

Vergaderjaar 2011–2012

**32 043**

**Toekomst pensioenstelsel**

**Nr. 73**

## **BRIEF VAN DE MINISTER VAN SOCIALE ZAKEN EN WERKGELEGENHEID**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 29 november 2011

Met de motie van het lid Van den Besselaar c.s. (Kamerstuk 32 043, nr. 37) heeft uw Kamer verzocht de beleggingsopbrengsten van de pensioenfondsen over de jaren 2000 tot en met 2010, in relatie tot de benchmark, te onderzoeken volgens de methodiek van de commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (commissie Frijns). De motie verzoekt de uitkomsten van dit onderzoek vóór eind 2011 aan de Kamer te doen toekomen. Op mijn verzoek heeft De Nederlandsche Bank (DNB) het onderzoek uitgevoerd. Hierbij bied ik u de uitkomsten aan.<sup>1</sup>

Het onderzoek heeft betrekking op de pensioenfondsen die over alle kwartalen van de onderzoeksperiode hun beleggingsresultaat en het resultaat van de benchmark aan DNB hebben gerapporteerd. Het betreft 168 fondsen die gemiddeld 83% van het totaal belegde pensioenvermogen vertegenwoordigen.

De uitkomsten voor deze fondsen zijn opgeschaald naar 100% van het belegde pensioenvermogen. De beleggingsresultaten van de pensioenfondsen zijn vergeleken met de resultaten van de door hen zelf gekozen benchmark, overeenkomstig de motie en het onderzoek waarop de commissie Frijns zich baseert<sup>2</sup>. Dat onderzoek, dat alleen ziet op het jaar 2008, was eveneens door DNB uitgevoerd.

De belangrijkste bevindingen van het onderzoek zijn:

- Het beleggingsrendement van de gezamenlijke pensioenfondsen over de periode 2000 tot en met 2010 bedraagt gemiddeld 4,8%. Het rendement van de benchmark bedraagt over de onderzoeksperiode gemiddeld 4,6%.
- Het rapport bevestigt de bevinding van de commissie Frijns dat ruim € 20 miljard van het verlies over het jaar 2008 kan worden toegeschreven aan de implementatie van het beleggingsbeleid<sup>3</sup>. Over de volledige onderzoeksperiode is het beleggingsresultaat ten opzichte van de benchmark in totaal € 9,7 miljard positief.

DNB plaatst bij deze bevindingen enkele kanttekeningen:

<sup>1</sup> Ter inzage gelegd bij het Centraal Informatiepunt Tweede Kamer.

<sup>2</sup> «Pensioen: Onzekere Zekerheid», commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer, januari 2010.

<sup>3</sup> De commissie Frijns gebruikt hiervoor de term «implementation shortfall».

- DNB heeft weinig inzicht in de samenstelling van de benchmarks die pensioenfondsen zelf vaststellen.
- De pensioenfondsen hebben in goede beleggingsjaren meer rendement behaald dan de benchmark, in slechte jaren was hun rendement juist lager. Het onderzoek biedt geen uitsluitel over de vraag of het extra rendement over de volledige periode het gevolg is van kundig beleggen of van een systematisch hoger risico dan de benchmark.
- De fondsen rapporteerden vóór 2007 niet separaat over de kosten van het vermogensbeheer. Deze kosten zijn daarom buiten de analyse gehouden.

Het onderzoek is uitgevoerd volgens dezelfde methode als door de commissie Frijns is toegepast. Wel verschillen de voor het onderzoek gebruikte gegevens op twee punten. In de eerste plaats zijn bij het nieuwe onderzoek niet exact dezelfde fondsen betrokken als bij het onderzoek over 2008. Voor beide onderzoeken is hetzelfde criterium gehanteerd, alle fondsen die in de onderzoeksperiode over alle kwartalen hun beleggingsresultaat en het benchmarkresultaat bij DNB hebben aangeleverd. Door de langere onderzoeksperiode leidt dit criterium in het nieuwe onderzoek tot een andere selectie van pensioenfondsen.

Het onderzoek laat in de tweede plaats de rendementen op direct vastgoed over de jaren tot en met 2006 buiten beschouwing. Deze rendementen werden vóór 2007 niet aan DNB gerapporteerd. Het onderzoek van de commissie Frijns (over 2008) heeft de rendementen op direct vastgoed wel meegenomen.

Het beeld dat na de publicatie van het rapport van de commissie Frijns is ontstaan, wordt door het nieuwe onderzoek genuanceerd. Ondanks het zeer grote implementatieverlies over 2008 (ruim € 20 miljard), hebben de pensioenfondsen over de periode van 2000 tot en met 2010 in totaal een beter rendement behaald dan hun benchmarks. De positieve bijdrage van de implementatie van het beleggingsbeleid aan het resultaat van de pensioenfondsen is op zich verheugend.

Het is echter niet eenvoudig aan deze uitkomst conclusies te verbinden. Uit de kanttekeningen van de onderzoekers blijkt dat het positieve resultaat mogelijk wordt verklaard doordat bij de beleggingen (iets) meer risico is genomen dan correspondeert met de benchmark. Daarbij komt dat het onderzoek – net als het rapport van de commissie Frijns – sectorbrede resultaten in beeld brengt. Op fondsniveau kunnen de resultaten afwijken van het gemiddelde van de sector.

Verder is – in overeenstemming met de motie – het beleggingsresultaat van de pensioenfondsen vergeleken met hun benchmarks. Een vergelijking met de resultaten van andere institutionele beleggers is op basis van het onderzoek niet mogelijk.

Het onderzoek bevestigt dat de beleggingsresultaten van pensioenfondsen per jaar sterk variëren. Ook loopt het verschil tussen het beleggingsresultaat en de benchmark in de onderzoeksperiode opmerkelijk uiteen, van – 3,0% (2008) tot + 1,4% (2010). Hieruit blijkt dat een gedegen oordeel over de beleggingsprestaties van pensioenfondsen alleen mogelijk is als de resultaten over een langere periode worden gezien.

De minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid,  
H. G. J. Kamp