat doet. Als de rentes stijgen – zoals wij in de afgelopen periode hebben gezien – en je je tegen rentedaling hebt verzekerd, ben je dat geld voor die verzekering wel kwijt. Men zag zich gedwongen om met de actuele marktrente te rekenen. Zou die stabielere worden gemaakt, dan zou dat geld niet gebruikt hoeven te worden voor zo'n verzekering, maar zou het kunnen worden gebruikt om te beleggen of obligaties te kopen. Zie ik dat goed?

De heer **Blitz**: Dat klopt. Als de rente stijgt, lijdt je verliezen op je beleggingen als je het renterisico hebt afgedekt. Daar staat tegenover dat de marktwaarde van je verplichtingen net zo hard daalt. Je doet het dus om die twee met elkaar in balans te houden. De vraag die je vervolgens kunt stellen, is wat nu de waarde van de verplichtingen is. Vroeger werd die



tegen een vaste rente van 4% bepaald. De verplichtingen namen daarmee elk jaar met 4% toe en dat was het. Tegenwoordig bepalen we die in het ftk met de marktwaarde. Ik denk dat dit in principe een stap voorwaarts is. Als je zowel je verplichtingen als je beleggingen op marktwaarde waardeert, bewegen die een op een mee naar boven of naar beneden op het moment dat je het renterisico afdekt. Ik verwijs in dit verband naar een eerdere vraag over een deel van de portefeuille dat je inzet om je nominale verplichtingen veilig te stellen versus een ander deel van je portefeuille waarmee je rendement zoekt. Essentieel daarbij is hoe je tegen de waarde van de verplichtingen aankijkt. In het ftk bekijken we die op marktwaarde en daaruit komt het hele verhaal voort over het afdekken van het renterisico.

De heer **Ulenbelt** (SP): Je waardeert je verplichtingen dus op grond van de marktrente. Om aan die papieren werkelijkheid te voldoen, moet je geld spenderen aan een verzekering. Dat klopt toch, of niet?

De heer **Blitz**: Nee, je spendeert nu geen geld. Als je het renterisico afdekt, betaal je daar nu geen geld voor. Op het moment dat de rente stijgt, verlies je maar dalen je verplichtingen ook in waarde. Op het moment dat de rente daalt, verdien je erop maar stijgen je verplichtingen ook in waarde. Het kan dus twee kanten op werken. Een pensioenfonds moet die balans managen en moet op alle scenario's voorbereid zijn. Er zijn mensen die zeggen dat de rente wel weer zal stijgen, maar we hebben ook voorbeelden gezien van landen als Japan of Zwitserland waar de rente langdurig laag was en zelfs nog veel verder daalde ten opzichte van de niveaus die we nu in Nederland en in de eurozone zien. Als je het renterisico niet afdekt, kun je een enorm groot gat in de dekkingsgraad slaan als de rente van het huidige niveau naar 2% of 1% zakt. Dan ga je verder onder de 100. Om zich tegen dat scenario in te dekken, hebben pensioenfondsen die risico's afgedekt.

De heer **Swinkels**: Als ik iets mag toevoegen over uw opmerking over de gemiddelde rekenrente? Aangezien wordt gewerkt met een gemiddelde rente wordt echt risicomanagement bij pensioenfondsen heel lastig. Dat was nu juist een stap voorwaarts van het ftk om ervoor te zorgen dat aan risicomanagement werd gedaan. Misschien is het handiger om een gemiddelde te nemen van een dekkingsgraad, zodat we niet iedere dag de dekkingsgraad op en neer zien springen. Dat stimuleert nog steeds goed risicomanagement, maar er worden geen beslissingen met de waan van de dag genomen. Dat zou een alternatief zijn van alleen een gemiddelde aan de verplichtingenkant, terwijl aan de beleggingenkant de marktwaarde iedere dag te zien is aan alles wat je in portefeuille hebt.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Ik wil nog even terugkomen op die Z-score, waarmee het beleggingsbeleid van verschillende pensioenfondsen wordt vergeleken. U zegt dat dit een goed instrument is om ook de onderprestatie en de bovenprestatie te kunnen beoordelen. Dat bevreedt mij een beetje, want tegelijkertijd zegt u dat pensioenfondsen zich eruit kunnen trekken als de uitkomsten niet bevallen. Of heb ik u verkeerd begrepen? Dat betekent toch dat daarmee de rotte appels er niet worden uitgehaald?

De heer **Blitz**: Degenen die zich eruit kunnen trekken, zijn de aangesloten bedrijven. Als jouw bedrijfstakpensioenfonds zakt voor de Z-scoretoets, kun je uit dat pensioenfonds stappen en naar een ander fonds overstappen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Maar ook al kan je je uit zo'n pensioenfonds trekken, dan heb je nog steeds geen zicht op de rotte appels. Hoe adequaat is zo'n instrument dan?

De heer **Blitz**: Die Z-score is een manier om de beleggingsprestaties van pensioenfondsen op een objectieve manier in kaart te brengen. Het vertelt je namelijk iets over hoe goed het pensioenfonds heeft belegd. Als je ziet dat je bij een pensioenfonds zit dat al jarenlang niet goed presteert en dus een rotte appel is, heb je ook de mogelijkheid om naar een ander pensioenfonds te gaan of eruit te stappen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Maar daarmee heb je nog geen duidelijk antwoord. In ieder geval kunt u niet met zekerheid stellen dat hiermee een betere waardering van de onder- dan wel de bovenprestatie kan worden gegeven.

De heer **Blitz**: Ik begrijp de vraag niet helemaal.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Je kunt het bedrijf uit het bedrijfstakpensioenfonds halen en ergens anders naartoe gaan, maar daar word je er ook niet beter van, want kennelijk is het nog steeds een slecht bedrijf dat niet goed scoort. Als je de vergelijking tussen pensioenfondsen goed wilt maken – die Z-score maakt een vergelijking tussen verschillende pensioenfondsen – kun je toch niet echt zicht hebben op de rotte appels en een onder- dan wel een bovenprestatie beoordelen?

De heer **Swinkels**: Ik ga een poging doen om uw vraag te beantwoorden.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Of ik heb u verkeerd begrepen!

De heer **Swinkels**: Om de Z-score te berekenen, moet je vooraf zeggen wat je beleid is en kun je achteraf kijken wat je score is op dat beleid. Als de score negatief is, ben je blijkbaar een rotte appel. Dat zijn de woorden die u gebruikt. Als de onderneming bij zo'n slecht presterend pensioenfonds is aangesloten, kan zij naar een ander pensioenfonds gaan met een goede score. Dat is dan blijkbaar geen rotte appel, toch? Daar kan zij zich bij aansluiten of bij een verzekeringsmaatschappij. Dan kan je kiezen uit wat de markt te bieden heeft om daar je pensioen onder te brengen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik heb een andere vraag. Pensioenen zijn risicovol. Dat zegt u ook en dat weten we al heel lang. Bij het tweedepijlerpensioen is er een verplichtstelling. Daarmee kunnen de deelnemers niet met de voeten stemmen. Als het niet meer verplicht is, geven we op die manier wat meer instrumenten aan de deelnemer.

De heer **Swinkels**: Er is een prikkel voor mensen om dan weg te gaan. Als je het niet meer verplicht maakt, kunnen mensen zelf kiezen. Ik weet niet of dat tot betere keuzes leidt. Ik twijfel daaraan.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dan kom ik bij de transparantie. We zien dat beleggingen steeds ingewikkelder worden. Tegelijkertijd zijn de pensioenen nog steeds niet transparant. Als wij het transparant willen maken en we zien dat producten steeds ingewikkelder worden, is mijn vraag of pensioenen überhaupt wel transparant te maken zijn.

De heer **Swinkels**: Dank u voor deze interessante vraag. Aangezien een pensioen een toezegging is voor de heel lange termijn is het per definitie lastig om het heel transparant te maken, maar ik denk dat het wel transparanter kan dan het op dit moment is. Een stap die kant op zou kunnen. Misschien voorspelt de heer Bosch weer een crisis; wie draagt

dan de risico's als het nu weer misgaat? Het is nu niet heel erg transparant welk deel van een pensioenfonds dat is. Ons voorstel is om dat expliciet te maken, want dan weten de mensen die deelnemen aan zo'n pensioenfonds – ook al zijn ze verplicht – in ieder geval of ze in de derde pijler waar ze wel zelf keuzes kunnen maken iets extra moeten doen dan wel of dat niet nodig is. Je hebt in ieder geval meer duidelijkheid over wie het rendement en het risico van de pensioentoezegging krijgt. Dan nog zal het misschien moeilijk zijn om te begrijpen, maar dan ben je in ieder geval een stapje dichterbij en kunnen mensen zelf beter actie ondernemen met hun eigen pensioenvoorziening in de derde pijler.

De **voorzitter**: Vanmorgen is een aantal keren de suggestie gedaan, zowel door de heer Frijns als door de heer Boenders om bijvoorbeeld via een accountantsverklaring duidelijk te maken hoeveel kosten, zowel upfront als verborgen, er door beleggingsfondsen worden gemaakt. Hebt u intern volledige duidelijkheid over de kosten die u maakt als belegger?

De heer **Blitz**: Voor particuliere klanten rapporteren fondsen sowieso de total expense ratio, een maatstaf waarin alle kosten verwerkt zijn die bij het beheer komen kijken. Daar zijn we heel duidelijk over. Met institutionele beleggers spreek je een beheervergoeding in onderling overleg af en wordt een contract opgesteld, waarin de kosten precies zijn afgesproken.

De **voorzitter**: Hoe hoog zijn die kosten ongeveer, inclusief alle kosten die bijvoorbeeld in fund of funds-constructies en dergelijke zitten?

De heer **Blitz**: Dat verschilt heel erg per beleggingscategorie en per type manager dat je aanstelt. Als je Nederlandse staatsobligaties op een passieve manier beheert, dus door simpelweg de index te volgen zonder enige vorm van actief beleid, kunnen de beheerkosten bijna nul zijn, in de orde van grootte van 0,01%. Dat is bijzonder laag. Maar als je als pensioenfonds in een exclusief hedgefonds wilt beleggen waar iedereen in wil beleggen en dat fonds selectief is in welke klanten het toelaat en maar een beperkte schaal aankan, kunnen de kosten aanzienlijk hoger zijn.

De **voorzitter**: Waar moet ik dan aan denken?

De heer **Blitz**: In een fund of in hedgefonds zul je wel 2% kosten kunnen betalen.

De **voorzitter**: Daar komen de kosten die er in dat fund onder hangen nog bij?

De heer **Blitz**: Nee, dat is met de hele doorkijk.

De **voorzitter**: Met de hele doorkijk komt het op 2% uit.

De heer **Blitz**: Dat is een reële mogelijkheid. Aan de andere kant gaat het erom wat je uiteindelijk netto onder de streep overhoudt. Als dat fonds 10% netto weet te realiseren, kun je wel zeggen dat je liever met heel goedkoop beheer in staatsobligaties belegt, maar dat beheer realiseert maar 4%. Je moet de kosten niet in isolement bekijken, maar afzetten tegen wat je ervoor terugkrijgt.

De **voorzitter**: Zou de Rotterdamse Beleggingscoöperatie bereid zijn om de kosten die zij in de fondsen maakt openbaar te maken of zou daar wetgeving voor nodig zijn?

De heer **Blitz**: Wat ik al zei ...

De **voorzitter**: Ik heb het natuurlijk over de pensioenfondsen vandaag. Ik heb het niet over de individuele polissen.

De heer **Blitz**: In de beleggingsfondsen die wij voor de particuliere markt aanbieden – dus waar iedereen in kan beleggen – zijn wij heel transparant over die kosten.

De **voorzitter**: Maar u bent dus niet transparant bij de pensioenfondsen. Dat is wat u zegt.

De heer **Blitz**: Met de pensioenfondsen maken wij een een op een afspraak. Als het pensioenfonds het prima vindt om die cijfers te communiceren, kan het dat doen.

De heer **Swinkels**: Wij zijn heel transparant naar de pensioenfondsen toe. Dat zijn onze klanten.

De **voorzitter**: Maar het individu in Nederland kan niet nagaan hoeveel kosten er worden gemaakt van zijn pensioendeelneming als die pensioengelden ondergebracht zijn bij Robeco.

De heer **Swinkels**: Alleen als het pensioenfonds dat zelf aan de deelnemers vertelt. Dat mogen ze van ons doen.

De **voorzitter**: Dat mogen ze doen. Dat vind ik interessant, zeker van iets wat als een coöperatie is opgericht!

De heer **Blitz**: In mijn ervaring zijn Nederlandse pensioenfondsen goed in staat over heel scherpe beheervergoedingen te onderhandelen. De tarieven voor de beheerkosten die wij bij pensioenfondsen in rekening brengen, zijn heel scherp en liggen ook veel lager dan een particulier beleggingsfonds betaalt.

De **voorzitter**: De heer Frijs heeft het gehad over 40 tot 80 basispunten. Klinkt u dat bekend in de oren?

De heer **Blitz**: Dat vind ik aan de hoge kant als dat een gemiddelde voor al het Nederlandse pensioengeld zou zijn. Sowieso is een groot deel van het pensioengeld passief belegd en dan moet je denken aan 1, 2, 3, 4 of 5 basispunten aan kosten. Een basispunt is 0,01% en ik denk dat je lager uitkomt met wat Nederlandse pensioenfondsen betalen.

De **voorzitter**: Dat komt dus lager uit?

De heer **Blitz**: Ter vergelijking: mijn vriendin zit bij een klein advocatenkantoor waar ze een pensioenproduct via een verzekeraar hebben. Daar wordt 30% op elke inleg ingehouden. Dan ben je nog een stukje verder van huis!

De **voorzitter**: Die vriendin kunnen wij het telefoonnummer geven van de heer Wabeke geven, maar we hebben het vandaag alleen maar over het tweedepijlerpensioen. U zegt dat de kosten intern wel transparant zijn en dat het voor u geen enkele moeite zou kosten die openbaar te maken. Dat levert geen administratieve lasten of wat dan ook op, want dat krijgen we dan daarna als debat. Die kosten kunnen gewoon openbaar worden gemaakt en dan zijn we van dat probleem af.

De heer **Blitz**: Als onze klanten dat willen, ja.

De **voorzitter**: Dat kunnen wij ook wettelijk opleggen.

De heer **Blitz**: Wij maken het al transparant naar onze klanten.

De **voorzitter**: Dat is helder. Kunt u tot slot nog een toelichting geven op de wijze waarop u risico's expliciet en op een begrijpelijke manier transparant zou willen maken voor de deelnemers? Volgens mij zit daar namelijk nog wel een klein spanningsveld.

De heer **Swinkels**: Ik denk dat we toe moeten naar een leeftijdscohort benadering, dat wil zeggen dat je binnen ieder pensioenfonds een aantal leeftijdscohorten hebt. Iedereen kan voor zichzelf heel gemakkelijk zien in welk cohort hij zit. Voor ieder leeftijdscohort is er een bepaalde beleggingspool met een afgesproken risicorendementsverhouding, die de deelnemers delen. Daarbij kun je ook heel transparant zien wat je als groep aan risico loopt en wat je als rendement daarvoor over een bepaalde periode terugkrijgt. Ga je over een bepaalde leeftijdsgrens heen, dan val je in het volgende cohort waar waarschijnlijk wat minder risico wordt genomen. Dat past nu eenmaal bij wat oudere deelnemers, omdat die wat minder risico nemen. Bij onze individueel beschikbare premieregeling doen we het al zo en begrijpen de deelnemers over het algemeen heel goed hoe dat werkt.

De **voorzitter**: Dank u wel voor de duidelijke uitleg en voor uw bereidheid om hier te komen.

Wij gaan dadelijk verder met het gesprek van de heer Van Dam, die wij uitgenodigd hebben in zijn rol als voormalig directeur van de Pensioen- en Verzekeringskamer.

#### **Gesprek met: de heer Van Dam (voormalig directeur PVK)**

De **voorzitter**: We gaan verder met het rondetafelgesprek. Ik heet de heer Van Dam welkom. U bent voormalig directeur van de toezichthouder Pensioen- en Verzekeringskamer die in 2004 is opgegaan in de Nederlandsche Bank. U hebt ons een heldere position paper gestuurd, maar wellicht kunt u kort iets over de geschiedenis van de PVK en over het toezicht in de jaren negentig vertellen. Over dat laatste is vandaag al veel gezegd.

De heer **Van Dam**: Voorzitter. U hebt mij uitgenodigd als oud-directeur van de Pensioen- en Verzekeringskamer en daarom ben ik zelf ook maar weer eens de archieven ingedoken, want ik weet het toch niet allemaal meer. Ik ben er ook alweer een jaar of zes verdwenen. Wat ik in mijn position paper over die jaren heb gezegd, is dat zeker onder de Pensioen- en Spaarfondsenwet, de voorloper van de Pensioenwet, het toezicht achteraf plaatsvond. Pensioenfondsen zijn vrij om te beleggen zoals zij zelf willen. Zij zijn vrij om het premiesysteem vast te stellen, als ze maar aan het einde van het jaar in staat zijn om alle verplichtingen na te komen die zij tot dat moment op zich hebben genomen. Dat was in ieder geval de kern van het toezicht van toen. Nu is het iets scherper geworden, maar het is in de basis nog wel de kern. U vraagt of men helemaal vrij is om zelf de beleggingen te kiezen of dat de wet nog beperkingen stelt. In die tijd stelde de wet alleen maar als beperking dat er solide belegd moest worden. Wat solide beleggen was, werd verder niet toegelicht in de wet. Het was aan de toezichthouder om daar invulling aan te geven. Zo stond het ook in de toelichting op de wet.

In de jaren tachtig werd bijna alles helemaal risicoloos belegd. Er waren heel veel leningen op schuldbekentenis – die zie je nu bijna niet meer op de balans staan – en verder bijna geen aandelen en obligaties. Dat was echt procentenwerk, dat wil zeggen 2%, 3%, 4% of 5%. In de loop van de jaren tachtig is dat steeds sterker toegenomen en in de jaren negentig was het al van enige omvang geworden. Toen heeft de Verzekeringskamer de

vraag opgeworpen of het pensioenfondsen verboden moest worden om meer in aandelen of vastgoed te gaan beleggen. We hebben toen een beleid ontwikkeld dat in essentie nog steeds in het ftk staat: als je het risico kon lopen en je in aandelen wilde beleggen – de vrijheid lag bij pensioenfondsen – mocht je beleggen in aandelen als je er maar een adequate buffer voor hebt. Wij hebben toen, veel minder wetenschappelijk dan tegenwoordig maar wel op basis van wetenschappelijke en eigen studies, een grens gesteld: aandelen moeten 40% kunnen dalen voordat je in de problemen komt. Die problemen stonden toentertijd voor 100% dekkinggraad, want de 105% van tegenwoordig bestond nog niet. Als je aandelen samen met vastgoed hebt, moet die combinatie met 30% tot 35% kunnen dalen.

We deden ook al aan correlatie, dat wil zeggen dat niet alles tegelijk zal gaan. Ons standpunt was dat een beetje aandelen waarschijnlijk alleen maar goed was, omdat dit diversifieert. Als je maar voor 10% of 15% in vastgoed plus aandelen zat, hoefde je geen extra reserve te hebben en moest je gewoon die 100% hebben. Er was dus een buffer nodig en als je die had, mocht je wat risicovoller beleggen.

Wat de premie betreft, was er helemaal geen beleid. In de huidige Pensioenwet worden eisen vermeld aan een kostendekkende premie. Die eisen werden vroeger helemaal niet gesteld. Dat was een beetje in lijn met bijvoorbeeld het toezicht op verzekeraars. Een toezichthouder stelt geen eisen aan de hoogte van de premie; hij stelt alleen maar als eis dat een verzekeraar op elk moment aan zijn verplichtingen kan voldoen. De toezichthouder bemoeit zich feitelijk niet met de hoogte van de premie die daarvoor wordt gevraagd. Nu, dat was bij pensioenfondsen ook het geval. Indirect hadden we wel een soort toezicht op de kostendekkende premie, omdat de gehele voorziening plus de buffer op elk moment aanwezig moest zijn. Als je geen premie betaalde en geen rendement zou hebben, had je uiteraard ook onvoldoende middelen en mocht je geen premiekorting verlenen. In dat opzicht was de essentie dezelfde als nu onder de Pensioenwet, waar ook nog steeds restituties van en kortingen op premies mogelijk zijn. In dat opzicht is er dus niet wezenlijk veel veranderd.

Wat is er toen gebeurd? In de beginjaren van 2000 is er een enorme klap op de beurs gekomen en daalden de aandelen met 50%. Daar waren de buffers net niet voldoende voor. Ook bleek het heel erg moeilijk om de premies, die ondertussen al heel laag waren geworden, weer omhoog te krijgen. Het is voor een bedrijf altijd gemakkelijker om de premies omlaag te krijgen dan omhoog. Dat vertraagde wat en daarom ging het met de dekkinggraad ook wat slechter. Uiteindelijk kwamen met de inwerking-treding van de Pensioenwet de buffers weer op 138% of 140% in 2006. Eind 2006 bleek dat alles wat in al die jaren daarvoor gebeurd was gewoon had gewerkt. Er is wel een dip geweest, maar het had gewerkt want eind 2006 zaten we er weer.

Daarna krijgen we de Pensioenwetperiode en daarmee sluit ik deze introductie even af. In mijn notitie heb ik gezegd dat de Pensioen- en Verzekeringskamer de insteek van de jaren negentig heeft gehanteerd, dus een van grote zekerheid. Een pensioenfonds moest voor 99,5% zekerheid hebben dat het zijn pensioenverplichtingen kon nakomen. Dus moesten we weer kijken naar aandelendalingen van bijvoorbeeld 40%. Uiteindelijk is dat 25% in de Pensioenwet geworden, omdat de politiek onder maatschappelijke druk besloot dat die buffers veel te hoog zouden worden en dat dit verschrikkelijk veel geld zou kosten. Er moest een formule bedacht worden waarin we moesten doen alsof het risico maar beperkt was en dan zodanig, dat een gemiddeld pensioen met 50% aandelenbeleggingen een buffer nodig had van 30%. Dat is uiteindelijk ook te laag gebleken. Mogelijk worden buffers nog eens herzien.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. Juist na een crisis zoals in 2008, ontstaat er druk vanuit de toezichthouder om minder



in aandelen te beleggen, hogere buffereisen te stellen en lagere rendementsverwachtingen te hanteren, terwijl je juist een extra groei kan verwachten, zoals ook in 2009 en 2010 is gerealiseerd. Dat procyclische beleid kan ertoe leiden dat pensioenfondsen hun aandelen juist op het verkeerde moment verkopen, waardoor de meerwaarde van het beleggen in aandelen verloren gaat. Bent u van mening dat een procyclisch toezichtkader voorkomen dient te worden? Hoe ziet u dat?

De heer **Van Dam**: Je moet in ieder geval proberen een procyclisch toezichtkader te voorkomen. Daar ben ik het snel mee eens. Je kunt niet zeggen dat de toezichthouder heeft gezegd dat de pensioenfondsen risico's moesten afdekken of aandelen moesten verkopen. Dat heeft de toezichthouder nooit gezegd. Zolang de pensioenfondsen de buffers hadden die zij hadden, hadden zij ook kunnen zeggen dat zij er nog iets bovenop wilden om te voorkomen dat zij te snel weer door de buffereis heen zakten en dingen moesten verkopen. Het is ook een eigen beleid van pensioenfondsen om het risico te willen nemen dat men door die grens zakt. Wat mij betreft, hadden de pensioenfondsen wel naar wat meer vet op de botten mogen streven, omdat ze uiteindelijk ook heel graag een geïndexeerd pensioen wilden hebben. Als ze het daar wat meer op hadden afgestemd, hadden ze eerst ook ruimte gehad voordat ze door de buffereis heen zakten en zich moesten herbezinnen op de vraag of zij dat risico wel wilden nemen. Maar gedwongen om het te verlagen, waren ze zeker niet. Ze konden uiteraard ook extra premies betalen. Ze konden allerlei acties ondernemen en een van de acties is de verkoop van aandelen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): In de brief van september 2002 hebt u een aantal voorstellen gedaan om in het nieuwe ftk te laten opnemen. Wat is er precies blijven liggen en niet meegenomen in het nieuwe ftk?

De heer **Van Dam**: Dat is een goeie! Veel voorstellen zijn uiteindelijk wel overgenomen. De kwestie van de hersteltermijnen was een lastige, maar een ding kan ik wel noemen. In 1992 werd er nog gezegd dat er buffers moesten komen waarin aandelen en vastgoed met 40% konden dalen. Dat waren veel grotere risico's dan uiteindelijk in de Pensioenwet zijn opgenomen, want daarin wordt gesproken over de mogelijkheid van 25% daling van aandelen en 15% van vastgoed. Dat is een ander percentage dan de 40% uit die brief. Ook was in die brief sprake van kortere hersteltermijnen; iets van een tot drie jaar als je echt in onderdekking komt en acht jaar als je in reserve tekortkomt. Dat is in de Pensioenwet 3 en 15 jaar geworden.

Uiteindelijk ligt de basis van het ftk toch wel in de jaren negentig. Dat is ook van belang om te zeggen, want wij schreven «ons» ftk meer op de individuele gevallen, omdat het collectief ontzettend goed ging. Het waren juist de individuele gevallen die slecht gingen in die jaren. Die spraken we hierop aan en die moesten ook binnen een jaar of twee jaar herstellen. Ze waren namelijk niet voor niets slechte gevallen. De problemen waarmee we nu te maken hebben, zijn niet zozeer individueel. Men is er collectief onder gedaald. Dat je dan een veel langere termijn stelt, vind ik heel goed. Ik denk ook dat de Nederlandsche Bank heel goed met die termijnen is omgegaan in de afgelopen paar jaar. Zij heeft niet gezegd dat het direct moest gebeuren. Men had een tijdje om te wachten en het nog eens aan te zien en de termijnen zijn opgerekt. Ik denk dat de Nederlandsche Bank er heel goed mee is omgegaan om zelfs de Pensioenwet, die ook nog wat strakke eisen heeft, nog wat op te rekken. Het was namelijk geen probleem van een of twee pensioenfondsen, van stoute kinderen die echt op hun plek gezet moesten worden. De hele sector had het probleem.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): In de jaren negentig zag u al dat de premies laag waren en niet op een kostendekkend niveau zaten. Uw grootste kritiekpunt is ook dat de premies te langzaam naar het kostendekkend niveau kwamen. Dat gebeurde eigenlijk pas na 2002, als ik uw position paper goed lees. U was toen toezichthouder. Wat hebt u in die periode gedaan om daar meer vaart achter te zetten?

De heer **Van Dam**: Het feit van premiekortingen was toen hetzelfde als nu onder de Pensioenwet. Onder de Pensioenwet mag je een premiekorting verlenen als je de voorziening hebt plus de buffers die je nodig hebt voor de koersrisico's. Bovendien kun je in de toekomst indexeren. Als je aan die voorwaarden voldoet, ook in de huidige wetgeving, kun je een premiekorting verlenen en onder een extra voorwaarde zelfs nog restituties geven. Dat was toen niet wezenlijk anders. We hadden toen een voorziening van 4% voor nominaal. Maar in tijden dat de marktrente bijvoorbeeld 8% is – zoals misschien het geval was in het begin van de jaren negentig – mocht je toch geen premiekorting verlenen als je een voorziening had die op 8% berekend was; die moest nog steeds op 4% berekend zijn. Er was dus een enorme buffer voordat je een premiekorting kon verlenen. Je moest een 4%-voorziening hebben, want dan had je een adequate voorziening om je indexatie te kunnen verlenen. Het hele verschil tussen die 4% en de 8% marktrente was voor indexatie en dan mocht je nog steeds geen premiekorting verlenen. Pas daarboven kon je wel premiekorting verlenen. Alleen waren die beurswinsten zo gigantisch, dat alleen al die beurswinsten ruim voldoende waren om de premie-opbouw te betalen. Zodoende konden de premies langzaam naar beneden. Toen waren de pensioenfondsen er eenmaal aan gewend dat ze lage premies van 5%, 6%, 7% of 8% of zelfs nihil vroegen en werd het heel moeilijk om die premies weer omhoog te krijgen. Het was gewoon psychologisch. Als Pensioen- en Verzekeringskamer hadden we die macht niet, want het stond niet in de wet dat het toezien op de hoogte van de premies onze taak was. We konden alleen maar zeggen dat een pensioenfonds aan het einde van het jaar onvoldoende vermogen had om al zijn verplichtingen na te komen. We moesten daar individueel over strijden. Een andere reden was dat er ook pensioenfondsen waren die in hun premiebeleid ingebakken hadden dat het maar heel langzaam kon wijzigen. Zij waren bang voor de vermogensoverschottheffing en hadden voor zichzelf een systeem bedacht, waarin de premie wel heel langzaam rekening houdt met al die vermogensoverschotten, maar niet te snel. Dan kon de politiek hen niet verwijten dat ze er geen rekening mee hielden, maar werden ze niet meer gedwongen om enorme bedragen uit de pensioenfondsen te halen. Er zijn dus ook premiesystemen gekozen op basis van politieke argumenten.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Als ik u goed begrijp, zegt u dat het kortetermijndenken toen bepalend was in plaats van het langetermijndenken?

De heer **Van Dam**: Ja. Op elk moment moest je aan je verplichting kunnen voldoen. Als je daar vandaag aan kunt voldoen, inclusief de indexatievoorziening omdat die technische voorziening op 4% werd berekend, kon je een premierestitutie krijgen of een lagere premie. Maar dat is dus nog steeds het geval, zo zeg ik er weer bij.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Wat zegt dat dan over de governance?

De heer **Van Dam**: Dat zegt dat instellingen, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen vrij zijn om de premie te kiezen die zij zelf willen, als ze maar aan hun verplichtingen kunnen voldoen. En als ze aan

hun verplichtingen voldoen door een premie van nul te vragen, mogen ze een premie van nul vragen.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. Tot de Pensioenwet werd er ook al rekening gehouden met de levensverwachting, maar alleen met de gerealiseerde. Is het op uw aandringen gebeurd dat daar op een andere manier rekening mee wordt gehouden in de Pensioenwet? Een van de factoren waardoor de pensioenfondsen in de problemen zijn gekomen, is dat die levensverwachting inmiddels «geëxplodeerd» zou zijn. Kunt u daar eens uw licht over laten schijnen?

De heer **Van Dam**: Tot de Pensioenwet moest je rekening houden met de sterftetafel, zoals die het laatst was gepubliceerd door het CBS. Wij verplichtten er ook al toe in die zin, dat bijna zeker was dat de levensverwachting het volgende jaar wel weer zou toenemen. Heel veel pensioenfondsen hadden dan ook een regeling waarin ze elk jaar 0,2% van de voorziening als een soort extra reserve op de balans zetten, omdat de levensverwachting wel weer gestegen zou zijn in het afgelopen jaar. Elke vijf jaar kwam er weer een nieuwe tafel en dan bleek dat deze inderdaad gestegen was. Dan had je voldoende of net niet voldoende aan die vijf maal 0,2%. Zo zat het.

Bij de invoering van de Pensioenwet is gezegd dat niet alleen rekening moest worden gehouden met sterfteverwachtingen zoals die tot vandaag gelden, maar ook met die in de toekomst. Dat is een wezenlijk andere zaak. Daarvoor moesten direct bij de invoering van de Pensioenwet al extra lasten worden genomen, omdat de toekomst erbij moest worden betrokken. Nu zijn de verwachtingen de afgelopen paar jaar weer behoorlijk opgetrokken. Zoals ik ook in mijn paper heb gezet, zal er naar mijn mening in totaal wel zo'n 10% aan de voorzieningen moeten worden toegevoegd, alleen al vanwege het feit dat nu in de wet staat, mede gepromoot door de Pensioen- en Verzekeringskamer c.q. DNB, dat je met toekomstige levensverwachtingen rekening moet houden. Dan zou je in plaats van de huidige dekkingsgraad van gemiddeld 109% op 119% hebben gezeten. Een beetje plagerig zou ik bijna willen zeggen dat de politiek, de wetgever, de tweedepijlerpensioenen heeft opgelegd hiermee rekening te houden, maar dat dit bij de eerste pijler, de AOW, blijkbaar nog niet hoefde.

De **voorzitter**: Daarop moet ik de heer Ulenbelt nog een herkansing geven!

De heer **Ulenbelt** (SP): Jullie willen mij een kant op duwen die ik helemaal niet op wil met mijn vraag! Economen zeggen dat ze niet kunnen voorspellen en alleen maar kunnen uitleggen waarom de voorspelling van gisteren niet klopt. Maar hoe zit dat nu bij demografen die ons die geprognostiseerde levensverwachting geven? Wij worden allemaal wel wat ouder; dat is evident. Dat zie ik om mij heen, kijk maar naar deze tafel. Dat is dus een empirische waarneming, maar dat is wat anders dan het prognosticeren daarvan. Ik heb daar eens naar gekeken, maar het CBS doet dat heel anders dan het Actuarieel Genootschap. Daar zit een wereld onder die zo mogelijk nog ondoorzichtiger is dan die van de economen. Deelt u dat met mij of vertrouwt u die prognoses en, zo ja, waarom?

De heer **Van Dam**: Ik vertrouw ze omdat ik zelf ook actuaris ben en lid van het Actuarieel Genootschap. Ik weet welke mensen daaraan gerekend hebben!

De heer **Ulenbelt** (SP): Ik wist ook aan wie ik het vroeg!

De heer **Van Dam**: Maar ik moet u ook wel gelijk geven: degenen die het hebben vastgesteld, hebben ook als eersten geroepen dat zij zeker wisten dat het niet klopt. Het blijft natuurlijk een voorspelling. Je weet het gewoon niet. Ik kan wel heel kort zeggen hoe het ongeveer in elkaar zit. De levensverwachting van bijvoorbeeld 65-jarige mannen is sinds de oorlog tot het einde van de jaren tachtig nauwelijks gewijzigd. Sinds 1987 tot 2001–2002 is de levensverwachting van 65-jarige mannen elk jaar ongeveer met eenzelfde percentage gestegen. Ik heb het dan over de feiten. Sinds die tijd gaat de levensverwachting weer consistent met een extra percentage omhoog. De rekenaars hebben de lijntjes doorgetrokken – u mag het zeggen – en gezegd dat de langzame lijn van de levensverwachting vanaf 1987 op de lange duur gestalte zal krijgen, maar dat die op de korte termijn nog via de snelle groei naar die lange langzame lijn toegaat. Maar misschien gaat die snelle lijn wel constant door en onderschatten we het behoorlijk. Misschien gebeurt er iets anders. Die rekenaars hebben in ieder geval deskundigen zoals medici met die vraag benaderd, maar wie is deskundige in prognoses? In dat soort interviews bleken deze uitkomsten redelijk geaccepteerd. Meer zekerheid dan «dat zou best kunnen» kan ik ook niet geven.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Het gaat de hele dag al over risico's en onzekerheden, maar ik wil even terug naar de premies. Het staatje van mijn buurman over het historische verloop van de premies bij bijvoorbeeld het ABP had ik ook al eerder gezien. Dat is een mooie lijst. Ik wil dat relateren aan het eerdere verhaal aan het adres van mevrouw Koşer Kaya. In de jaren zeventig betaalden we zo'n 25%. Dan daalt dat vrij fors en ineens zakt het aan het einde van de jaren tachtig, begin jaren negentig. Had u toen instrumenten anders dan «ik moet kijken of er voldoende buffers zijn» om te zeggen dat het eigenlijk heel gek was wat er gebeurde? Er gebeurde namelijk ook wel iets anders. In de onderhandelingen met de sociale partners werd een andere politiek bedreven, namelijk die van de economie die er weer bovenop moest komen. Sommige belangen van pensioenfondsen, die langetermijnprognoses moeten maken, staan daar haaks op. Dat merken we vandaag de dag steeds weer. Ik wijs op de lage rente: die is goed voor de economie, maar slecht voor de pensioenfondsen. Zo zijn er wel meer aspecten. Als je terugkijkt naar die periode – het is ook wel mooi om dat verhaal te horen – zie je dat dit ook wel een rare knip is met wat het was, het middel van de pensioenpremie. Dan was er bovendien die dreigende wet die erboven hing. Het was dus niet alleen de governance die erachter zat, maar ook de wetgever die daarin achteraf gezien een vrij belangrijke en misschien ongelukkige rol heeft gespeeld. Ik hoor graag uw oordeel daarover.

De heer **Van Dam**: Met die ongelukkige rol ben ik het direct eens, ja. De overheid heeft gezegd dat alle overschotten eruit moesten omdat het veel te veel werd. Toen werden fondsen wel gedwongen om daar beter op te sturen, zodat er ook premieverlagingen zouden komen als er behoorlijke middelen in het fonds zaten.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Eigenlijk zegt u dat de fondsen werden gedwongen om lage premies te vragen, omdat ze te rijk waren.

De heer **Van Dam**: Ja, niet formeel door wetgeving gedwongen, maar door de latente wet voor belastingheffing. Die is pas heel laat ingetrokken. Ik weet het niet uit mijn hoofd, maar volgens mij gebeurde dat pas in 2004. Die wet heeft altijd boven de pensioenfondsen gehangen: wie weet, komt die weer van stal als jullie niet voldoende premiekortingen geven en goede dingen gaan doen met die overschotten. Als jullie dat systeem in je fonds blijven houden, komt er wetgeving. Dat heeft altijd boven de markt gehangen.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Met de kennis van nu is dat buitengewoon ongelukkig.

De heer **Van Dam**: Ja, dat is inderdaad buitengewoon ongelukkig. Aan de andere kant wil ik nogmaals benadrukken dat de beleggingsopbrengsten enorm waren en pensioenfondsen alle een voorziening hadden die toereikend was, zelfs voor een geïndexeerde verplichting. Dus ja, ze hadden ook wel heel veel. Hadden ze nog veel meer moeten hebben? Daar kun je toch wel over discussiëren. En dat doen we dus ook.

De **voorzitter**: Daar zijn we hier de hele dag voor.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Mijn vraag gaat ook over die periode. U hoefde er eigenlijk maar op toe te zien dat er aan het einde van het jaar voldoende was om aan de verplichtingen te voldoen. Als u terugkijkt, zegt u dan dat er sprake van uitholling is geweest? U hoefde alleen maar toezicht te houden op die verplichtingen. Als die goed waren, was het in orde.

De heer **Van Dam**: Ja, maar goed, uiteindelijk is dat in de huidige wetgeving nog het geval: als je maar aan je verplichtingen kunt tegemoetkomen. De manier waarop de pensioenfondsen dat willen regelen, is de vrijheid van pensioenfondsen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Nu niet meer, want ze moeten inmiddels een kostendekkende premie hebben.

De heer **Van Dam**: Nee, ik stel dus dat we in eenzelfde situatie zitten als in het begin van de jaren negentig. Met enorme, dus nu ook, dekkingsgraden van 160% zouden ze ook weer een heel lage premie kunnen betalen onder de huidige wet.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Maar mijn vraag is of er, terugkijkend op die periode, sprake is van uitholling van de pensioenfondsen.

De heer **Van Dam**: Laat ik het zo zeggen: als het geld er niet was uitgegaan, had er nu meer in gezeten. Maar dat is een redelijk open deur.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Maar dat is mijn vraag niet!

De heer **Van Dam**: Ik vond het op zichzelf niet goed dat je boven een bepaald niveau geld uit een pensioenfonds kon halen, temeer daar het uiteraard geld is dat door werkgevers en werknemers in het pensioenfonds is gestort. Gezien de enorme rendementen, is het achteraf gezien veel meer premie geweest dan nodig was om dat te doen. Ik vind het op zichzelf geen gekke gedachte als werkgevers en werknemers het eruit moeten kunnen halen voor zover er echt wel genoeg middelen zijn. Alleen is het bij sommige pensioenfondsen uiteraard te veel geweest. De meeste fondsen vonden het in de praktijk helemaal niet zo erg om wat meer te hebben dan ze echt nodig hadden. Er werd lang niet altijd zo veel uitgegraaid. Er werd juist het meest gegraaid op het moment dat de onderneming slecht ging. Dan waren wij druk met toezicht, want dan werd er plotseling gezegd dat er geld uit gehaald moest worden. Dan kreeg je dat soort discussies. Maar bij goede ondernemingen ging er in gezamenlijk overleg geld uit. Dat was voldoende. In de jaren 2000 tot 2002 bleek dat er toch weer een tekort kwam en toen hebben diezelfde sociale partners, gemiddeld gesproken, gezegd dat er weer geld bij moest om het weer op een adequate dekkingsgraad te krijgen. Eind 2006, bij de inwerkingtreding van de Pensioenwet, was deze inderdaad weer adequaat.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): De ondernemingspensioenfondsen, waar het wat minder ging en waar het geld uit werd gehaald, kregen ook wel de verplichting om weer bij te storten. Daar zit het probleem niet. Ik wil toch nog een keer de vraag stellen of we, terugkijkend, kunnen vaststellen dat er sprake is van uitholling van de pensioenfondsen.

De heer **Van Dam**: Ik vind het terecht dat de mogelijkheid bestond dat er geld uit de pensioenfondsen kon worden gehaald omdat er, nadat het geld eruit was, nog voldoende was voor een geïndexeerde verplichting.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): De direct belanghebbenden, de pensioenge-rechtigden, mochten daar niets over zeggen. Dan is het toch raar als in het bestuur de werkgevers- en werknemersorganisaties eigenstandig zo'n beslissing nemen en dat die gerechtvaardigd is zonder dat de pensioenge-rechtigden daarover maar iets hebben kunnen zeggen?

De heer **Van Dam**: Dat is een vraag van governance, namelijk wat gepensioneerden te zeggen moeten hebben. Mij gaat het erom, dat het belang van de gepensioneerden dus is meegewogen omdat – en nu heb ik het weer even over het systeem van de jaren negentig – je tenminste een voorziening op 4% moest hebben, terwijl de marktrente al 7% of 8% was. Dat was allemaal overrente die bestemd was voor indexatie. Die mogelijkheid om te indexeren was er dus en bleef er. Tot 2008 is altijd geïndexeerd. Die beslissingen hebben geen nadeel opgeleverd voor gepensioneerden. Ze hebben niet mee kunnen praten, maar dat is een ander hoofdstuk.

Mevrouw **Koşer Kaya**(D66): Maar het kan toch geen legale wijze van beslissen zijn geweest wanneer een van de direct belanghebbenden niet heeft kunnen meepraten? Ik zeg het misschien een beetje verkeerd, maar u zegt dat het terecht was dat een dergelijke beslissing is genomen?

De heer **Van Dam**: Het belang van de pensioengerechtigden was gewaarborgd, omdat er 4% voorziening was terwijl de rentestand 8% was. Er was een enorm toeslagpotentieel voor die gepensioneerden. Daar is rekening mee gehouden.

De **voorzitter**: Ik heb een paar aanvullende vragen. Zijn er, met de kennis van nu en met de kennis van toen en met alle politieke varianten die u erbij kunt verzinnen, beslissingen die u anders genomen zou hebben als u het nog eens over zou doen als toezichthouder?

De heer **Van Dam**: Dan zou dat toch misschien in die kostendekkende premie hebben gezeten, namelijk dat we die strenger en strakker hadden bekeken. Ik moet er ook wel bij zeggen dat we toen nog heel weinig sanctie-instrumenten hadden. Hadden we die ook gehad, dan had ik heel graag wat strenger op de hoogte van de premie toegekeken.

De **voorzitter**: Hebt u in die tijd wel eens in- of extern gewaarschuwd voor het feit dat de premie te laag was?

De heer **Van Dam**: Ja, dat kan ik gelukkig nu zeggen, want ik heb al die jaarverslagen nagelezen. Het staat in bijna elk jaarverslag. We hebben gezegd dat een premie in ieder geval een 4%-premie moet zijn, rekening houdend met buffers. We maakten ons wel zorgen over het feit dat sociale partners – niet direct het bestuur van het pensioenfonds, maar het orgaan waarin de pensioenafspraken werden gemaakt – ook direct afspraken maakten over de hoogte van de premie. Dat recht hadden ze niet. Zij moeten de pensioenafspraken maken en het pensioenfonds bepaalt welke premie je daarvoor moet vragen. In die tijd hebben wij ons er zorgen over



gemaakt – daar hebben we ook veel strijd over gehad – dat de premie werd vastgesteld in het arbeidsvoorwaardenoverleg. Dat was een foute governance-insteek. Zij bepalen de aanspraak, maar pensioenfondsen bepalen de prijs die ertegenover staat. Dat ging wel eens mis.

De **voorzitter**: Kunt u daar voorbeelden van geven? U meldt hier wel een heel interessant feit. Ik zou ook graag een afspraak maken over wat ik koop en er dan meteen een prijsstickertje op plakken. Dat klinkt mij heel aantrekkelijk in de oren; zo wil ik graag winkelen bij Albert Heijn of De Bijenkorf. Dat is wat u hier zegt; dat is wat er gedaan werd. Waar gebeurde dat en op welke wijze is dat aan de kaak gesteld in die tijd?

De heer **Van Dam**: Hebt u al eens meegemaakt dat een toezichthouder zei dat pensioenfonds x dat deed? Daar zeggen we dus niets over. Maar ik ben het ook weer tegen gekomen in de jaarverslagen van de Pensioen- en Verzekeringskamer.

De **voorzitter**: Ja, maar u was de toezichthouder. Hebt u die pensioenfondsen daarop aangesproken? Hebt u gezegd: jongens, jullie zijn niet in control, want ergens anders wordt een afspraak gemaakt die jullie wordt opgelegd en jullie krijgen er te weinig geld voor. Zijn die pensioenfondsen daarop aangesproken en volgden sancties in die tijd?

De heer **Van Dam**: De mogelijkheid tot sancties hadden we niet of nauwelijks, maar ze zijn erop aangesproken. Dat gebeurde in gesprekken. Dan duurde het ongeveer twee jaar en dan had je eindelijk het probleem opgelost.

De **voorzitter**: Via gesprekken?

De heer **Van Dam**: Ja, via gesprekken. Sancties hadden we niet.

De **voorzitter**: Sancties had u in het geheel niet in die tijd?

De heer **Van Dam**: We konden een bewindvoerder aanstellen, maar dat was niet een sanctie die daar altijd bij paste.

De **voorzitter**: Die past daar niet bij. Maar hebt u dit ook wel eens publiekelijk aangekaart in die tijd, bijvoorbeeld in uw jaarverslagen?

De heer **Van Dam**: In het jaarverslag.

De **voorzitter**: En daar werd niets mee gedaan? Men ging gewoon verder?

De heer **Van Dam**: Ja.

De **voorzitter**: Dat is een helder antwoord. Dan dank ik u hartelijk voor uw openhartige beantwoording.

### **Gesprek met: mevrouw Bos (PGGM)**

De **voorzitter**: Het woord is aan mevrouw Bos, vermogensbeheerder van PGGM. Zij krijgt vijf tot acht minuten de tijd om in te gaan op de twee centrale vragen die wij hebben gesteld.

Mevrouw **Bos**: Voorzitter. Mijn naam is Else Bos. Ik ben inmiddels acht jaar werkzaam bij de pensioenuitvoeringsorganisatie PGGM en heb een gedeelte van deze historie meegemaakt. Tot anderhalf jaar geleden was ik verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en nu ben ik verantwoordelijk

voor de institutional business, oftewel de dienstverlening aan de pensioenfondsen vanuit de uitvoerder.

Ik ben ervan overtuigd dat Nederland een krachtig pensioenstelsel heeft. Wij moeten daar zuinig op zijn. Het is een stelsel met lage kosten, waarin wij de mogelijkheid om langer te leven met elkaar moeten delen. Het stelsel heeft een zeer brede dekking. Ik zeg niet dat er geen verbeteringen in het huidige stelsel mogelijk zijn, maar wel dat wij goed moeten kijken naar het effect van iedere verbetering die wordt toegevoegd. Ook moeten wij steeds kijken welke nieuwe nadelen die verbeteringen veroorzaken. Er valt veel te leren van de stelsels om ons heen.

Pensioenfondsen en hun uitvoerders moeten er alles aan doen om het vertrouwen in het Nederlandse pensioenstelsel te behouden en te versterken. Dat vraagt om een heldere communicatie en inzicht in de kosten en de risico's. Wat gebeurt er met de risico's als deze zich daadwerkelijk effectueren?

Voor de ambities van ons pensioensysteem moeten wij beleggen en dat brengt opbrengsten en rendementen met zich mee. Beleggen brengt echter ook onzekerheid en risico's met zich mee. Voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen wordt vooraf gekozen in een wereld van onzekerheid. Wij moeten begrijpen dat niet alleen wordt ingezet op een te verwachten scenario, maar dat er ook rekening moet worden gehouden met tegenvallers. Het is dan nog steeds een redelijk tot goed beleid geweest. Als men achteraf kijkt naar een alternatief beleid, is er altijd een beter beleid te vinden. Achteraf is de toekomst niet onzeker meer. Pensioenbeleggingen zijn beslist niet eenvoudig. Het vraagt om de inzet van complexe instrumenten en beleggingsoplossingen. Wij moeten goed op het netvlies houden dat de toegevoegde waarde van complexiteit uiteindelijk wel zijn grenzen kent. Het is belangrijk om de beheersbaarheid van die complexiteit in relatie tot de materialiteit en de toegevoegde waarde die het ook daadwerkelijk heeft, goed in het oog te houden. De pensioenfondsbesteders moeten goede afwegingen maken. Transparantie in kosten en risico's is nodig. Wij willen dat allemaal heel graag, maar het is beslist niet eenvoudig. Het vergelijkbaar krijgen van cijfers en de vergelijkbaarheid van fondsen onderling is door de grote diversiteit heel ingewikkeld. Er is een zorgvuldige constructieve samenwerking nodig tussen de fondsen onderling en de andere stakeholders.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Ik dank mevrouw Bos voor haar komst. Er vloeien wat vragen voort uit de opmerkingen van de vorige sprekers, maar ik wil beginnen met de position paper. Daarin staat bijna alles in de tegenwoordige en de toekomstige tijd. Er is ook een kopje «Lessen» en dat betekent dat er dingen zijn gebeurd waarvan wij hebben geleerd. Een van de lessen die PGGM trekt, is dat de complexiteit om een hoge mate van kennis en beheersing van bestuur en uitvoerder vraagt. Was die kennis er niet of kon het beter? Wat heeft PGGM ervan geleerd? Een belangrijke les is dat pensioenfondsen duidelijker moeten zijn over de risico's die zijn verbonden aan het pensioen van de deelnemers. Deelnemers die verplicht sparen, hebben er recht op te weten wat er met hun geld gebeurt. Wat gaat mevrouw Bos hieraan doen en welke vraag legt zij bij ons als wetgever neer? Wat kan de politiek doen om dit te verbeteren?

Mevrouw **Bos**: Hadden we geen inzicht in de complexiteit? Dat inzicht was er wel, vooral bij de mensen die verantwoordelijk zijn voor de technische invulling van beleggingen. Kan het beter? Ja, het kan beter, zeker gezien vanuit het perspectief van de verbinding tussen de verschillende ALM-studies. Het beleggingsrendement wordt op hoog niveau ingericht. Daarnaast is er de daadwerkelijke inrichting van de beleggingsportefeuille. Daartussen zit een aantal stappen. Het is belangrijk dat wij goed bekijken wat vanuit het perspectief van de ALM-studie en rekening

houdend met de verplichtingen van een pensioenfonds, een goede en adequate beleggingsmix is. Hoe kan dat worden vertaald naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille? Hoe kan worden teruggetoetst of die portefeuille voldoet aan de eerdere uitgangspunten? In die cirkel is meer kennis en inzicht nodig vanwege de complexiteit van de te maken keuze.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Meer kennis en inzicht bij het fonds zelf?

Mevrouw **Bos**: Bij het fonds zelf, maar ook binnen de samenwerking tussen de verschillende partijen die bij de uitvoering van het beleid zijn betrokken, zoals de partij die de ALM-studie uitvoert en degene die daadwerkelijk belegt. In de gehele keten van de uiteindelijke uitvoering is meer kennis en inzicht nodig.

De vraag over het recht dat deelnemers hebben te weten wat er met hun geld gebeurt, sluit aan bij mijn opmerking over de complexiteit van transparantie. Pensioenfondsen kennen verschillende verplichtingstructuren en ambities. Zij maken verschillende keuzes in wat zij voor hun deelnemers willen doen en waarom. Het is belangrijk dat die deelnemers dat goed begrijpen en kunnen plaatsen in hun eigen perspectief. Bij een vergelijking met andere pensioenfondsen gaat de dimensie van de betekenis van de gemaakte keuze verloren. Er komt dan weliswaar informatie vrij, maar dat zegt niets. Het is zeer belangrijk dat de pensioenfondsen er zelf voor zorgen dat hun deelnemers inzicht krijgen in hun pensioenperspectief.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Hoe gaat u dat doen?

Mevrouw **Bos**: Dat gaan wij doen door ervoor te zorgen dat de pensioenfondsen waarvoor wij werken de informatie krijgen die ze nodig hebben. Wij gaan ervoor zorgen dat zij inzicht krijgen in hun kostenstructuren en risicoposities en dat zij goed kunnen beoordelen welke effecten bepaalde stresssituaties hebben op de positie waarvoor zij hebben gekozen. Wij gaan ze helpen hun contracten compleet te maken en zorgen ervoor dat ze transparant kunnen zijn over de vraag wat er moet worden gedaan als het slechter gaat met het fonds. Wij zullen ze dan helpen met het nemen van maatregelen.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. Het gaat er natuurlijk om dat een balans wordt gevonden in het risicorendement. Bestaat er een trend bij de pensioenfondsen naar een lager risicoprofiel? Er moet een hoog rendement worden behaald om überhaupt aan de verplichtingen te kunnen voldoen. Transparantie daarin is heel belangrijk. Een laag risicoprofiel heeft natuurlijk een enorme impact, want 1% minder rendement betekent 25% minder pensioen. Kan mevrouw Bos aangeven waar de balans tussen risico en rendement knelt? Hoe ervaart zij dat? Zijn er zaken waar de wetgever wellicht iets aan kan doen?

Mevrouw **Bos**: Het gaat niet alleen over de balans tussen risico en rendement, maar ook over de balans tussen ambitie, de pensioenregeling zelf en de vraag wat het pensioenfonds daarmee wil neerzetten. De premie en het rendementsrisicoprofiel die daarbij passen, moeten altijd het uitgangspunt blijven. Het rendementsrisicoprofiel staat ten dienste van de ambitie van het pensioenfonds en moet samenvallen met het premiebeleid dat het fonds wil voeren. Vanuit dat perspectief wordt de keuze gemaakt.

De pensioenfondsen voelen een ongelooflijke drive om te kunnen blijven doen wat zij tot op heden hebben gedaan voor hun deelnemers. Het risicoprofiel wordt gekozen vanuit de vaste overtuiging dat het mogelijk is dat vast te houden. Wetgeving is hier lastig, omdat de ambitie van de

pensioenfondsen is gericht op een welvaartvast pensioen op lange termijn, dat kan worden geïndexeerd op prijs en looninflatie. Dit vraagt om een daarop gericht rendementsrisicoprofiel en een portefeuille, terwijl het toezichtkader een grens stelt aan een nominale dekkingsgraad. Daar zit een zogenaamde dekkingspagaat in. Er zit een prikkel in om ook het nominale risico af te dekken, terwijl het reële rendement de primaire focus is. Daar zou de wetgever iets aan kunnen doen.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. De pensioenfondsen zijn door de grootste crisis aller tijden gegaan. Sommigen noemen het wel de perfecte storm. De dekkingsgraden gaan echter weer omhoog en het langlevensrisico is weer opgenomen. Er zijn nog wel enige probleempjes, maar als een schip zo'n crisis heeft doorstaan, moet het dan worden verbouwd voor een storm die nog vele malen groter kan worden? Of is dat niet mogelijk, omdat er gebeurtenissen in het leven zijn waartegen wij ons niet kunnen beschermen?

Mevrouw **Bos**: Dat grijpt een beetje aan bij mijn eerste statement. Wij hebben veel moois in ons stelsel. Laten wij daar zuinig op zijn. Ik ben van mening dat nog veel zaken kunnen worden verbeterd. Wij moeten kijken wat we met het langlevensrisico kunnen doen en hoe wij dat in het pensioenstelsel kunnen verwerken. We kunnen de beleggingsspagaat verbeteren. Ik ben het met de heer Ulenbelt eens: als je een storm als deze hebt overleefd, heb je het goed gedaan. Ik kijk daarbij vooral over de grens en ook naar de positie van de Amerikanen en de Engelsen. Wij hebben nog steeds een pensioenstelsel waarmee we de toekomst goed tegemoet kunnen treden.

De heer **Ulenbelt** (SP): Heeft mevrouw Bos teruggekeken naar de situatie van eind 2007, begin 2008? Wat had zij op dat moment kunnen doen, met de kennis van nu, om niet in die lage dekkingsgraden terecht te komen? Zo leer je je lessen. Welke middelen waren toen nodig om de paniek die vooral in 2009 is uitgebroken, te voorkomen?

Mevrouw **Bos**: Als ik toen de kennis van nu had gehad, had ik het beslist anders gedaan. Ik had die kennis echter niet en daarom vind ik dit een moeilijke vraag. Wat is voor vandaag het beste beleid voor de toekomst? Zo hebben wij er toen naar gekeken. Met de kennis van toen hebben wij gekeken hoe de verschillende markten ervoor stonden. Wij hebben ons afgevraagd wat er stond te gebeuren en bekeken waar het kon tegen- of meevallen. Wij denken nog steeds dat dit op de lange termijn het beste beleid is. Wij hebben voorkomen dat we zijn meegaan met de emotie van het moment en zijn objectief omgaan met het langetermijnperspectief. Met dat als uitgangspunt doe je niet zo gek veel andere dingen. In 2007 hadden de pensioenfondsen een hogere dekkingsgraad dan ze vandaag hebben. Bij die dekkingsgraad hoorde de vraag of er verder moest worden gegaan met het vergroten van de buffers, het afbouwen van het risicoprofiel of het verlagen van de premiestructuur. Die discussies waren wel degelijk gaande, al hebben ze niet tot het nemen van maatregelen geleid. Het speelde wel degelijk en dat waren ook de keuzes waarvoor wij stonden.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Mevrouw Bos zegt dat ons stelsel de storm goed heeft doorstaan in vergelijking met de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Eerder vandaag zijn deze landen als voorbeeld genoemd. Volgens de heer Bosch was het Verenigd Koninkrijk het lichtend voorbeeld. De Verenigde Staten hebben bij het passief en actief beleggen een andere keuze gemaakt. Heeft mevrouw Bos hier een andere kijk op? Ik

heb ook wat nare berichten uit het Verenigd Koninkrijk gehoord. Het is voor de mensen thuis en hier op de tribune relevant hoe mevrouw Bos dit beziet.

Mevrouw **Bos**: Misschien mag ik dan met een ander continent beginnen, namelijk Australië. Ik ben een aantal weken geleden gevraagd daar een verhaal te vertellen over het Nederlandse pensioenstelsel, naar aanleiding van een studie naar veertien verschillende pensioenstelsels en de kwaliteit daarvan. Het ging onder meer om duurzaamheid, kwaliteit, breedte van de dekking en de kosten. Het Nederlandse pensioenstelsel is daar als sterkste pensioenstelsel ter wereld gerankt. Het is overigens leuk om je verhaal te vertellen voor een publiek dat jaloers is op ons stelsel. Ik heb daar ook verschillende gesprekken gevoerd met pensioenfondsbestuurders en een beter begrip gekregen van het Australische pensioenstelsel. Het is een stelsel waarvan wij iets kunnen leren. Het individu heeft de keuzevrijheid om te kiezen voor een pensioenstelsel en een eigen beleggingsprofiel en mag op de pensioneringsdatum zelf bepalen wat hij met het opgebouwde pensioengeld wil doen. Dat heeft een aantal bijeffecten. De pensioenfondsen moeten marketingkosten maken om deelnemers te trekken. Werkgevers moeten met veel pensioenfondsen communiceren en pensioenfondsen met veel werkgevers. Dat veroorzaakt veel administratieve lasten. Het bijeffect is dat mensen in de verleiding komen hun pensioengeld aan andere zaken te besteden, zoals het afkopen van schulden. Daar is het pensioengeld uiteindelijk niet voor bedoeld. Als wij gaan kijken wat er bij ons anders moet, moeten wij ook kijken hoe het elders gaat en wat daarvan de effecten zijn.

Bij het Amerikaanse stelsel speelt een andere discussie. Pensioenfondsen moeten besluiten nemen op twee niveaus. Het eerste niveau gaat om de vraag welk beleid moet worden gevoerd. Die keuze is de eerste vertaling van de ALM-studie naar een beleggingsportefeuille en een strategische benchmark. In die keuze wordt zeker 90% van het uiteindelijk te verwachten rendement bepaald. Vervolgens wordt de portefeuille daadwerkelijk ingevuld en daarmee kan worden gekozen voor een actieve of een passieve strategie, die nog iets kan toevoegen aan het werkelijke rendement.

Het speelt een rol of het pensioenfonds denkt in staat te zijn op een consistente manier op lange termijn beleggers te vinden die beter zijn dan de markt. De beleggers die het minder goed dan de markt doen, worden vermeden. Dit is een lastige opgave, waarin niet veel mensen slagen. De keuze voor een actieve of een passieve strategie moet vanuit dat perspectief worden gemaakt. Een belangrijke afweging is dat het niet alleen gaat om een keuze voor een verwacht rendement, maar ook om de bijkomende effecten.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. We zouden bijna vergeten dat we hier zitten naar aanleiding van een uitzending van ZEMBLA en het rapport van de heer Bosch, hoewel het zeer interessant is wat wij hier vandaag doen. Er worden gigantische bedragen genoemd; het gaat om miljarden. Hoeveel heeft PGGM de afgelopen decennia aan premie-holidays gespendeerd? Afgezet tegen het bedrag van de heer Bosch, is het aardig te weten hoeveel PGGM heeft verloren aan beleggingen. Mevrouw Bos moet dit bedrag relateren aan het bedrag van 146 mld. Als PGGM minder risicovol had belegd, wat had er dan meer in de kas gezeten? Dit moet mevrouw Bos relateren aan het bedrag van 36 mld. dat de heer Bosch heeft genoemd.

Mevrouw **Bos**: Ik kan die vragen niet beantwoorden, omdat ik hier zit namens een pensioenuitvoeringsorganisatie en niet namens een pensioenfonds. Deze vragen moeten worden gesteld aan de pensioenfondsen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Dat is jammer. Ik dacht dat ik deze vragen aan u kon stellen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Mevrouw Bos gaf net aan dat meer keuzemogelijkheden ook tot negatieve resultaten kunnen leiden vanwege allerlei bijkomende effecten. Welke instrumenten kan zij ons aanreiken om de positie van de deelnemers te versterken?

Mevrouw **Bos**: In ons stelsel is de positie van de deelnemer vooral gereflecteerd in de vertegenwoordigingsorganen van de pensioenfondsen. De deelnemer moet voldoende vertrouwen hebben dat een vertegenwoordigingsorgaan goed begrijpt wat de deelnemer zoekt. Er moet voldoende uitleg worden gegeven waarom een bepaalde keuze wordt gemaakt. De deelnemer moet vertrouwen kunnen hebben in het stelsel. Dat is inherent aan ons stelsel.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dan neem ik aan dat het bestuur een afspiegeling moet zijn van de deelnemers, die dan evenveel medezeggenschap krijgen. Begrijp ik dat niet verkeerd?

Mevrouw **Bos**: Dat betekent dat het bestuur alle belangen evenwichtig zal afwegen en ook goed zal moeten begrijpen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik zal daarop niet doorgaan. Ziet mevrouw Bos verschil in kennis en beheersing van bestuurders en uitvoerders, vooral van de grote en de kleine fondsen? Hoe waardeert zij dat? Hoe waardeert zij de financiële instellingen en de pensioenfondsen?

Mevrouw **Bos**: Ik geef een beetje een algemeen antwoord. Er zijn 550 pensioenfondsen in Nederland en dan kan het niet anders dan dat de samenstelling en dus ook de kennis en de ervaring uiteenlopen. Ik durf niet te zeggen dat kleine pensioenfondsen zich per se minder positioneren dan de grote, noch andersom. De verschillen zijn er en de individuele pensioenfondsen zullen goed moeten nadenken over de vraag hoe zij alle kennis en kunde binnenhalen. Het bestuur moet kennis hebben van de arbeidsvoorwaarden en van de maatschappelijke positie van het pensioenfonds en de pensioenen. Het moet kennis hebben van beleggingen, juridische zaken, communicatie en ALM. Dat is heel veel en daarom zijn mensen met verschillende achtergronden en kennis en kunde nodig. De tweede vraag heb ik niet goed begrepen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Welke waardering kunt u geven aan het beleggingsbeleid van financiële instellingen en pensioenfondsen?

Mevrouw **Bos**: Wat bedoelt u met financiële instellingen?

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Financiële instellingen beleggen ook, evenals pensioenfondsen. Zit daar veel verschil in? Hoe waardeert u dat?

Mevrouw **Bos**: Een verzekeraar belegt om de risico's van zijn portefeuille te verkleinen en heeft daarmee een ander uitgangspunt dan een pensioenfonds, dat naar de verplichtingen kijkt waartegen het bestuur zijn beleid wil afzetten. Zo heeft iedere instelling die iets te beleggen heeft haar eigen perspectief en doelstellingen. Dat maakt het in generieke zin niet eenvoudig om daar een kwaliteitslabel aan te hangen.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Ik heb nog een vraag over een onderwerp dat vandaag eerder aan de orde kwam, namelijk de verhouding tussen fondsen, uitvoerders, vermogensbeheerders en de partijen die daar weer achter zitten. Ook de kwaliteit van de mensen werd genoemd. De heer



Frijns heeft gezegd dat er bij de fondsen nog wel aan een kostenpost moet worden gedacht. Er moet veel meer kennis en expertise komen. De verhouding tussen de uitvoerende partijen en de partijen die daar weer achter zitten, zoals de vermogensbeheerders, is enigszins scheef. Dat heeft ook met de betaling te maken. Hoe ziet mevrouw Bos dit?

Mevrouw **Bos**: Ik denk dat een pensioenfondsbestuurder een veeleisende rol en een grote verantwoordelijkheid heeft. Daarbij hoort dat er voldoende tijd en continuïteit in een pensioenfondsbestuur moet zitten. Dit moet voldoende worden beloofd om het werk waar te kunnen maken. In de samenwerking tussen de verschillende partijen is het absoluut belangrijk dat er zo veel mogelijk gelijkheid van kennisniveau is en dat men elkaar goed begrijpt. Ik bedoel geen gelijkheid in de zin van dezelfde hoeveelheid kennis, want een pensioenfondsbestuurder zal nooit alle detailkennis hebben die nodig is om een specifieke beleggingstransactie uit te voeren. Dat hoeft ook niet, maar hij moet wel kunnen beoordelen hoe de portefeuille in elkaar zit. Ook moet hij de risico's kunnen beoordelen en kennis hebben van de triggers daarvan. Hij moet weten wanneer en waarom er moet worden bijgestuurd. Dat vraagt bij veel besturen om investeringen.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Mevrouw Bos gebruikt natuurlijk de hele tijd een voorzichtige terminologie, zonder een oordeel te vellen. Zij heeft te maken met veel fondsen en bestuurders. Wij kunnen discussiëren over de vraag of er beleggingsspecialisten moeten worden ingezet of goede bestuurders die durven door te vragen totdat ze het echt begrijpen. Hebben wij daar niet veel te lang veel te weinig aandacht aan besteed? Of vindt mevrouw Bos dat de bestuurders allemaal *pico bello* in orde zijn en dat er permanent supervertegenwoordigers tegenover haar zitten?

Mevrouw **Bos**: Ik denk inderdaad dat het in de breedte beter kan, maar ik maak er wel een aantekening bij. De traditionele basiskennis en kunde van de pensioenfondsbesturen zijn de arbeidsvoorwaarden en de maatschappelijke verankering. Die moeten worden aangevuld met veel soorten kennis en daarmee wordt een breed perspectief gecreëerd.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): U pleit er eigenlijk voor dat de vereisten voor pensioenfondsbestuurders worden opgeschroefd. Er is sprake van collectiviteit van het bestuur. Er hoeft slechts één persoon te zijn die de kennis in huis heeft en dan is DNB al tevreden.

Mevrouw **Bos**: Wat ik probeer te zeggen, is dat de collectiviteit van heel veel markten thuis moet zijn. De verschillende soorten kennis en kunde moet kunnen worden verdeeld over verschillende mensen.

De **voorzitter**: U begon uw betoog met te zeggen dat er inzicht moet zijn in de risico's en de kosten. Dat lijken open deuren, maar vandaag blijkt dat dit niet helemaal het geval is. Op welke wijze hebben deelnemers aan bijvoorbeeld het Pensioenfonds Zorg en Welzijn, dat ik hier aan u mag linken, inzicht in de kosten die in rekening worden gebracht of die een vermogensbeheerder als PGM maakt?

Mevrouw **Bos**: De deelnemers van pensioenfondsen hebben tot op heden een beperkt inzicht in de kosten die voor hen worden gemaakt. De pensioenfondsen hebben overwegend een redelijk inzicht in deze kosten. Een belangrijk aspect daarbij is dat de complete kosten in de keten helder worden gemaakt. Niet alleen de directe kosten, maar ook de indirecte kosten moeten inzichtelijk worden gemaakt, zoals de kosten voor een custodian of voor wie er ook maar in de keten een rol speelt. Dat is nodig om af te kunnen wegen welke investering noodzakelijk is. Als dat wordt

geprobeerd – ik ben ervan overtuigd dat het mogelijk is, dus het woord proberen is hier niet terecht – wordt het vervolgens heel lastig om dat op een vergelijkbare basis te brengen. Het ene pensioenfonds kiest voor een beleid met passieve beleggingen die dicht bij het fonds worden uitgevoerd tegen relatief lage kosten en met een bijbehorend rendementsprofiel. Een ander pensioenfonds kan besluiten het wat verder in de keten te leggen door meer uitvoerders in te schakelen. Weer een ander pensioenfonds besluit private beleggingen te gebruiken, met een ander rendementsprofiel en een ander kostenniveau. Het wordt al snel lastig een algemene uitspraak te doen over de billijkheid van een kostenniveau en dan heeft een deelnemer er niets aan. Het moet hem daadwerkelijk iets opleveren en hij moet het goed kunnen begrijpen. De exercities worden gedaan door de Canadese onderneming Cost Effectiveness Measurement, die wereldwijd al heel lang met een aantal pensioenfondsen, waaronder Nederlandse fondsen, werkt aan het vergelijkbaar maken en het onder een noemer brengen van de kosten. De normkosten van een fonds worden afgezet tegen de keuze die dat fonds heeft gemaakt. Er wordt hard aan gewerkt dat inzicht verder te verbeteren en te versterken. Ik ben van mening dat er wel degelijk een basis kan worden gelegd.

**De voorzitter:** U geeft aan dat fondsen een redelijk inzicht in de kosten hebben. Van Robeco hoorde ik dat fondsen een volledig inzicht in de kosten hebben. Heeft een pensioenfonds volledig inzicht in de kosten die direct en indirect in rekening worden gebracht door de vermogensbeheerder en de pensioenuitvoerder?

**Mevrouw Bos:** Ik kan dit antwoord niet geven voor 550 verschillende pensioenfondsen. Wat de fondsen in de tabel betreft, is het antwoord ja. Als Robeco als uitvoerder zegt dat de fondsen inzicht in de kosten hebben, merk ik wel op dat de kosten van de uitvoerder niet de kosten van het pensioenfonds zijn. De kosten van het pensioenfonds zijn de fiches die de belegger in rekening brengt. Het pensioenfonds weet wat het betaalt en wat de kosten zijn. Dat is niet zo moeilijk.

**De voorzitter:** Wat zou u ervan vinden als die kosten op dit moment openbaar worden gemaakt?

**Mevrouw Bos:** Ik denk dat het goed is als die kosten inzichtelijk worden gemaakt voor de deelnemers. Ik herhaal dat het griezelig is om de kosten met elkaar te vergelijken op een geaggregeerd niveau, als wij niet voldoende duidelijk kunnen maken waardoor de verschillen ontstaan en wat de betekenis van die verschillen is.

**De voorzitter:** Binnen welke termijn denkt u dat de kosten openbaar en vergelijkbaar kunnen zijn?

**Mevrouw Bos:** Ik denk dat heel veel fondsen al open zijn over hun kosten en anders moeten zij proberen dat te worden.

**De voorzitter:** Welke fondsen zijn in uw ogen goed bezig?

**Mevrouw Bos:** Ik vind dat het Pensioenfonds Zorg en Welzijn goed bezig is met het verschaffen van transparantie van zijn kosten.

**De voorzitter:** De deelnemers hebben inzicht in de kosten?

**Mevrouw Bos:** Er is een verschil tussen transparantie en inzicht. De hoogte van de kosten kunnen wel transparant worden gemaakt, maar vervolgens moet ook de betekenis daarvan aan de deelnemer worden uitgelegd. Het hebben van inzicht en het kunnen interpreteren van de

kosten en het louter zien van cijfertjes, zijn twee verschillende dingen. Er moet worden gecommuniceerd met de deelnemers en dat kost tijd.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Het is overduidelijk dat de kosten transparantie belangrijk is en dat die te lang niet duidelijk is geweest. Er bestaat natuurlijk ook nog een behoorlijk pensioenalfabetisme bij de deelnemers. Wat moet er gebeuren voor die deelnemers? Moet er niet op de salarisstrook staan wat de pensioenafdrachten precies zijn en wat dat betekent? Aan het eind van het jaar krijgt iedereen een UPO, maar wat kan er volgens mevrouw Bos nog meer worden gedaan om het pensioenbewustzijn te vergroten? Ik denk aan een soort APK, zodat de deelnemer kan zien hoe hij ervoor staat en wat hij zou kunnen doen. Pas aan het eind van hun werkzame leven staan mensen stil bij hun pensioen. Hoe ziet mevrouw Bos dit als uitvoerder?

Mevrouw **Bos**: Ik denk dat er meer gedaan kan worden richting de deelnemer om duidelijk te maken wat hij aan premies heeft ingelegd, wat de kosten zijn, welk rendement is toegevoegd en wat dat voor hem betekent. Ook de mogelijke effecten die nog kunnen ontstaan door de onzekere toekomst moeten worden vermeld, oftewel een vertaling van het risico en de betekenis daarvan.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Waarom is dit eigenlijk nooit eerder gebeurd? Een pensioen is een onzekere zekerheid, maar dat is nooit eerlijk verteld door de sociale partners.

Mevrouw **Bos**: Om te beginnen is dat nooit eerder gebeurd omdat het niet gemakkelijk is. Als de roep om pensioenbewustzijn niet groot is, moet worden geïnvesteerd om de informatie boven water te krijgen. Het staat niet bovenaan het lijstje, maar naarmate de roep groter wordt, het pensioenbewustzijn toeneemt en de mensen daaraan meer belang hechten, gaan deze bewegingen zeker komen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Het geld is van de deelnemers en niet van de pensioenfondsen, noch van de werkgeversorganisaties of de werknemersorganisaties. Het bevreemdt mij dat de deelnemers tot op de dag van vandaag nog steeds geen inzicht in de kosten kunnen krijgen. Zij weten ook niet wat de wijzigingen voor de individuele deelnemers betekenen. Verbaast mevrouw Bos zich daar niet over?

Mevrouw **Bos**: Daar begon ik mijn verhaal ook mee. Ik vind dat er helder moet worden gecommuniceerd en dat er meer inzicht moet worden gegeven.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Als u zich daarover verbaast, waarom is dat in al die jaren dan niet gebeurd? Dit is niet nieuw.

Mevrouw **Bos**: Dat is het antwoord dat ik net ook gaf.

De **voorzitter**: Dan heb ik nog een andere vraag voor u. U zegt dat u het met de kennis van nu anders had gedaan. Wat had u anders gedaan?

Mevrouw **Bos**: Als je zeker weet dat er een crisis aankomt, neem je je maatregelen.

De **voorzitter**: Ja, oké. Ik dacht dat er nog andere zaken waren, zoals aandelenverkoop op de dag voor de aandelendaling. Zijn er, behalve de timing, nog andere fundamentele lessen waarvan u als uitvoerder hebt geleerd?

Mevrouw **Bos**: Er zijn wel meer lessen getrokken. De liquiditeit is al eerder voorbij gekomen. Een andere les die wij hebben geleerd, is dat de risico's reëel zijn en dat zich vooral staartrisiko's kunnen voordoen. Dat weten wij allemaal wel, maar er is een verschil tussen weten en realiseren, het echt tot je door laten dringen. Er zijn maatregelen getroffen om vooral met de staartrisiko's anders om te gaan.

De **voorzitter**: Die eerste opmerking triggert mij even. Hebt u te maken gehad met liquiditeitsproblemen tijdens het opdrogen van de markt in de tijd van Lehman Brothers?

Mevrouw **Bos**: Nee, maar wij hebben wel ervaren dat liquiditeit niet alleen een relatie heeft met de pensioenstroom, maar dat in tijden van crisis een enorme druk op de liquiditeit kan ontstaan. Wij zijn daar zeer alert op geweest. Het is iets wat voor iedereen heel duidelijk is geworden.

De **voorzitter**: Ik geloof dat uw antwoorden helder waren. Dank u wel.

### **Gesprek met: mevrouw Kellerman (DNB)**

De **voorzitter**: Welkom bij het laatste, maar zeker niet onbelangrijkste blok van deze zitting vandaag. In alle blokken is gerefereerd aan u, mevrouw Kellerman en aan de positie van DNB. Daarmee heeft u een behoorlijk unieke positie. Wij hebben een memo ontvangen dat straks pas openbaar wordt. Aangezien vanmorgen het jaarverslag van DNB is uitgekomen, is het wellicht goed aandacht te besteden aan de punten die over de pensioenen gaan.

Mevrouw **Kellerman**: Voorzitter. Dank u zeer. Ik zal kort een paar punten aanstippen en het een en ander zeggen over ons jaarverslag. Ons pensioenstelsel valt en staat bij vertrouwen en door het toezicht van DNB proberen wij daaraan zo veel mogelijk bij te dragen. Dat toezicht richt zich op de belangen van alle deelnemers, jong en oud. Vandaag is het al vaker aan de orde geweest: pensioenfondsen lopen risico's en de vraag is of dat erg is. Het is duidelijk dat de pensioenfondsen sinds de jaren tachtig steeds meer zijn gaan beleggen in zakelijke waarden en dat daarmee ook het risico is toegenomen. Daarbij komt dat de pensioenfondsen aan de verplichtingenkant worden geconfronteerd met stijgende levensverwachtingen, maar ook met een al jaren durende trendmatig dalende rente. Aan de inkomstenkant zijn de premies een aantal jaren achtergebleven en er kan steeds minder worden gerekend op de bijdragen van sponsors. Vervolgens is de reactie daarop dat het beleggingsbeleid zodanig wordt aangepast dat de ambitie van ons stelsel om een geïndexeerd pensioen te bieden, kan worden waargemaakt. Daardoor worden de risico's vergroot. DNB is niet tegen het nemen van risico's. Het is belangrijk om dat vast te stellen. Beleggingsrisico's zijn een gegeven wanneer men rendement wil maken. Volledig matchend beleggen in het huidige stelsel is niet mogelijk. Wij realiseren ons dat pensioenfondsen blootstaan aan risico's op de markten. Ik zal daar straks nog iets over zeggen. Ik kan niet voldoende benadrukken dat het heel belangrijk is dat het beleggingsbeleid waarvoor een fonds kiest, is afgestemd op de eigenschappen en de rijpheid van het fonds en, zoals mevrouw Bos zojuist al heeft opgemerkt, op het afgesloten contract. Zo zijn er nog enkele eigenschappen van fondsen waarmee rekening moet worden gehouden in het beleggingsbeleid. Een ander belangrijk uitgangspunt binnen ons toezicht is dat het bestuur, dat zonder meer beleggingsrisico's loopt, wel grip daarop moet hebben. Er moet goed onderscheid worden gemaakt tussen twee soorten risico's: enerzijds het marktrisico met de vraag of je meer of minder op je balans

wilt nemen, en anderzijds het risico dat ontstaat door de inrichting van het beleggingsproces. Daarbij is een goed risicobeheer uiteraard van essentieel belang. Het risicobeheer moet goed aansluiten bij de complexiteit van het beleggingsbeleid. Van DNB mag men best beleggen in complexe producten, maar dan moet het risicobeheer daar wel op aansluiten. Vanzelfsprekend is de deskundigheid van het bestuur en de adviseurs dan buitengewoon essentieel.

Ik heb zojuist een aantal structurele problemen van ons stelsel geschetst. Op dit moment werken de sociale partners aan een nieuw pensioencontract. Het is niet onze rol om daarop vooruit te lopen of onze ideeën of gedachten daarover te ventileren. Het is voor ons wel van belang dat een nieuw stelsel voldoet aan een aantal randvoorwaarden. Ik som ze kort op, zoals ik hier al eerder heb gedaan. Het stelsel moet duurzaam zijn, zowel qua financiële soliditeit als qua draagvlak. Daarbij is transparantie buitengewoon belangrijk; wij moeten af van de verwachtingskloof die nu bestaat tussen wat mensen verwachten van hun pensioen en wat daadwerkelijk kan worden waargemaakt. Het contract moet kunnen worden uitgelegd aan de deelnemers om een nieuwe verwachtingskloof te voorkomen. Daarnaast moet het gehele stelsel ook nog uitvoerbaar zijn. Alle overgangsregelingen, alle nuances en alle keuzemogelijkheden ten spijt, moet een stelsel ook nog eens tegen redelijke kosten kunnen worden uitgevoerd.

Ten slotte is het niet onbelangrijk dat het stelsel moet kunnen worden gevat in een stevig en helder toezichtkader. Als de wetgever vindt dat de toezichthouder een rol moet spelen in zo'n stelsel, is het van belang dat hij die rol ook kan spelen.

Een eerste randvoorwaarde voor het toezichtkader is het managen van de verwachtingskloof van de deelnemers, zodat wij niet «promise more, but get less» krijgen. De tweede voorwaarde is de transparantie, het vooraf en achteraf afleggen van verantwoording over hun beleggingsbeleid door de pensioenfondsen. De belangen van de deelnemers moeten worden gewaarborgd door een stevig toezichtkader met heldere normen. De pensioenfondsen moeten tegen een duidelijke lat kunnen worden gelegd, waarover zowel met het bestuur als met de buitenwereld kan worden gecommuniceerd.

Ik citeer uit de inleiding van ons jaarverslag over de pensioenproblematiek. Daarbij is het goed om in het achterhoofd te houden dat ik hier zit als toezichthouder. Dit jaarverslag is van DNB en die heeft dit in haar rol als economisch adviseur van de overheid geschreven met een macroblik. Over het pensioendossier wordt het volgende gezegd onder de kop Onvoldoende buffers in Nederland – de pensioenproblematiek: «In de zomer kwam naar buiten dat sommige Nederlandse pensioenfondsen zouden moeten afstempelen. Doordat echter sindsdien de rente en de aandelenkoersen zijn gestegen en enkele werkgevers hebben bijgestort, is de financiële positie van pensioenfondsen aan het eind van het jaar weer wat verbeterd, ondanks het feit dat met een hogere levensverwachting moet worden gerekend. Dat betekent niet dat de pensioensector uit de problemen is, want de dekkingsgraden zijn nog lang niet op een niveau dat er (volledig) geïndexeerd kan worden. Het huidige pensioenstelsel staat ook structureel onder grote druk. Dat komt deels door de forse stijging van de levensverwachting. Minstens even belangrijk is echter dat de kapitaalbuffers van de pensioenfondsen over de afgelopen twee decennia sterk geërodeerd zijn. In 1990 was de gemiddelde nominale dekkingsgraad nog 223%; eind 2010 was die circa 107%. Deze ontwikkeling was het resultaat van een trendmatige rentedaling, premies die te laag waren ten opzichte van de rechten van deelnemers en andere kosten waarmee het stelsel werd belast, zoals die van vervroegde uitkering en een beleggingsbeleid dat zeker achteraf bezien te risicovol was. De rekening daarvan ligt nu op tafel. Inmiddels is een nieuw pensioencontract in de maak, dat voor de deelnemers aanzienlijk minder garanties kent

dan het huidige contract en tegelijkertijd de fondsen aanzet tot het nemen van meer beleggingsrisico's. Dat is primair een keuze van werknemers en werkgevers. Wel mag worden verlangd dat duidelijk aan de deelnemers wordt uitgelegd wat de consequenties van die keuzes zijn, in goede tijden, maar ook in slechte tijden. Aangezien een pensioenregeling een verplichte arbeidsvoorwaarde is waarvoor loon wordt ingehouden, moet een werknemer op zijn minst weten waar hij aan toe is. Dat geldt te meer daar Nederlandse werknemers vrij sterk hechten aan pensioenzekerheid, zo blijkt uit recent onderzoek van de bank. Kan de pensioenregeling die zekerheid niet bieden, dan zal de deelnemer die elders moeten kopen. Deelname aan een pensioenregeling beslaat bijna een hele levenscyclus van een individu. Een verandering van de spelregels gedurende de rit is daarom een zeer ingrijpende zaak, waarbij de grootst mogelijke zorgvuldigheid zal moeten worden betracht. Een overgang naar een nieuw stelsel vereist dus een goede oplossing voor de behandeling van bestaande rechten.»

**De voorzitter:** U maakt een zeer stevig statement. Wij hebben van alles voorbereid, maar niet dit. Wij zouden niet spreken over het pensioenakkoord, maar mevrouw Koşer Kaya heeft daar zo te horen een andere opvatting over.

U zegt dat het beleggingsbeleid achteraf gezien te risicovol was. In het statement dat u aan het begin maakte, gaf u duidelijk aan dat het bestuur twee risico's moet managen, namelijk het marktrisico en het risico dat gepaard gaat met de inrichting van het beleggingsproces. U kunt niet ingaan op individuele casussen, maar kunt u wel aangeven hoe fondsen goed and bad practices hebben op het beleid van dat beleggingsproces?

**Mevrouw Kellerman:** Ja, dat kan ik zeker doen. U weet dat we sinds de crisis begin 2009 zijn begonnen met een uitvoerig onderzoek naar het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen. Wij hebben geprobeerd daarbij een zeker onderscheid te maken tussen de marktrisico's en de beheersingsrisico's. Wat wij toen hebben aangetroffen, was heel verschillend. Wij hebben fondsen gezien waar het behoorlijk goed op orde was, wij hebben fondsen gezien waar slechts een aantal zaken op orde was en wij hebben fondsen gezien waarvan wij enigszins zijn geschrokken. Dat verschil zit bijvoorbeeld in de precieze inhoud van de mandaten die worden gegeven aan de assetmanagers. Er zijn fondsen die dachten dat ze een heel duidelijk beperkt mandaat hadden meegegeven aan een assetmanager, terwijl toch bleek dat binnen dat mandaat meer risico kon worden genomen dan gedacht. Er wordt bijvoorbeeld een mandaat gegeven voor geldmarktactiviteiten, maar het fonds realiseert zich vervolgens niet dat er dan toch uiteindelijk niet in geldmarktfondsen wordt belegd, maar in subprime. Dit gaat niet op voor alle fondsen; het is slechts een individueel anekdotisch bewijs. Het is niet op grote schaal voorgekomen.

Na de crisis hebben wij dit onderzocht. Het is niet zo dat onze pensioenfondsen enorme financiële verliezen hebben geleden omdat ze massaal in subprime waren gedoken, maar de exposure was er wel degelijk.

Een ander voorbeeld is dat men zich wel had gerealiseerd dat er risico's zijn verbonden aan het uitlenen van effecten, maar niet dat daaraan ook liquiditeitsrisico's kunnen kleven. Bij het gebruik van derivaten die verband houden met het uitlenen van effecten, kan bij een grote uitslag van de markt om een onderpand worden gevraagd. Als alle effecten zijn uitgeleend, kan het onderpand niet worden gegeven. Tegen zulke voorbeelden zijn wij aangelopen.

Wij zijn ook bezig met een inventarisatie en die hopen wij volgende maand naar de fondsen te kunnen sturen. Het gaat om een aantal good practices. Wij zien ook wel dat fondsen aan het worstelen zijn en dat ze behoefte hebben aan concrete oplossingen. Wij proberen volgende



maand een brief te sturen over welke vragen de fondsen zichzelf zouden moeten stellen, maar ook met een aantal good practices. Een daarvan is: niet snappen, is niet doen. Het bestuur van een pensioenfonds kan zich bij ieder voorstel van de uitvoerder, bijvoorbeeld over nieuwe beleggingsinstrumenten, uitvoerig laten uitleggen waarover het precies gaat en welke risico's daaraan zijn verbonden. Vervolgens trekt het bestuur zich terug, maakt een afweging en zegt ja of nee. Het kan dan zeggen: als we het niet snappen, doen we het niet. Dat lijkt logisch, maar voor de crisis was dit nog niet overal gemeengoed. Ik zeg er wel bij dat sinds die tijd veel is gebeurd. Ook de koepels hebben hierin veel aandacht en energie gestopt. Er zit absoluut beweging in, maar niet over de gehele linie.

De **voorzitter**: Dat is helder. Er waren pensioenfondsen die contracten zijn aangegaan die ze zelf niet snapten.

Mevrouw **Kellerman**: Dat heeft zich inderdaad voorgedaan.

De **voorzitter**: Daar schrik ik van. Ik neem aan dat het over miljardenmandaten gaat. Daar hebben wij het toch over?

Mevrouw **Kellerman**: Ja, dat klopt. Wij zijn ook geschrokken.

De **voorzitter**: U hint in uw antwoord naar liquiditeitssteun. De heer Frijns heeft hier vanmorgen gezegd dat een aantal fondsen aan het begin van de crisis directe liquiditeitssteun nodig had, omdat zij op dat moment niet beschikten over voldoende geld om de pensioenen uit te betalen. Heeft dat zich in 2008 voorgedaan en op welke schaal?

Mevrouw **Kellerman**: Het heeft zich wel voorgedaan. Er dreigden liquiditeitsspanningen en wij hebben daar veel tijd en energie ingestopt. We hebben met veel partijen gesproken en zeer zorgvuldig de vinger aan de pols gehouden. Uiteindelijk is het opgelost, maar niet door ons. Wij hebben niet achter de schermen geheime acties uitgevoerd, maar hebben ons wel zeer actief op het onderwerp gestort. De relevante partijen zijn om de tafel gezet en wij hebben ervoor gezorgd dat men ook met elkaar ging praten. Dat heeft wel geholpen; er is geen fonds geweest dat niet aan zijn betalingsverplichtingen kon voldoen.

De **voorzitter**: Maar het zat er wel zo dichtbij dat u zich daarover ernstig zorgen hebt gemaakt.

Mevrouw **Kellerman**: Ja, absoluut.

De **voorzitter**: Dat is helder. U hebt aangegeven dat de pensioenfondsen de mandaten niet begrijpen. Hebben zij en DNB inzicht in de kosten die direct en indirect voor hun beleggingen worden gemaakt?

Mevrouw **Kellerman**: Ik zal zo uw vraag beantwoorden. Ik wil de vorige vraag nog graag toelichten. De kredietcrisis lijkt alweer een beetje achter de horizon verdwenen, maar die crisis werd in belangrijke mate getriggerd omdat het een liquiditeitscrisis was. Het begon ermee dat banken elkaar niet meer zo gemakkelijk in de professionele geldmarkt geld ter beschikking stelden. Die geldmarkt is dezelfde markt waarop een aantal pensioenfondsen actief is. De fondsen maakten zich zorgen en wij ook, omdat er een opdroging plaatsvond. Dit moet in het oog worden gehouden als er wordt gesproken over een liquiditeitsprobleem bij de pensioenfondsen. Het is zonder massale ingrepen goed afgelopen, maar als banken met zo'n probleem kampen, doet dit probleem zich wereldwijd voor bij alle grote beleggers, waaronder ook de pensioenfondsen vallen.

Ik kan niet precies uw vraag beantwoorden of pensioenfondsen inzicht hebben in de kosten van hun beleggingen. Het lijkt mij sterk dat in onze verslagstaten onderscheid wordt gemaakt tussen directe en indirecte kosten. Ik weet dat wij er redelijk zicht op hebben. Wij hebben enige tijd geleden onderzoek gedaan naar de kosten van de pensioenfondsen. Zo'n onderzoek is lastig uit te voeren en er is dan ook veel geklaagd door onder meer verzekeraars. Het is altijd moeilijk om dat soort overzichten vergelijkbaar te krijgen. Het korte antwoord op uw vraag is dus nee, maar er zit wel een zekere verklaring achter.

De **voorzitter**: Moeten wij inzicht willen hebben, of is dat niet wenselijk?

Mevrouw **Kellerman**: Ik denk dat het absoluut wenselijk en belangrijk is om daarop zicht te krijgen. Wij moeten wel één ding bedenken, hoewel ik dan misschien met een te grote macroblik kijk: het is belangrijk, maar of wij daarmee het structurele probleem kunnen oplossen, is maar de vraag. Alles is relatief. Dit is een belangrijk issue. Bij het streven naar meer transparantie en een betere communicatie met de deelnemers, dat overigens meer een onderwerp is voor de AFM, moet je wel weten waarover je het precies hebt. Ik ben zelf geen deskundige op dat gebied. Pensioenfondsen maken vanzelfsprekend kosten en in sommige gevallen vinden wij misschien dat ze te weinig kosten maken. De zucht naar zo veel mogelijk «lean and mean» in het risicobeheer doet ons afvragen of de pensioenfondsen niet wat meer deskundige ondersteuning nodig hebben. De manier waarop wij collectief pensioen sparen, brengt relatief lage kosten met zich.

De **voorzitter**: Hoe hoog zijn die kosten op dit moment?

Mevrouw **Kellerman**: Dat kan ik zo niet zeggen.

De **voorzitter**: Daarvoor moeten wij de AFM uitnodigen.

Mevrouw **Kellerman**: Ja, wel voor de beleggingskosten. Voor de uitvoeringskosten kunnen wij getallen geven, maar die heb ik hier niet paraat.

De **voorzitter**: Ten slotte nog één vraag. U stelt een aantal randvoorwaarden voor een pensioencontract. Kunt u aangeven of het huidige pensioencontract duurzaam, transparant, uitlegbaar en uitvoerbaar is?

Mevrouw **Kellerman**: Dan hebt u het over het huidige contract, zoals dat nu wordt uitgevoerd?

De **voorzitter**: Ja.

Mevrouw **Kellerman**: Ik heb al geschetst dat het niet langer duurzaam is, omdat er structurele problemen zijn met de financiële houdbaarheid. We kunnen ons ook afvragen hoe het met het draagvlak zit. Het contract is ook niet transparant en daar komt nog bij dat het ook niet een volledig contract is. Er zit een aantal elementen in het pensioencontract waarover geen duidelijkheid bestaat, zoals de vraag van wie het geld is. Wij kampen met het probleem dat we te weinig geld hebben en dat we ons afvragen bij wie de rekening moet worden neergelegd. In de theoretische situatie waarin er te veel geld is, is niet duidelijk van wie dat geld dan is. Het contract is wel uitlegbaar, maar dat is tot nu toe niet erg duidelijk over de bühne gebracht. De uitvoerbaarheid gaat wel, waarbij ik wel aanteken dat het nu al behoorlijk ingewikkeld is. Samen met AFM onderzoeken wij hoe goed de pensioenuitvoerders het doen en of de UPOs kloppen. Dat laatste is niet altijd het geval. Gelukkig vallen de afwijkingen over het

algemeen wel mee en ze kunnen zowel naar boven als naar beneden zijn. Wij vermoeden daar niet een enorm complot. Niettemin is het nu al buitengewoon ingewikkeld. Ik ben er huiverig voor daaraan nog veel ingewikkeldheden toe te voegen.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Voorzitter. Op het gevaar af dat ik weer de vraag ga stellen aan de verkeerde persoon, stel ik vast dat wij hier zitten vanwege de uitzending van ZEMBLA, waaraan het rapport van de heer Bosch ten grondslag heeft gelegen. Wij hebben de heer Bosch vanmorgen horen zeggen dat hij het rapport aan mevrouw Kellerman ter goedkeuring heeft gezonden. Heeft zij dat rapport gelezen en is zij het eens met de inhoud daarvan? Ik doel dan met name op drie specifieke onderdelen. De afgelopen decennia zijn de buffers geërodeerd. Wij spreken over een bedrag van 800 mld. dat wordt genoemd als uitholling. Het onderdeel «De slechtste beleggingen» beslaat een bedrag van 146 mld. Daarnaast is er een onderdeel «De 30 mld. die meer in kas zou zijn geweest als er minder risicovol zou zijn belegd.»

Mevrouw **Kellerman**: Ik heb achteraf gehoord dat het rapport bij ons in huis was voor de ZEMBLA-uitzending. De heer Bosch had ongetwijfeld graag gezien dat wij het hadden goedgekeurd, maar dat hebben wij niet gedaan. Dat ligt niet aan de heer Bosch; wij doen dat nooit met zulke rapporten. Voor het overige kunnen wij natuurlijk eindeloos praten over koppen en getallen, over tabellen en de manier waarop we dat allemaal kunnen uitrekenen, maar ik ga dat niet doen. Ik ga ook niet iets zeggen over die getallen. De heer Van den Besselaar heeft drie achterliggende onderdelen genoemd. De bewoordingen van het rapport zijn overigens niet de mijne.

In de inleiding van ons jaarverslag staat dat een van de vier belangrijke factoren, dus niet de belangrijkste, van het structurele probleem in ons pensioenstelsel is dat er een aantal jaren te weinig premie is betaald. Als je dat relateert aan de opgebouwde rechten, moet je constateren dat de mensen die zeggen dat ze hiervoor hebben betaald, het niet juist hebben. Er is wel betaald, maar niet voldoende kostendekkend.

Er zijn ook andere kosten ten laste van het pensioenstelsel gebracht, zoals die voor vervroegde uittreding. Dat is overigens iets heel anders dan dat er geld is verdwenen. Dat moeten wij ons goed realiseren. Je kunt dat een wenselijke keuze vinden of niet, maar er is absoluut geen geld verdwenen; het is aan andere zaken besteed.

Achteraf is het altijd gemakkelijk praten, zoals ook mevrouw Bos al terecht heeft opgemerkt. Achteraf bezien is er risicovol belegd. Ik wil daar graag iets preciezer over zijn. Ik wil geen flauwe verwijten maken met de kennis van nu en vragen waarom de zaken niet anders zijn gegaan. Dat is iets wat mij niet aanspreekt in dit rapport. Tegelijkertijd is het risico in het stelsel behoorlijk toegenomen. Als toezichthouder hebben wij daar duidelijk voor gewaarschuwd, evenals onze voorganger. Men moet zich wel realiseren dat decennialang de bomen tot aan de hemel groeiden. Een toezichthouder kan dan wel roepen dat er aan dit soort beleggingen risico's zijn verbonden en dat het ook een keer fout kan gaan, maar deze waarschuwingen hebben niet veel effect. Daarbij komt dat ons stelsel zo is ingericht dat fondsbesturen grote vrijheid hebben in het maken in van hun beleggingsbeleid. Die vrijheid betwisten wij hen niet, maar hun beleid behoort wel te passen bij de risico's die hun fonds kan dragen. Wij zijn fondsen tegengekomen die al in de liquidatiefase zaten, maar die toch nog risico op risico stapelden. Ze wisten dat er geen premies meer kwamen en dat ze het moesten doen met het bedrag dat in de kas zat. Dat vinden wij onverantwoord. Risicovol beleggen heeft zich absoluut voorgedaan, maar wij mogen niet alles over een kam scheren. Dat is het antwoord op de vraag over de 30 mld., dat overigens een bedrag is dat ik niet herken.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ik constateer dat de heer Bosch vanochtend hier dus heeft gelogen.

De **voorzitter**: Ik aarzel even of ik deze woorden moet toestaan. Ik zou de heer Bosch dan een tegenvraag moeten stellen. Hij heeft gesteld dat het rapport gezien en goedgekeurd was. Daar zit ik nu een beetje mee. Ik denk dat wij straks in de procedurevergadering moeten besluiten of wij de heer Bosch daarover een nadere vraag moeten stellen. Ik stel voor te wachten met het trekken van een eindconclusie. Is het antwoord van mevrouw Kellerman voor het overige duidelijk geweest?

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ja.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Ik wil hier toch even op voortborduren. Mevrouw Kellerman doet de forse constatering dat volgens het jaarverslag de kapitaalbuffers de afgelopen decennia sterk zijn geërodeerd. Zij noemt een aantal argumenten, dat wij hier allemaal kunnen volgen. Wat zij niet noemt, is de rol van de toezichthouder en de wetgever gedurende die periode, die in dit kader zeer relevant zijn. Wij hebben eerder vandaag de Pensioen- en Verzekeringskamer gehoord, die op dat moment geen sancties heeft getroffen. Met de kennis van nu, is dat wellicht verwijtbaar.

Er is veel gesproken over de arbeidsvoorwaarden in plaats van over de pensioenen. DNB zit in een spagaat. Wat goed is voor de economie, zoals een lage rente, is niet altijd even goed voor de pensioenen op langere termijn. Er zijn wel meer spagaten te bedenken voor DNB in haar rol als toezichthouder. Terugkijkend naar het verleden en vooruitblikkend naar de toekomst, ligt er een rol voor de toezichthouder en de wetgever die dit toezicht mogelijk maakt. Hoe beziet mevrouw Kellerman dit?

Mevrouw **Kellerman**: Mevrouw Vermeij stelt terecht dat er een rol is voor de toezichthouder en de wetgever. De heer Van Dam heeft gesproken over het PVK-verleden. Hij heeft er ongetwijfeld op gewezen dat de PVK begin 2000 is gaan werken aan wat later het ftk is geworden. Vooruitlopend daarop heeft de heer Witteveen in 2002 middels een brief hard aan de bel getrokken. Hij heeft een aantal duidelijke lijnen getrokken, die ertoe hebben geleid dat de premieopbrengsten drastisch omhoog zijn gegaan, met als gevolg dat de buffers binnen een paar jaar werden vergroot. Dit heeft geduurd tot het uitbreken van de kredietcrisis in 2007.

Het werken aan het ftk is al begonnen in 1999. In 2001 was het groten-deels gereed en het is uiteindelijk ingevoerd in 2007. Pas toen kwam er een wettelijk kader, dat de verborgen reserves en tekorten die in het systeem van marktwaardering zaten, zichtbaar maakte. Dat heeft in één klap veel zichtbaar gemaakt. Het ftk heeft ook een aantal nieuwe instrumenten aan de toezichthouder gegeven, die veel verandering hebben teweeggebracht. Dit heeft de rol van de toezichthouder duidelijk veranderd. Het primaire primaat van het beleggingsbeleid ligt nog steeds bij de besturen van de pensioenfondsen. De ruimte daarin is nog steeds redelijk groot en dat vind ik een goede zaak.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): U zei net dat u al heel vaak waarschuwt voor risicovol beleggingsbeleid. U doet zelf ook beleggingsonderzoeken, die in uw position paper staan. Dateren die van ver voor de crisis?

Mevrouw **Kellerman**: Nee, de manier waarop we deze onderzoeken nu doen, is van na de crisis. De PVK is in 2008 van kracht geworden en dat was ook het jaar van de crisis. In die jaren hebben wij nieuwe kennis opgebouwd om dieper te gaan. Wij hebben ons altijd wel bemoeid met de opzet van het beleggingsbeleid en de beleidsnota's en gekeken of de beleggingsmix daaraan grosso modo voldeed. Echt heel diep in de

raderen van de organisatie kijken naar de uitvoering en hoe het werkelijk in zijn werk gaat, doen wij pas sinds het beleggingsonderzoek van 2009. Wij gaan daar overigens wel mee door. Wij doen uiteraard meer dan alleen die onderzoeken; wij treden ook op en doen iets met die kennis.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Dat begrijp ik, maar het is wel relevant om te melden dat er voor de crisis om wat voor reden dan ook nog geen onderzoeken beschikbaar waren.

Mevrouw **Kellerman**: Dat klopt, maar misschien mag ik er nog één ding aan toevoegen. Wij hebben niet alleen gewaarschuwd voor de risico's, maar hameren er ook al jaren op dat de veronderstellingen niet te optimistisch moeten zijn. Er is een discussie gevoerd over de maximale parameters die pensioenfondsen mogen hanteren en die vanaf het begin hoger zijn vastgesteld dan wij wilden. Vervolgens zijn ze naar beneden bijgesteld, maar minder dan wij zinvol en verstandig vonden. Dit is een belangrijk punt, waarop wij al voor 2002 voortdurend hebben gehamerd. Uiteindelijk gaat het om veronderstellingen en die mogen nog steeds worden gebruikt bij het bepalen van de gedempte premie. Men mag nog steeds in rendementen rekenen die wij behoorlijk optimistisch en risicovol vinden.

De **voorzitter**: Ik trek even mevrouw Koşer Kaya voor, omdat zij om 17.00 uur weg moet.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Voorzitter. Mevrouw Kellerman zegt dat er is gewaarschuwd voor risicovol beleggen. Vervolgens zegt zij dat de sterk geërodeerde kapitaalbuffers een gevolg zijn van de ruimte in het beleggingsbeleid van de pensioenfondsen. Daarnaast geeft zij aan dat ze daar niet aan wil tornen. Zij zegt wel dat ze in een nieuw stelsel een stevig, helder toezichtkader wil hebben. Waar doelt mevrouw Kellerman dan precies op? Heeft zij nu niet de instrumenten om iets te doen aan die risicovolle beleggingen? Wil ze die überhaupt en welke zouden die dan moeten zijn?

Mevrouw **Kellerman**: Met de opmerking over een duidelijk en helder toezichtkader bedoel ik niet dat wij de pensioenfondsen een beleggingsbeleid willen voorschrijven en al helemaal niet dat wij van tevoren willen zeggen waar ze wel en niet in moeten beleggen. Je kunt het ook van de andere kant benaderen en dan gaat het over veronderstellingen. Als een fonds een bepaalde ambitie heeft, kunnen wij met een zekerheidsgraad toetsen of zij dat met hun beleggingsportefeuille, beleggingsbeleid en risicobeheer waar kunnen maken. Pensioenfondsen zijn langetermijnbeleggers en de onzekerheidsmarge is daardoor groter. Op papier is het op de lange termijn gemakkelijker zichtbaar of ambities kunnen worden waargemaakt dan op de korte termijn. Nu hebben wij redelijk strenge testen in het ftk voor de dekkingstermijn en de herstelplannen, ook voor de korte termijn. De vraag is of wij dat in het nieuwe stelsel zo willen houden. Als wij de risico's goed willen meten, is een langetermijntoets niet voldoende.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Dan ben ik toch wel heel nieuwsgierig of het procesmatig controleren nu niet mogelijk is. Als dat wel het geval is, waarom is het dan alleen bij waarschuwingen gebleven?

Mevrouw **Kellerman**: Ik weet niet wat u bedoelt met het procesmatig controleren.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik zou niet weten hoe ik het anders moet noemen. Ik begrijp dat u niet in het beleggingsbeleid wilt treden. Dat wil ik

ook niet. U wilt echter wel zien hoe de risico's zich ontwikkelen op de korte en de lange termijn. Dan is het toch belangrijk te weten wat daarvoor nodig is? Anders is een waarschuwing niet voldoende.

Mevrouw **Kellerman**: Je kunt daar bepaalde meetinstrumenten op loslaten. Er zijn ftk-instrumenten, maar ook andere instrumenten kunnen worden gebruikt. Het hangt af van het gekozen contract. Het ftk geeft een nominale garantie en daar hoort een harde toetsing bij. De risicovrije rente is vandaag al eerder aan de orde gekomen. Een en ander wordt gewaardeerd op marktwaarde. Vervolgens wordt gekeken hoe de vlag erbij staat en dat wordt gerelateerd aan de verplichtingen. Er zijn allerlei manieren om dat te kunnen doen, maar in het huidige stelsel kunnen wij dat goed meten. Het meetinstrument materialiseert zich pas als de risico's zich hebben voorgedaan. Wij weten het niet beter dan de markt. De risico's bestaan en daarin moeten wij een verstandige mix vinden. In een nieuw stelsel en een nieuw contract kunnen in meer of mindere mate prikkels worden ingebouwd voor pensioenfondsen om meer of minder risico's te nemen. In het huidige ftk zitten nog steeds te veel prikkels die de pensioenfondsen aanzetten tot het nemen van risico's, zoals verwachtingen over het rendement.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Heeft DNB nu niet de maatregelen om daar iets mee te doen op het moment dat dit duidelijk wordt?

Mevrouw **Kellerman**: We hebben voldoende instrumenten om in te grijpen. Wij voeren ieder jaar bij tien fondsen beleggingsonderzoeken uit, maar kunnen niet bij vierhonderd fondsen de gehele portefeuille doorlopen. Dat is niet mogelijk.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Voorzitter. Ik heb twee vragen aan mevrouw Kellerman. Vanmiddag heeft een afgevaardigde van Robeco gezegd dat hij het een goed idee vindt een gemiddelde dekkingsgraad te hanteren en niet uit te gaan van een momentopname. Ik vraag mij af of mevrouw Kellerman weleens de voor- en nadelen daarvan heeft overwogen. Mijn tweede vraag stel ik straks.

Mevrouw **Kellerman**: U bedoelt als nieuw meetinstrument en als remedie tegen volatiliteit, omdat de dekkingsgraden nu zo groot zijn en een momentopname zijn? Eind december schiet iedereen in de stress en voor de deelnemers zal een andere methode beter zijn.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Exact.

Mevrouw **Kellerman**: Wij vinden dat we niet moeten morrelen aan het meetinstrument. De thermometer moet intact worden gelaten en moet duidelijk de temperatuur aangeven. Die volatiliteit is onwenselijk en daarom hebben wij meer wachttijd voorgesteld. Wij kunnen bijvoorbeeld drie kwartalen wachten om te kijken of de dekkingsgraad al die tijd onder de maat is gebleven. Het is een andere manier om de volatiliteit te benaderen, maar ondertussen wordt het meetinstrument zuiver gehouden en dat vind ik belangrijk.

Mevrouw **Dezentjé Hamming-Bluemink** (VVD): Mijn andere vraag is of de waardering van de verplichtingen op basis van de dagelijkse marktrentes leidt tot het vragen van een hoge of lage kostendeckende premie. Als wij dat relateren aan de jaren negentig, zou dat een ander beeld hebben gegeven. Kan mevrouw Kellerman daar iets over zeggen?

Mevrouw **Kellerman**: Ik geloof het niet. Mijn definitie van kostendeckend is dat de premie op basis van een risicovrije marktrente wordt berekend.



Het hoort bij de nominale garantie die wordt gegeven. In die definitie van kostendekkend is het de enige methode om dat op een juiste manier te berekenen. Alle andere methodieken introduceren toch een bepaalde visie op de rente of een bepaalde veronderstelling over het rendement en ik denk dat men daarvoor goed moet uitkijken.

De heer **Ulenbelt** (SP): Voorzitter. Mevrouw Kellerman sprak in het begin van haar betoog over vertrouwen in het stelsel waaraan iedereen moest en moet werken. DNB beweert in haar position paper stellig dat het huidige pensioenstelsel op termijn onhoudbaar is. Vindt mevrouw Kellerman dat zij met deze uitspraak vertrouwen schept? De dekkingsgraad staat inmiddels op 107%. Als het goed is gedaan – ik ga daarvan uit, want DNB controleert dat – is het langlevensrisico daarin inmiddels verwerkt, evenals een AOW-leeftijd van 65 jaar. Het economisch herstel is nog maar net begonnen. Vindt zij het dan verantwoord en vertrouwenwekkend om onder die omstandigheden te spreken over een op termijn onhoudbaar pensioenstelsel?

Mevrouw **Kellerman**: Ja, dat wil ik u graag uitleggen. Ik heb zojuist de randvoorwaarden van een nieuw stelsel genoemd en die gelden voor ieder stelsel. Een zeer cruciale randvoorwaarde is transparantie en het voorkomen van een verwachtingskloof. Het feit dat er niet helder is gezegd dat die verwachtingen op termijn niet kunnen worden waargemaakt, heeft het vertrouwen ondermijnd, niet het feit dat dit uiteindelijk is gebeurd. Glashelder en eerlijk zijn is bij het terugwinnen van vertrouwen een absolute voorwaarde. Daar hoort bij dat de dingen bij de naam worden genoemd. Er zijn structurele problemen met dit stelsel en daar zullen wij iets aan moeten doen.

De heer **Ulenbelt** (SP): Betekent dit dan vervolgens dat het stelsel wel houdbaar is als wij eerlijk zijn? Vriend en vijand is het erover eens dat in het verleden te weinig premie is betaald. Het gaat wat slechter en dan komt de rekening bij de gepensioneerden te liggen. Het gaat om hun onzekerheid en kortingen. Dan is het toch logisch dat deze mensen tegen de toezichthouder zeggen: werkgevers hebben in goede tijden verdiend, moeten wij in slechte tijden dan de rekening betalen? Mevrouw Kellerman moet niet op voorhand zeggen dat verdere premiestijging is uitgesloten als er in het verleden te weinig premie is betaald.

Mevrouw **Kellerman**: Dat hebt u mij niet horen zeggen. Integendeel, het is onderdeel van het sociale akkoord dat is gesloten. Zo heb ik het althans begrepen. Ik sluit premieverhoging helemaal niet uit. Het is wel een keuze die de sociale partners moeten maken.

De heer **Ulenbelt** (SP): DNB acht premiestijgingen theoretisch als mogelijke oplossing voor problemen?

Mevrouw **Kellerman**: Niet alleen theoretisch. Naar mijn idee is het van een onontkoombare logica. Er zijn enkele variabelen: er kan iets worden gedaan aan de ambitie van het contract, er kan langer worden doorgevoerd of er kan meer premie worden betaald. Dat zijn de smaken. Bovendien kan er meer risico worden genomen en dan maar hopen dat het goed komt. Meer smaken zijn er niet. Ik zeg ook niet dat het een gemakkelijke opgave is en ik begrijp de opmerkingen van de heer Ulenbelt heel goed. Hij verplaatst zich in een gepensioneerde. Ik begrijp heel goed dat dit een heel akelige, vervelende boodschap is. Het is duidelijk dat wij dit niet met plezier vaststellen. Absoluut niet. Het probleem niet onder ogen zien, is naar mijn idee echter nog erger.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): Ik heb er toch nog een vraag over. Mevrouw Kellerman noemt een aantal randvoorwaarden, waaraan in principe elk pensioenfonds moet voldoen. Het geldt zowel voor nieuwe als voor bestaande contracten. Vervolgens zegt zij dat de duurzaamheid van het huidige contract in het geding is, afgezien nog van de transparantie. Dat laatste wisten wij allemaal al heel lang en wij hadden er al veel eerder iets aan kunnen doen. Het was niet onbekend. Hetzelfde geldt voor de levensverwachting. De grote groep babyboomers is lang geleden geboren en het zou toch erg naïef zijn als wij daar, met alles deskundigheid die in dit land aanwezig is, geen rekening mee zouden hebben gehouden. Ik kan mij dat bijna niet voorstellen. Wat zijn de concrete elementen waarom wij een ander pensioencontract zouden moeten krijgen? Ik vind dat een relevante vraag. Als wij voldoen aan de randvoorwaarden van DNB, zouden wij gewoon door kunnen gaan.

Mevrouw **Kellerman**: Misschien mag ik even ingaan op het punt van de babyboomers en de levensverwachting. Natuurlijk valt de demografische ontwikkeling lang van tevoren te voorspellen en dat is ook gebeurd. Alles is verwerkt in het vereiste eigen vermogen van alle pensioenfondsen. Wat de laatste jaren echter is gebeurd, heeft niemand voorspeld. De levensverwachting van mensen is veel sneller gestegen dan op grond van eerdere projecties werd gedacht. De vergrijzing is ingecalculeerd, maar het goede nieuws dat iedereen ouder wordt dan werd gedacht, was twee jaar geleden nog niet bekend en niet verwerkt. Inmiddels is dat grotendeels wel gebeurd. Overigens gaat dat niet zonder slag of stoot. Dat zult u misschien verbazen, maar wij hebben daarover pittige discussies gevoerd met sommige pensioenfondsen, die om allerlei redenen vinden dat dit voor hen niet opgaat.

Ik heb zojuist iets gezegd over de duurzaamheid van dit stelsel. Ik voeg daaraan toe dat er ook een aantal voorstellen ligt om het huidige ftk transparanter en beter voorbereid op de toekomst te maken. Ik blijf bij mijn stelling dat er structurele problemen zijn in het huidige stelsel en dat wij er niet aan ontkomen daar op een structurele manier aan te werken.

De heer **Van den Besselaar** (PVV): U hebt wel in de tussentijd de spelregels veranderd, zoals de waardering van de gestegen levensverwachting, die achteraf wordt geprognosticeerd. Ook de spelregels van de renteberekening zijn veranderd van een vaste rente naar de marktrente. Tussentijds worden allerlei veranderingen aangebracht aan het stelsel.

Mevrouw **Kellerman**: Die veranderingen zijn op zichzelf juist en zijn bij het ftk ingevoerd. Ze zijn een gevolg van de wet die in 2007 is ingevoerd. De veranderingen hebben een aantal latente risico's dat altijd al in het stelsel zat zichtbaarder gemaakt, omdat wij het veel duidelijker meten. Dat klopt.

De **voorzitter**: Voor de volledigheid wijs ik erop dat dit wetgeving is die is vastgesteld op voorstel van deze Kamer. Wij zijn daarmee akkoord gegaan.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Voorzitter. Ik noem nog even de andere kant van de medaille. De position paper begint met de risico's en mevrouw Kellerman refereert daarmee aan de commissie-Goudswaard, die heeft gezegd dat het pensioenstelsel op termijn onhoudbaar is. Zij benadrukt de structurele problemen. Wat is er goed aan ons stelsel?

Mevrouw **Kellerman**: Ik ben blij dat u die vraag stelt.

Mevrouw **Vermeij** (PvdA): Ja. Wij hebben 800 mld. met elkaar. Volgens het onderzoek van Mercer doen wij het goed. Bij internationale vergelij-

kingen komen wij meestal al beste uit de bus. Wij zijn als de dood dat Europa bij ons komt kijken, omdat wij zo'n fijn stelsel hebben.

Mevrouw **Kellerman**: Er zit absoluut een aantal ijzersterke kanten aan ons stelsel. Een daarvan heeft mevrouw Vermeij al genoemd en die is heel simpel: wij hebben veel geld in kas. Dat kunnen veel landen ons niet nazeggen. Wat ook een rol speelt, is dat wij manieren hebben gevonden om het delen van risico's te bevorderen, bijvoorbeeld door intergeneratieel te werken binnen sectoren. Dat heeft grote voordelen, maar ook nadelen.

Een ander punt dat ik graag wil noemen, is dat de kosten voor het beheer van de pensioenen relatief laag zijn. Het kan altijd beter, goedkoper en transparanter, maar bij vergelijkingen springen onze fondsen en uitvoerders er altijd bovenuit.

De **voorzitter**: Dank u wel voor deze lange dag. Ik dank mevrouw Kellerman en de vorige sprekers. Ik dank ook de aanwezigen op de tribune. Er wordt een woordelijk verslag gepubliceerd, zodat u alles kunt nalezen. Voor de cruciale passages kijk ik richting de heer Van den Besselaar. Over een paar weken is het verslag gereed. De sprekers kunnen zelf correcties of aanvullingen aanbrengen. Wij zullen ervoor zorgen dat de papers die door iedereen zijn ingestuurd zo snel mogelijk openbaar worden gemaakt op de website van de Tweede Kamer of die van de commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Ik sluit deze hoorzitting.

Sluiting 17.11 uur.