

Performances en dekkingsgraden Nederlandse Pensioenfondsen

1990 - 2010



1 januari 2011

Inhoud

| | | |
|---|--|----|
| | Vooraf | 2 |
| | Management Summary | 3 |
| 1 | Uitholling van Nederlandse pensioenfondsen | 5 |
| 2 | Verloop dekkingsgraad bij een vaste asset mix vanaf 1989 | 11 |
| 3 | Performances van Nederlandse pensioenfondsen | 15 |
| 4 | Wat was de rol van diverse spelers? | 25 |

Overzicht van illustraties

Tabel 1 - Dekkingsgraad ontwikkeling bij kostendekkende premie
Tabel 2 - Pensioenreserves 1989-1999
Tabel 3 - Pensioenreserves 2000-2009
Tabel 4 - Pensioenreserves 1989-2009
Tabel 5 - Dekkingsgraad ontwikkeling bij vaste asset mix
Tabel 6 - Rendementen op aandelen
Tabel 7 - Rendementen op vastrentende waarden
Tabel 8 - Rendementen op vastgoed
Tabel 9 - Totale rendementen voor pensioenfondsen
Tabel 10 - Jaarlijks rendement voor ABP vergeleken met het gemiddelde

Figuur 1 - Ontwikkeling dekkingsgraad bij een kostendekkende premie
Figuur 2 - Ontwikkeling dekkingsgraad bij een vaste asset mix
Figuur 3 - Jaarlijkse aandelenrendementen t.o.v. de benchmark
Figuur 4 - Jaarlijkse rendementen op vastrentende waarden t.o.v. de benchmark
Figuur 5 - Jaarlijkse rendementen op vastgoed t.o.v. de benchmark
Figuur 6 - Jaarlijkse rendementen voor Nederlandse pensioenfondsen
Figuur 7 - Jaarlijkse rendement voor ABP vergeleken met het gemiddelde

Vooraf

De media zijn altijd op zoek naar saillante nieuwsfeiten die het grote publiek interesseren. Wellicht is dat de reden dat er de nodige aandacht geschonken is aan de uitholling van de pensioenreserves gedurende de negentiger jaren en aan de rol die overheid, bedrijfsleven en toezichthouder daarbij hebben gespeeld hebben. Dit onderwerp komt in mijn boek *Risico* als obsessie eigenlijk slechts zijdelings aan de orde maar heeft wel de aandacht getrokken. Men heeft mij gevraagd voornoemde uitholling nog eens met cijfers te onderbouwen. Dit rapport komt aan dit verzoek tegemoet. Overigens verstaan wij onder “uitholling” het bewust laten achterblijven van de pensioenpremies bij de ontwikkeling van de verplichtingen, alsmede rechtstreekse onttrekkingen aan de pensioenfondsen.

Onderbelicht is gebleven in de media dat naar mijn mening het Nederlands institutionele systeem niet goed in elkaar zit. Het huidige stelsel vertoont een dichotomie. Aan de ene kant worden pensioenfondsen gedwongen om te voldoen aan korte termijn vereisten inzake hun dekkingsgraad (mag niet beneden 105 komen), maar aan de andere kant moeten zij lange termijn verwachte rendementen hanteren in analyses. De bekende stelregel “resultaten uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst” schijnt wel voor de private sector maar niet voor de institutionele sector te gelden. In ons institutionele bestel wordt ten onrechte een lange termijn evenwichtsmodel gehanteerd. Evenwicht en stabiliteit doen zich niet voor op financiële markten. Ook ALM studies zijn op het principe van evenwicht gebaseerd. Geen wonder ze de onstuimige risico's gedurende het afgelopen decennium niet goed hebben ingeschat. Dit aspect wordt in dit rapport zijdelings aangeroerd. Hoofdmoot is de “uitholling” te onderbouwen, alsmede de assetmix, performances en de ontwikkeling van de dekkingsgraden te beoordelen. Overigens spreek ik mijn bevreemding er over uit dat dit soort basale berekeningen en analyses niet door een officiële instantie als bijvoorbeeld toezichthouder of het Centraal Panbureau, gedaan worden.

Frits Bosch, 1 januari 2011

Management Summary

Waardoor is de pensioenfondsen sector in de problemen gekomen?

Er heeft een uitholling van pensioenreserves plaatsgevonden in combinatie met te risicovolle beleggingsportefeuilles. Vooral in de 90er jaren is het fout gegaan. In 1990 bedroeg de dekkingsgraad 230 en in 1999 198. Een dekkingsgraad van 198 is zeker niet slecht, maar had 320 moeten zijn. De 90er jaren waren de sterkste beleggingsjaren ooit. De Amsterdamse beurs verzevenvoudigde in dat decennium. Pensioenfondsen haalden uitstekende rendementen. In 1990 hadden de pensioenfondsen een totaal vermogen van 170 miljard euro en aan het eind van 1999 had zo'n 720 miljard euro in kas had moeten zijn. Er was echter 450 miljard in kas. Er was dus een tekort van 272 miljard. Dat tekort trad op door het afstorten van pensioengeld naar de moederbedrijven naast niet kostendekkende premies, premievrije pensioenen en royale VUT regelingen.

Heeft de overheid daar geen stokje voor gestoken?

De overheid heeft de uitholling aangezwengeld. Bedrijven werden er toe aangezet de pensioenreserves af te romen en naar het bedrijf over te maken. Als ze dat niet deden dan zou de overheid de reserves gebruiken ter dekking van het begrotingstekort. Kortom, er is toen pensioengeld misbruikt. De overheid dacht na de euforische jaren 90 dat de bomen tot in de hemel zouden reiken. Die gedachte was toen gebruikelijk, maar de toezichthouder en de overheid hadden moeten aandringen bestaande risico's onder ogen te zien. Dat hebben ze niet gedaan. Integendeel, pensioenfondsen zijn in een verkeerde richting geduwd. Bovendien heeft de overheid in de jaren 90 eur 15 miljard pensioengeld onttrokken aan het ABP. Bovendien is de VUT ten laste gebracht van het ABP vermogen. De overheid stond derhalve aan de wieg van de uitholling.

Heeft de toezichthouder niet gewaarschuwd voor de te risicovolle beleggingen?

Aan het begin van de 90er jaren hadden pensioenfondsen weinig aandelen in portefeuille. Aan het eind 90er jaren bestond de portefeuilles voor de helft uit aandelen. Daar hebben de fondsen aanvankelijk van geprofiteerd. Maar wat omhoog gaat, kan ook omlaag. In 2001-2002, de dot.com crisis, hebben de pensioenfondsen een klap gekregen en in 2008 kwam daar een kredietcrisis overheen. Daar hadden niet alleen de toezichthouder en de overheid geen rekening mee gehouden, maar ook niet de adviseurs die op basis van wiskundige en actuariële modellen de samenstelling van de beleggingsportefeuilles bepaalden via zogenaamde ALM studies. De portefeuilles waren te riskant ingestoken met te veel aandelen. Indien de asset mix overwegend in vastrentende waarden was belegd was de dekkingsgraad in 2009 114% geweest.

Wat was de rol van de vakbonden en werkgevers?

Vakbonden en werkgevers hebben gestreden voor veel te lage premies en te weinig het belang van toekomstige generaties in het oog gehad. Ze hebben sier gemaakt met pensioenpremies van deelnemers. Er is arbeidsmarktpolitiek bedreven met pensioengeld.

Hebben de pensioenfondsen slecht gepresteerd?

Over een periode van 20 jaar (1989-2009) kun je stellen dat er voor de assetcategorieën aandelen en vastrentende waarden sprake is van onderperformance ten opzichte van de benchmarks. Alleen met beleggingen in vastgoed hebben Nederlandse pensioenfondsen de benchmark verslagen. Deze onderperformance van pensioenfondsen heeft over een periode van 20 jaar bijna 80 miljard euro gekost (dit is exclusief interest en eventuele beleggingstijgingen op dit bedrag).

Zijn pensioenfondsbestuurders ondeskundig?

Daarvan dient niet primair te worden uitgegaan, zoals in het Rapport Frijns wel verondersteld wordt. Nogmaals: de meeste bestuurders worden geadviseerd en gestuurd door wiskundige modellen bouwers, de ALM consultants, en de toezichthouder. Nog steeds wordt het beleidskader FTK foutief ingestoken op basis van historische rendementen die mogelijk op lange termijn wel behaald worden, maar wel met het risico op de korte termijn verlies te lijden.

Wat leren we van deze pensioencrisis?

Met de kennis van nu is het uiteraard makkelijk praten, maar belangrijk is dat men moet leren van wat er mis is gegaan om het beter te kunnen doen in de toekomst. Huidige situatie is het resultaat van een collectief falen. Maar meer schuld dan anderen hebben de overheid en De Nederlandsche Bank. De Nederlandse overheid heeft in de jaren '90 de uitholling geïnstigeerd en heeft zelf ook geacteerd als een rovende partij. DNB heeft in het verleden de asset mix foutief benaderd (te statisch, en te risicovol) en de factor risico niet goed ingeschat. Deze partijen hadden goed moeten sturen, maar uiteindelijk stuurden zij de sector de afgrond in. Men had moeten bedenken dat een defined benefit systeem in feite een gesloten stelsel is: als men er relatief weinig instopt, en men past daar de uitkeringen niet op aan, dan komt er een moment dat het huishoudboekje niet langer klopt. De les is dat men als een goed rentmeester met het geld van derden dient om te gaan.

Hoe komen we uit deze crisis?

Het is te hopen dat de beleggingsrendementen de pensioensector er snel uittrekken of dat de lange rente omhoog gaat. Maar de realiteit gebiedt te zeggen dat de kans daarop klein is. Er wordt vooral in de westelijke wereld bezuinigd en bespaard. Dit is geen klimaat voor hoge aandelenrendementen, hoewel aandelen nu wel ondergewaardeerd zijn. Maar veel fondsen kunnen en mogen geen extra risico nemen bij deze lage dekkingsgraden. Het Pensioenakkoord biedt een oplossing, maar volgt de weg van de minste weerstand. De risico's worden bij de deelnemers gelegd. Wellicht zou de voorkeur hebben de pijn zo veel mogelijk gelijk te verdelen. Kortom lijkt op dit moment onontkoombaar. Mogelijk dat dan op termijn, als dekkingsgraden verbeterd zijn, datgene wat gekort is, teruggeven kan worden.

1: Uitholling van Nederlandse pensioenfondsen

Tabel 1a - Dekkingsgraad ontwikkeling bij kostendekkende premie (x € mln)

| A | B | C | D | E | F | G |
|------|----------------------|-----------|---|---|---|----------------|
| Jaar | Pensioen vermogen | Rendement | 1989-2009 vermogen exclusief performance | 1989-1999 vermogen exclusief performance | 1999-2009 vermogen exclusief performance | Verplichtingen |
| 1989 | 172.128 | - | 172.128 | 172.128 | | 84.741 |
| 1990 | 176.190 | -1,30% | 178.511 | 178.511 | | 75.525 |
| 1991 | 188.360 | 12,10% | 170.242 | 170.242 | | 85.797 |
| 1992 | 201.505 | 10,50% | 164.817 | 164.817 | | 105.880 |
| 1993 | 229.062 | 21,70% | 153.949 | 153.949 | | 138.470 |
| 1994 | 231.298 | -3,30% | 160.757 | 160.757 | | 117.104 |
| 1995 | 256.373 | 14,70% | 155.348 | 155.348 | | 140.054 |
| 1996 | 293.334 | 15,20% | 154.292 | 154.292 | | 167.170 |
| 1997 | 337.037 | 15,80% | 153.091 | 153.091 | | 193.079 |
| 1998 | 380.763 | 12,40% | 153.873 | 153.873 | | 249.831 |
| 1999 | 446.373 | 16,30% | 155.105 | 155.105 | | 224.576 |
| 2000 | 497.700 | 2,60% | 168.557 | | 497.700 | 287.189 |
| 2001 | 465.500 | -2,80% | 162.194 | | 478.909 | 297.372 |
| 2002 | 443.400 | -8,10% | 168.110 | | 496.380 | 357.468 |
| 2003 | 497.000 | 10,70% | 170.219 | | 502.605 | 383.161 |
| 2004 | 554.100 | 9,90% | 172.680 | | 509.872 | 446.144 |
| 2005 | 635.600 | 14,80% | 172.542 | | 509.466 | 508.480 |
| 2006 | 618.100 | 7,40% | 156.230 | | 461.302 | 457.852 |
| 2007 | 684.138 | 3,80% | 166.592 | | 491.896 | 475.032 |
| 2008 | 577.519 | -16,60% | 168.620 | | 497.886 | 605.016 |
| 2009 | 666.247 | 14,60% | 169.744 | | 501.203 | 611.219 |

Bron: Bureau Bosch

Toelichting:

Kolom B geeft het gerealiseerde pensioen vermogen gecumuleerd voor alle Nederlandse pensioenfondsen. Dit vermogen is mede tot stand gekomen door het rendement zoals behaald op de financiële markten, het gemiddeld jaarlijks rendement van Nederlandse pensioenfondsen is weergegeven in kolom C. Wat de ontwikkeling van het pensioenvermogen zonder de rendementen op de financiële markten was geweest voor verschillende periodes is terug te zien in kolom D, E en F. Deze kolommen geven een beeld van de netto stortingen danwel onttrekkingen aan Nederlandse pensioenfondsen. Kolom G geeft een overzicht van de totale verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen zoals deze in de boeken stonden. Tot 2007 werden de verplichtingen berekend op basis van een 4% rekenrente, vanaf 2007 gebeurt dit op basis van de actuele rente.

De tabel gaat op de volgende pagina door, welke een beeld geeft van de ontwikkeling van het vermogen en de dekkingsgraad in geval van kostendekkende premie.

Tabel 1b - Dekkingsgraad ontwikkeling bij kostendekkende premie (x € mln)

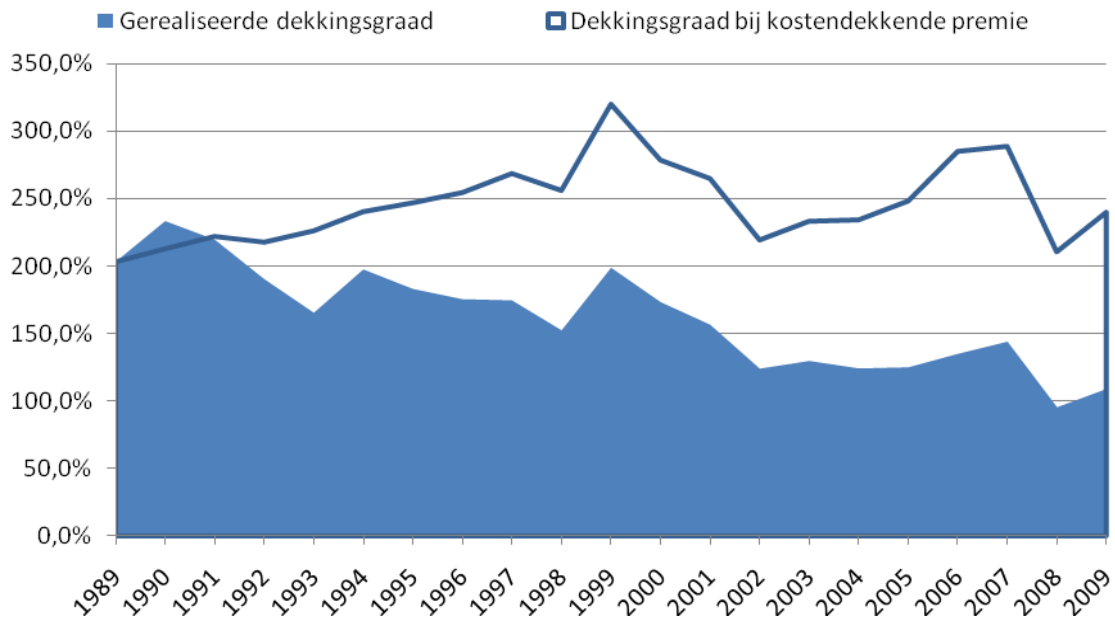
| A | H | I | J | K | L |
|------|---|---|---|---------------|--|
| Jaar | 1989-2009 vermogen bij kostendekkende premie | 1989-1999 vermogen bij kostendekkende premie | 1999-2009 vermogen bij kostendekkende premie | Dekkingsgraad | Dekkingsgraad bij kostendekkende premie |
| 1989 | 172.128 | 172.128 | | 203,1% | 203,1% |
| 1990 | 160.675 | 160.675 | | 233,3% | 212,7% |
| 1991 | 190.388 | 190.388 | | 219,5% | 221,9% |
| 1992 | 230.462 | 230.462 | | 190,3% | 217,7% |
| 1993 | 313.062 | 313.062 | | 165,4% | 226,1% |
| 1994 | 281.365 | 281.365 | | 197,5% | 240,3% |
| 1995 | 345.676 | 345.676 | | 183,1% | 246,8% |
| 1996 | 425.334 | 425.334 | | 175,5% | 254,4% |
| 1997 | 518.447 | 518.447 | | 174,6% | 268,5% |
| 1998 | 639.485 | 639.485 | | 152,4% | 256,0% |
| 1999 | 718.466 | 718.466 | | 198,8% | 319,9% |
| 2000 | 799.760 | | 497.700 | 173,3% | 278,5% |
| 2001 | 787.549 | | 493.947 | 156,5% | 264,8% |
| 2002 | 783.854 | | 514.034 | 124,0% | 219,3% |
| 2003 | 893.419 | | 594.728 | 129,7% | 233,2% |
| 2004 | 1.044.851 | | 716.589 | 124,2% | 234,2% |
| 2005 | 1.261.825 | | 884.981 | 125,0% | 248,2% |
| 2006 | 1.304.572 | | 899.841 | 135,0% | 284,9% |
| 2007 | 1.371.326 | | 951.215 | 144,0% | 288,7% |
| 2008 | 1.273.670 | | 923.298 | 95,5% | 210,5% |
| 2009 | 1.465.828 | | 1.064.302 | 109,0% | 239,8% |

Bron: Bureau Bosch

Toelichting:

Kolom H, I en J geven een beeld van de ontwikkeling van het Nederlandse pensioenvermogen in geval van kostendekkende premie. Kostendekkende premies houden in dat de netto premie-inkomsten evenredig meestijgen met de verplichtingen. Wanneer de verplichtingen met 10 miljard euro stijgen (zoals in 2001 het geval is), zou er netto ook 10 miljard moeten worden bijgestort. Daar bovenop komt dan nog eens de jaarlijkse performance van pensioenfondsen op de financiële markt. In kolom L is te zien wat dit voor effect zou hebben gehad op de dekkingsgraad. De gerealiseerde dekkingsgraad is weergegeven in kolom K.

Figuur 1 - Ontwikkeling dekkinggraad bij een kostendekkende premie



Bron: Bureau Bosch

In figuur 1 toont de bovenste lijn dat de dekkinggraad 239,8% zou zijn geweest in 2009 als de premies kostendekkend zouden zijn geweest (zie tabel 1, kolom L). De dekkinggraad is thans 109%, welke wordt weergegeven door de onderste lijn (zie tabel 1, kolom K).

1989-1999

Ultimo 1989 bedroeg het vermogen van Nederlandse pensioenfondsen 172 miljard euro. Hiertegenover stonden verplichtingen met een waarde van 84 miljard. De dekkingsgraad bedroeg aldus 203%. Het vermogen van pensioenfondsen exclusief performance per ultimo 1999 bedroeg 155 miljard euro. Dit impliceert een netto onttrekking van 17 miljard (zie Tabel 1, kolom E). Hiertegenover staat een stijging van de verplichtingen van ruim 140 miljard euro over de periode 1989-1999. Indien de premies kostendekkend waren geweest en er netto 140 miljard was bijgestort over de periode 1989-1999 in plaats van 17 miljard onttrokken, zou het vermogen anno 1999 ruim 718 miljard euro zijn geweest, zie Tabel 1 (kolom I). Het gerealiseerde vermogen in 1999 was echter 446 miljard euro. Bij kostendekkende premies was de dekkingsgraad in 1999 320% geweest. *Hierbij is rekening gehouden met performance over additionele premie-inkomsten.* De feitelijke dekkingsgraad bedroeg eind 1999 198%. Ondanks de uitzonderlijke goede beleggingsjaren in de jaren '90 is de dekkingsgraad van pensioenfondsen teruggelopen. De uitholling van pensioenfondsen in de jaren '90 bedraagt 272 miljard euro, namelijk voornoemde 718 miljard euro -/- 446 miljard euro.

Tabel 2 - Pensioenreserves 1989-1999

| <i>(in miljarden euro's)</i> | 1989 | 1999 | Vershil |
|------------------------------|-------------|-------------|------------------------|
| Verplichtingen | 84 | 224 | + 140 |
| Pensioenvermogen | | | |
| - Gerealiseerd | 172 | 446 | + 274 |
| - Kostendekkende premies | 172 | 718 | + 536 |
| Dekkingsgraad | | | |
| - Gerealiseerd | 203% | 198% | - 5% |
| - Kostendekkende premies | 203% | 320% | + 117% |
| Uitholling | | | 272¹ |

Bron: Bureau Bosch

¹ Wanneer deze waarde gecorrigeerd wordt voor eventuele performances in de vervolgjaren resulteert een bedrag van 401 miljard euro. 272 miljard wordt dan verdisconteerd naar de waarde in 2009, met behulp van de performances en het verloop van het pensioenvermogen.

2000-2009

In 2000 bedroeg de gemiddelde dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen 173%, 25 procentpunten lager dan het jaar daarvoor. Het Nederlandse pensioenvermogen bedroeg 498 miljard euro tegenover een waarde van de verplichtingen van 287 miljard euro. Het pensioenvermogen exclusief de performance toont dat er in de periode 2000-2009 voor een bedrag van bijna 4 miljard euro aan premies per saldo is bijgestort (Tabel 1, kolom F). Daar staat tegenover een stijging van de verplichtingen van ruim 360 miljard euro. Ook in dit decennium waren er geen kostendekkende premies. Indien de netto premie-inkomsten evenredig waren meegestegen met de verplichtingen, was het vermogen in 2009 ruim 1.000 miljard euro geweest, ten opzichte van de feitelijke 666 miljard euro, zie tabel 1 (kolom J). Dit betekent een uitholling van de reserves met 398 miljard euro over de periode 2000-2009, namelijk 1.064 miljard euro -/666 miljard euro. De dekkingsgraad was dan 174% geweest, ruim voldoende om de problemen het hoofd te bieden.

Tabel 3 - Pensioenreserves 2000-2009

| <i>(in miljarden euro's)</i> | 2000 | 2009 | Vershil |
|------------------------------|-------------|-------------|----------------|
| Verplichtingen | 287 | 647 | + 360 |
| Pensioenvermogen | | | |
| - Gerealiseerd | 498 | 666 | + 168 |
| - Kostendekkende premies | 498 | 1.064 | + 568 |
| Dekkingsgraad | | | |
| - Gerealiseerd | 173% | 109% | - 64% |
| - Kostendekkende premies | 173% | 174% | +1% |
| Uitholling | | | 398 |

Bron: Bureau Bosch

1989-2009

Het totale pensioenvermogen is in de periode 1989-2009 toegenomen van 172 miljard euro naar 666 miljard euro. Een toename van 494 miljard euro. Indien men het vermogen exclusief performance beschouwt, is er netto 3 miljard euro onttrokken over een periode van 20 jaar (Tabel 1, kolom D). De verplichtingen zijn in dezelfde periode toegenomen met 527 miljard euro, namelijk van 84 miljard euro naar 611 miljard euro. De dekkingsgraad is gedaald van 230% in 1990 naar circa 109% in 2009. Zonder uitholling was het totale Nederlandse pensioenvermogen 1.465 miljard euro geweest, zie Tabel 1 (kolom H). Dit afgezet tegen de feitelijke 701 miljard euro bedraagt de uitholling 764 miljard euro over de periode 1989-2009. De dekkingsgraad was dan 240% geweest, zie bovenstaande tabel en grafiek.

Tabel 4 - Pensioenreserves 1989-2009

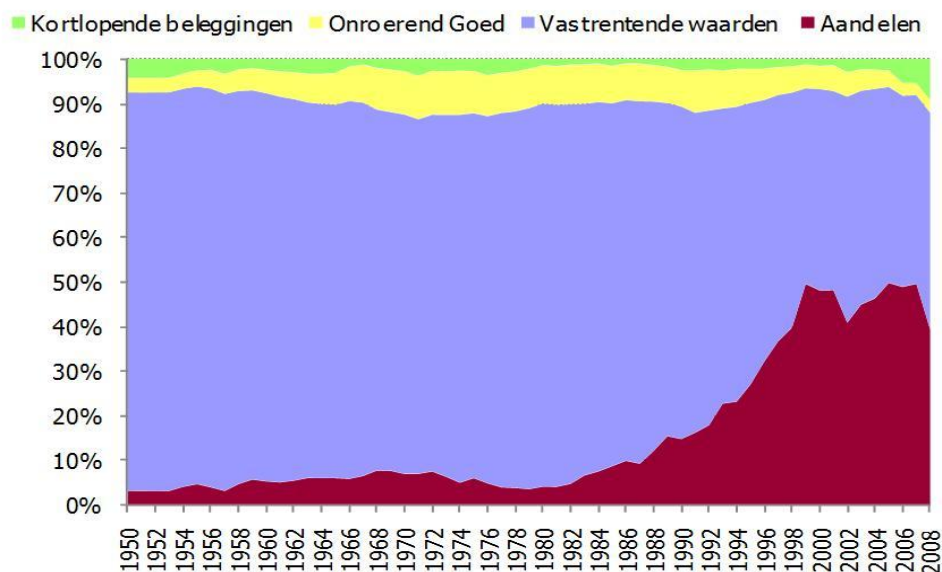
| <i>(in miljarden euro's)</i> | 1989 | 2009 | Vershil |
|------------------------------|-------------|-------------|------------------------|
| Verplichtingen | 84 | 611 | + 527 |
| Pensioenvermogen | | | |
| - Gerealiseerd | 172 | 666 | + 494 |
| - Kostendekkende premies | 172 | 1.465 | + 1.293 |
| Dekkingsgraad | | | |
| - Gerealiseerd | 203% | 109% | - 94% |
| - Kostendekkende premies | 203% | 240% | + 37% |
| Uitholling | | | 799² |

Bron: Bureau Bosch

² De uitholling van 799 miljard over de periode 1989-2009 wijkt af van de optelling van de uitholling over de periode 1989-1999 en de periode 2000-2009 (Tabel 2 en 3). Dit komt omdat bij de berekening van de uitholling in de jaren '90 geen rekening is gehouden met performances over 2000-2009 over deze uitholling. Wanneer het bedrag van 272 miljard euro hiervoor gecorrigeer wordt, resulteert een waarde van 401 miljard euro. 401 miljard euro telt samen met 398 miljard euro op tot 799 miljard euro.

2: Verloop dekkingsgraad bij een vaste asset mix vanaf 1989

De asset mix van Nederlandse pensioenfondsen zag er als volgt uit.



Bron: CBS

Tabel 5a - Dekkingsgraad ontwikkeling bij vaste asset mix (x € mln)

| A | B | C | D | E | F |
|------|-------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------------|----------------|
| Jaar | Performance | Pensioen vermogen | Performance bij vaste assetmix | Pensioen vermogen bij vaste assetmix | Verplichtingen |
| 1989 | - | 172.128 | - | 172.128 | 84.741 |
| 1990 | -1,30% | 176.190 | 0,5% | 179.430 | 75.525 |
| 1991 | 12,10% | 188.360 | 12,1% | 191.807 | 85.797 |
| 1992 | 10,50% | 201.505 | 11,9% | 207.736 | 105.880 |
| 1993 | 21,70% | 229.062 | 19,6% | 231.983 | 138.470 |
| 1994 | -3,30% | 231.298 | -3,3% | 234.272 | 117.104 |
| 1995 | 14,70% | 256.373 | 15,8% | 262.080 | 140.054 |
| 1996 | 15,20% | 293.334 | 12,7% | 293.266 | 167.170 |
| 1997 | 15,80% | 337.037 | 12,3% | 326.701 | 193.079 |
| 1998 | 12,40% | 380.763 | 11,1% | 364.818 | 249.831 |
| 1999 | 16,30% | 446.373 | 7,6% | 395.797 | 224.576 |
| 2000 | 2,60% | 497.700 | 7,0% | 460.062 | 287.189 |
| 2001 | -2,80% | 465.500 | 3,9% | 460.090 | 297.372 |
| 2002 | -8,10% | 443.400 | 1,6% | 484.313 | 357.468 |
| 2003 | 10,70% | 497.000 | 5,3% | 516.157 | 383.161 |
| 2004 | 9,90% | 554.100 | 8,0% | 565.588 | 446.144 |
| 2005 | 14,80% | 635.600 | 12,2% | 633.830 | 508.480 |
| 2006 | 7,40% | 618.100 | 2,9% | 590.381 | 457.852 |
| 2007 | 3,80% | 684.138 | 0,9% | 635.389 | 475.032 |
| 2008 | -16,60% | 577.519 | -5,7% | 606.243 | 605.016 |
| 2009 | 14,60% | 666.247 | 15,1% | 702.253 | 611.219 |

Bron: Bureau Bosch

Toelichting:

Kolom B en C geven respectievelijk de gerealiseerde rendementen van pensioenfondsen op de financiële markten en het Nederlandse pensioenvermogen weer. Kolom D en E gaan vervolgens uit van een vaste assetmix vanaf 1989 bestaande uit 75% vastrentende waarden, 15% aandelen en 10% vastgoed. De performances zoals berekend in kolom D is een gewogen gemiddelde van de behaalde rendementen van pensioenfondsen over de betreffende assetcategorieën. Vervolgens is aan de hand van deze jaarlijkse rendementen het pensioenvermogen in geval van een vaste asset mix berekend. Kolom F geeft een overzicht van de totale verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen zoals deze in de boeken stonden. Tot 2007 werden de verplichtingen berekend op basis van een 4% rekenrente, vanaf 2007 gebeurt dit op basis van de actuele rente.

De tabel gaat op de volgende pagina door, welke een beeld geeft van de ontwikkeling van het vermogen en de dekkingsgraad in geval van kostendekkende premie.

Tabel 5b - Dekkingsgraad ontwikkeling bij vaste asset mix (x € mln)

| A | G | H |
|------|---------------|--|
| Jaar | Dekkingsgraad | Dekkingsgraad bij vaste assetmix |
| 1989 | 203,1% | 203,1% |
| 1990 | 233,3% | 237,6% |
| 1991 | 219,5% | 223,6% |
| 1992 | 190,3% | 196,2% |
| 1993 | 165,4% | 167,5% |
| 1994 | 197,5% | 200,1% |
| 1995 | 183,1% | 187,1% |
| 1996 | 175,5% | 175,4% |
| 1997 | 174,6% | 169,2% |
| 1998 | 152,4% | 146,0% |
| 1999 | 198,8% | 176,2% |
| 2000 | 173,3% | 160,2% |
| 2001 | 156,5% | 154,7% |
| 2002 | 124,0% | 135,5% |
| 2003 | 129,7% | 134,7% |
| 2004 | 124,2% | 126,8% |
| 2005 | 125,0% | 124,7% |
| 2006 | 135,0% | 128,9% |
| 2007 | 144,0% | 133,8% |
| 2008 | 95,5% | 100,2% |
| 2009 | 109,0% | 114,9% |

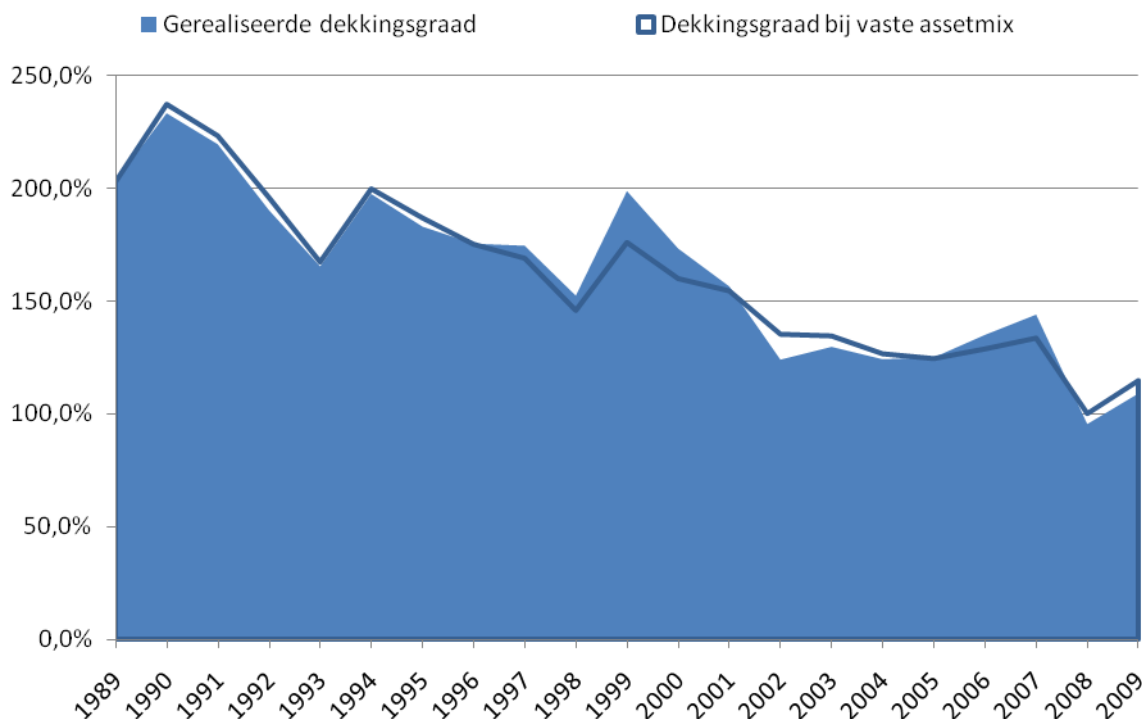
Bron: Bureau Bosch

Toelichting:

Kolom G geeft de gerealiseerde gemiddelde dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen weer. Dit zijn de feitelijke pensioenvermogens afgezet tegen de verplichtingen. Kolom H geeft vervolgens de dekkingsgraad in geval van een vaste asset mix weer. Dit is het pensioenvermogen in geval van een vaste assetmix afgezet tegen de feitelijke verplichtingen.

Het gewicht van aandelen de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen is sinds eind jaren '80 en begin jaren '90 sterk toegenomen. Dit heeft vooral in de jaren '90 geresulteerd in uitstekende rendementen op de aandelenmarkt, waaronder een verzevenvoudiging van de AEX. Echter, in het eerste decennium van de 21^e eeuw was de keuze voor aandelen minder succesvol. In 2001 en 2002 was er de Dot-com crisis en in 2008 zorgde de kredietcrisis voor dramatische rendementen op de aandelenmarkten. Een deel van de huidige pensioenfondsenproblematiek is mede veroorzaakt door voornoemde uitholling in combinatie met te risicovol beleggen.

Figuur 2 - Ontwikkeling dekkingsgraad bij een vaste asset mix



Bron: Bureau Bosch

Hebben pensioenfondsen een goede timing gehad qua asset mix ?

1. Nee, pensioenfondsen zijn te laat in aandelen gegaan (midden jaren 90) en zijn er daarna niet meer uitgegaan toen het wel moest (begin 2000). Wellicht heeft hierbij een rol gespeeld dat pensioenfondsen zich primair op hun verplichtingen gingen richten (LDI, liability driven investing). Opgemerkt wordt dat timing voor iedere belegger een moeilijke aangelegenheid is, zeker voor (zeer) grote beleggers die moeizaam bewegen.
2. Pensioenfondsen zijn vanaf eind jaren '80 gemiddeld steeds meer in aandelen gaan beleggen ten koste van vastrentende waarden en vastgoed. Dit had een risicovollere assetmix tot gevolg.
3. Het rendement van een risicomijdende vaste assetmix is tot 1998 ongeveer gelijk aan het rendement van de feitelijke asset mix van Nederlandse pensioenfondsen. 1999 was een zeer goed jaar op de beurs waar de gerealiseerde dekkingsgraad een piek laat zien. Echter, dit was een uitstapmoment geweest voor aandelen. Aandelen deden een performance van 41,4% in 1999. Vanaf 2000 heeft de risicomijdende assetmix beter gepresteerd dan de feitelijke assetmix van Nederlandse pensioenfondsen.
4. Wanneer men van eind jaren '80 (1989) een vaste assetmix van 75% vastrentende waarden, 15% aandelen en 10% vastgoed had gehanteerd was het uiteindelijke rendement hoger geweest.
5. Vooral in tijden van economische crisis had men met een risicomijdende assetmix een hoger rendement behaald. Dit had uiteindelijk geresulteerd in een hogere dekkingsgraad anno 2009, namelijk 114,9% t.o.v. 109% (zie tabel 5 en fig. 2).
6. De volatiliteit van de vaste assetmix was geringer geweest evenals de beheerkosten. Dit is met name belangrijk voor een risicomijdende instelling als een pensioenfonds.

3: Performances van Nederlandse pensioenfondsen

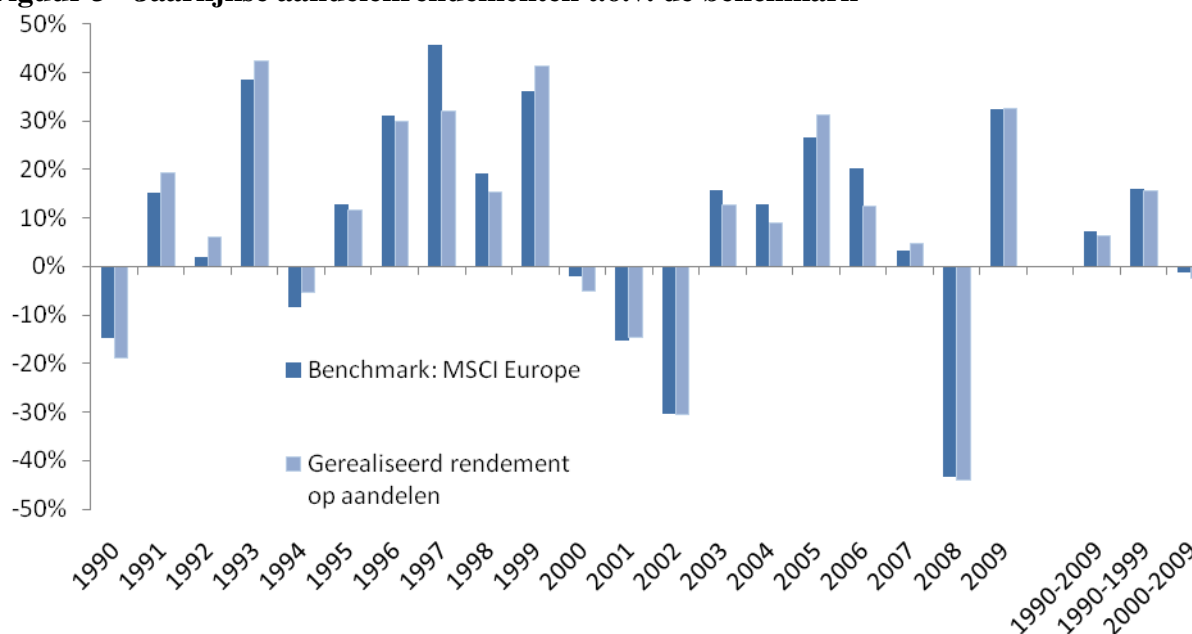
Tabel 6 - Rendementen op aandelen

| Jaar | MSCI Europe | Rendement Aandelen | Out- / Under- Performance Aandelen | Allocatie naar Aandelen | Kosten Under- Performance (x € mln) | Kosten Under- Performance Inclusief Waarestijging (x € mln) |
|-----------|----------------|-----------------------|--|-------------------------------|---|---|
| 1990 | -14,7% | -18,9% | -4,2% | 15% | -1.084 | -4.301 |
| 1991 | 15,2% | 19,2% | 4,0% | 16% | 1.128 | 5.243 |
| 1992 | 2,0% | 6,1% | 4,1% | 18% | 1.390 | 5.611 |
| 1993 | 38,5% | 42,3% | 3,8% | 23% | 1.761 | 6.969 |
| 1994 | -8,3% | -5,4% | 2,9% | 23% | 1.528 | 4.365 |
| 1995 | 12,8% | 11,5% | -1,3% | 27% | -812 | -2.529 |
| 1996 | 31,2% | 29,9% | -1,3% | 32% | -1.067 | -2.946 |
| 1997 | 45,6% | 32,1% | -13,5% | 37% | -14.652 | -30.847 |
| 1998 | 19,3% | 15,4% | -3,9% | 40% | -5.258 | -7.602 |
| 1999 | 36,2% | 41,4% | 5,2% | 50% | 9.900 | 11.999 |
| 2000 | -1,9% | -5,2% | -3,3% | 48% | -7.071 | -6.292 |
| 2001 | -15,3% | -14,6% | 0,7% | 48% | 1.672 | 1.517 |
| 2002 | -30,5% | -30,5% | 0,0% | 41% | - | - |
| 2003 | 15,8% | 12,8% | -3,0% | 45% | -5.986 | -9.224 |
| 2004 | 12,7% | 9,0% | -3,7% | 46% | -8.459 | -11.256 |
| 2005 | 26,7% | 31,2% | 4,5% | 50% | 12.467 | 14.721 |
| 2006 | 20,2% | 12,3% | -7,9% | 49% | -24.604 | -22.929 |
| 2007 | 3,2% | 4,7% | 1,5% | 50% | 4.636 | 3.594 |
| 2008 | -43,3% | -44,0% | -0,7% | 39% | -1.868 | -1.403 |
| 2009 | 32,5% | 32,5% | 0,0% | 61% | - | - |
| 1990-1999 | 16,1% | 15,7% | -0,4% | | -7.166 | -14.039 |
| 2000-2009 | -1,2% | -2,3% | -1,1% | | -29.212 | -31.273 |
| 1990-2009 | 7,1% | 6,3% | -0,8% | | -36.378 | -45.312 |

Bron: Bureau Bosch

Toelichting laatste kolom:

1. Stel in 1990 had men wel 1.084 miljoen euro extra rendement behaald (zoals de benchmark) en deze 1.084 was herbelegd in aandelen en had de benchmark gevolgd. Dan was in 2009 dit bedrag gegroeid tot 4.301 miljoen euro. Feitelijk zijn Nederlandse pensioenfondsen dus 4.301 miljoen euro misgelopen door underperformance in aandelen voor het jaar 1990. Voor elk jaar wordt de under- of outperformance dus verdisconteerd naar de actuele waarde in 2009 aan de hand van de performances van de benchmark. Voor de andere assetcategorieën wordt hetzelfde gedaan op de volgende pagina's.
2. Zoals te zien in Tabel 6 is de weging van aandelen in portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen sterk toegenomen, van 15% in 1989 naar 61% in 2009.

Figuur 3 - Jaarlijkse aandelenrendementen t.o.v. de benchmark

Bron: Bureau Bosch

Hebben pensioenfondsen de aandelen benchmarks outperformd?

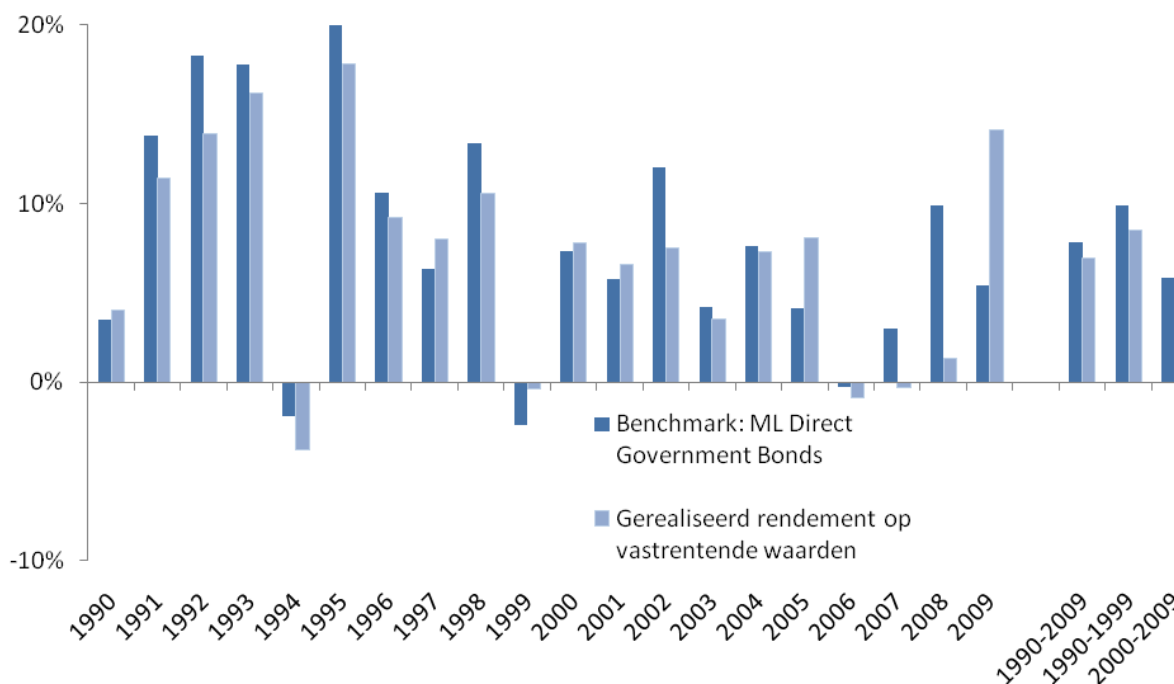
1. Nee. In de periode 1990-2009 was er 10 keer sprake van underperformance, tegenover 8 jaren van outperformance. Twee keer was het rendement op aandelenbeleggingen van pensioenfondsen gelijk aan de benchmark.
2. Ook over langere periodes van 10 jaar was er sprake van underperformance. In de voor aandelen sterke jaren '90 was er jaarlijks gemiddeld een underperformance van 0,4% en in het eerste decennium van de 21^e eeuw bleven de rendementen van pensioenfondsen op jaarbasis gemiddeld 1,1% achter bij de index.
3. Voor de gehele periode 1990-2009 is er een gemiddelde jaarlijkse underperformance te zien van -0,8% op het gebied van aandelenbeleggingen. Deze marginale afwijking van de benchmark heeft het Nederlandse pensioenvermogen ruim 36 miljard euro gekost. Dit gecorrigeerd voor de mogelijke beleggingsrendementen (volgens de benchmark) die hierop hadden kunnen worden behaald kun je zelfs spreken van ruim 45 miljard euro.

Tabel 7 - Rendementen op vastrentende waarden

| Jaar | ML Direct Government Bonds | Rendement Vastrentende Waarden | Out- / Under- Performance Vastrentende Waarden | Allocatie naar Vastrentende Waarden | Kosten Under- Performance (x € mln) | Kosten Under- Performance Inclusief Waardestijging (x € mln) |
|-----------|----------------------------------|--------------------------------------|---|--|---|--|
| 1990 | 3,5% | 4,0% | 0,5% | 74% | 637 | 2.881 |
| 1991 | 13,8% | 11,4% | -2,4% | 72% | -3.045 | -13.306 |
| 1992 | 18,3% | 13,9% | -4,4% | 70% | -5.801 | -22.280 |
| 1993 | 17,8% | 16,2% | -1,6% | 66% | -2.128 | -6.908 |
| 1994 | -1,9% | -3,8% | -1,9% | 66% | -2.872 | -7.916 |
| 1995 | 22,3% | 17,8% | -4,5% | 63% | -6.557 | -18.421 |
| 1996 | 10,6% | 9,2% | -1,4% | 59% | -2.118 | -4.864 |
| 1997 | 6,3% | 8,0% | 1,7% | 55% | 2.743 | 5.696 |
| 1998 | 13,4% | 10,6% | -2,8% | 53% | -5.002 | -9.772 |
| 1999 | -2,4% | -0,4% | 2,0% | 44% | 3.351 | 5.773 |
| 2000 | 7,3% | 7,8% | 0,5% | 45% | 1.004 | 1.773 |
| 2001 | 5,8% | 6,6% | 0,8% | 45% | 1.792 | 2.948 |
| 2002 | 12,0% | 7,5% | -4,5% | 51% | -10.683 | -16.612 |
| 2003 | 4,2% | 3,5% | -0,7% | 48% | -1.490 | -2.068 |
| 2004 | 7,6% | 7,3% | -0,3% | 47% | -701 | -934 |
| 2005 | 4,1% | 8,1% | 4,0% | 44% | 9.752 | 12.076 |
| 2006 | -0,3% | -0,9% | -0,6% | 43% | -1.640 | -1.951 |
| 2007 | 3,0% | -0,3% | -3,3% | 42% | -8.567 | -10.221 |
| 2008 | 9,9% | 1,3% | -8,6% | 48% | -28.241 | -32.713 |
| 2009 | 5,4% | 14,1% | 8,7% | 29% | 14.571 | 15.358 |
| 1990-1999 | 9,9% | 8,5% | -1,4% | | -20.793 | -69.117 |
| 2000-2009 | 5,8% | 5,4% | -0,4% | | -24.203 | -32.345 |
| 1990-2009 | 7,8% | 6,9% | -0,9% | | -44.995 | -101.462 |

Bron: Bureau Bosch

Figuur 4 - Jaarlijkse rendementen op vastrentende waarden t.o.v. de benchmark



Bron: Bureau Bosch

Hebben pensioenfondsen de vastrentende benchmarks outperformed?

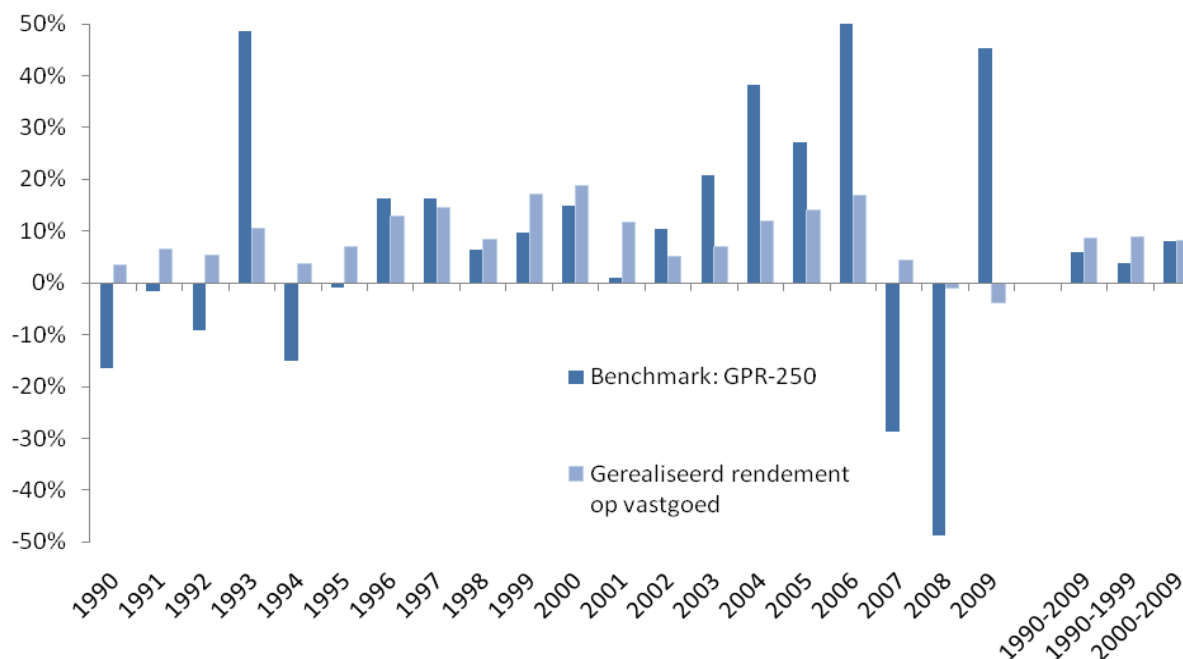
1. Nee, over een periode van 20 jaar laten de jaarlijkse rendementen van pensioenfondsen 13 keer een underperformance ten opzichte van de index zijn. 7 keer verslaat men de index. Voor de gehele periode hebben de pensioenfondsen een gemiddeld jaarlijks rendement behaald dat 0,9% lager is dan de benchmark. Deze marginale afwijking ten opzichte van de benchmark heeft het Nederlandse pensioenvermogen bijna 45 miljard euro gekost.
2. Op de termijn van 10 jaar is er een underperformance van de index in de jaren '90 van -1,4% op jaarbasis. Ook in het eerste decennium van de 21^e eeuw blijven pensioenfondsen achter bij de index en is er een underperformance van 0,4% te zien op jaarbasis. Belegd volgens de benchmark had 100 miljard euro beter gendeerd.
3. De toename van aandelen in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen is ten koste gegaan van vastrentende waarden. De allocatie is de afgelopen 20 jaar gedaald van 74% in 1989 naar 29% in 2009.

Tabel 8 - Rendementen op vastgoed

| Jaar | GPR-250 Vastgoed | Rendement Vastgoed | Out- / Under- Performance Vastgoed | Allocatie naar Vastgoed | Baten Out- Performance (x € mln) | Baten Out- Performance Inclusief Waardestijging (x € mln) |
|-----------|---------------------|-----------------------|--|-------------------------------|--|---|
| 1990 | -16,50% | 3,50% | 20,0% | 8% | 2.754 | 8.782 |
| 1991 | -1,60% | 6,60% | 8,2% | 9% | 1.300 | 4.966 |
| 1992 | -9,20% | 5,30% | 14,5% | 9% | 2.458 | 9.540 |
| 1993 | 48,50% | 10,60% | -37,9% | 8% | -6.110 | -26.113 |
| 1994 | -15,10% | 3,70% | 18,8% | 8% | 3.445 | 9.916 |
| 1995 | -1,00% | 6,90% | 7,9% | 8% | 1.462 | 4.956 |
| 1996 | 16,20% | 12,80% | -3,4% | 7% | -610 | -2.089 |
| 1997 | 16,30% | 14,60% | -1,7% | 6% | -299 | -882 |
| 1998 | 6,30% | 8,40% | 2,1% | 6% | 425 | 1.076 |
| 1999 | 9,60% | 17,20% | 7,6% | 5% | 1.447 | 3.449 |
| 2000 | 15,00% | 18,90% | 3,9% | 5% | 870 | 1.893 |
| 2001 | 0,90% | 11,70% | 10,8% | 6% | 3.225 | 6.099 |
| 2002 | 10,50% | 5,10% | -5,4% | 5% | -1.257 | -2.356 |
| 2003 | 20,90% | 7,10% | -13,8% | 5% | -3.059 | -5.190 |
| 2004 | 38,30% | 11,90% | -26,4% | 4% | -5.248 | -7.364 |
| 2005 | 27,10% | 14,00% | -13,1% | 4% | -2.903 | -2.946 |
| 2006 | 50,50% | 17,00% | -33,5% | 3% | -6.388 | -5.099 |
| 2007 | -28,80% | 4,50% | 33,3% | 3% | 6.175 | 3.275 |
| 2008 | -48,70% | -1,10% | 47,6% | 3% | 9.769 | 7.277 |
| 2009 | 45,20% | -3,80% | -49,0% | 2% | -5.660 | -8.218 |
| 1990-1999 | 3,9% | 8,9% | 5,0% | | 6.272 | 13.599 |
| 2000-2009 | 8,1% | 8,3% | 0,2% | | -4.476 | -12.627 |
| 1990-2009 | 6,0% | 8,6% | 2,6% | | 1.796 | 972 |

Bron: Bureau Bosch

Figuur 5 - Jaarlijkse rendementen op vastgoed t.o.v. de benchmark



Bron: Bureau Bosch

Hebben pensioenfondsen de vastgoed benchmarks outperformd?

1. Ja, in de periode 1990-2009 laten de jaarlijkse rendementen van pensioenfondsen in 9 gevallen een underperformance ten opzichte van de benchmark voor vastgoed zien, in 11 gevallen is er sprake van outperformance.
2. Echter, voor beide decennia geldt dat het gemiddeld jaarlijks rendement van pensioenfondsen hoger is dan de benchmark, een outperformance dus.
3. Ook over de gehele periode 1990-2009 is er sprake van outperformance van de benchmark. Pensioenfondsen hebben op de vastgoedmarkt jaarlijks gemiddeld 2,6% meer rendement behaald dan de benchmark. Deze outperformance heeft het Nederlandse pensioenvermogen bijna 2 miljard euro opgeleverd.
4. De weging van vastgoed binnen de portefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen is de afgelopen 20 jaar gedaald van 8% in 1989 naar 2% in 2009. Dit is direct vastgoed; de beleggingen in indirect vastgoed is toegenomen.

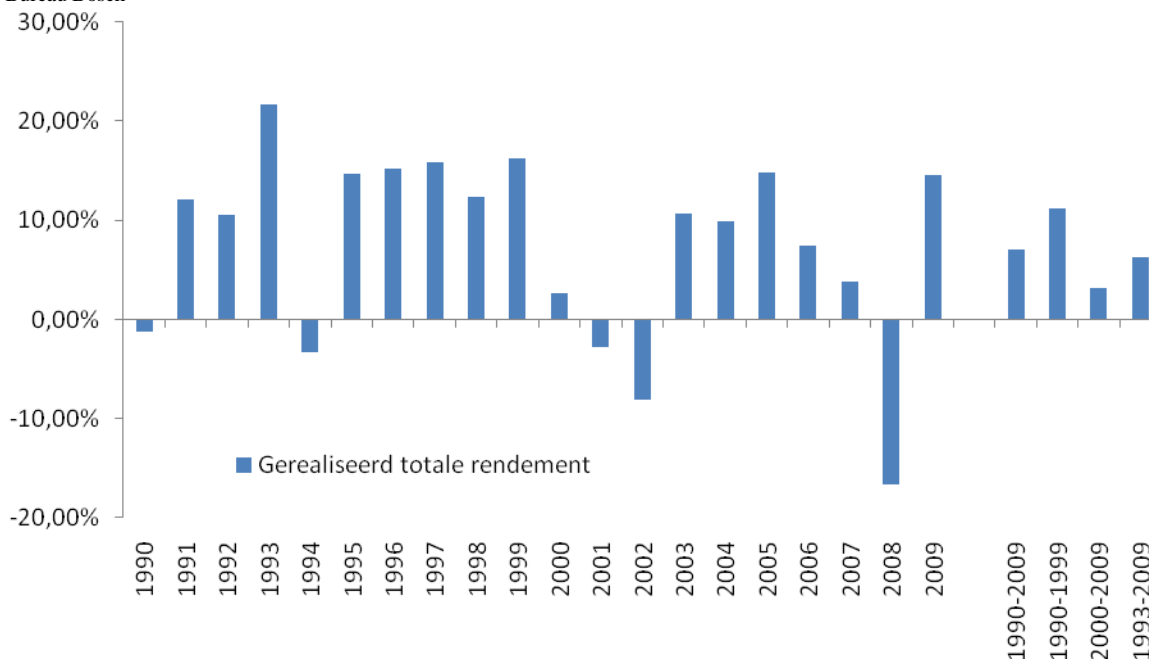
Tabel 9 - Totale rendementen voor pensioenfondsen

| Jaar | Gerealiseerd Rendement Nederlandse Pensioenfondsen | Kosten Underperformance Totale Portefeuille (x € mln) | Kosten Under-Performance Inclusief Waardestijging Kosten (x € mln) |
|-----------|--|--|---|
| 1990 | -1,30% | 2.307 | 7.362 |
| 1991 | 12,10% | -617 | -3.097 |
| 1992 | 10,50% | -1.953 | -7.130 |
| 1993 | 21,70% | -6.476 | -26.052 |
| 1994 | -3,30% | 2.100 | 6.365 |
| 1995 | 14,70% | -5.907 | -15.995 |
| 1996 | 15,20% | -3.794 | -9.899 |
| 1997 | 15,80% | -12.209 | -26.032 |
| 1998 | 12,40% | -9.835 | -16.298 |
| 1999 | 16,30% | 14.697 | 21.221 |
| 2000 | 2,60% | -5.196 | -2.626 |
| 2001 | -2,80% | 6.689 | 10.564 |
| 2002 | -8,10% | -11.940 | -18.968 |
| 2003 | 10,70% | -10.535 | -16.482 |
| 2004 | 9,90% | -14.408 | -19.554 |
| 2005 | 14,80% | 19.316 | 23.851 |
| 2006 | 7,40% | -32.632 | -29.978 |
| 2007 | 3,80% | 2.244 | -3.352 |
| 2008 | -16,60% | -20.339 | -26.839 |
| 2009 | 14,60% | 8.911 | 7.140 |
| 1990-1999 | 11,1% | -21.687 | -69.557 |
| 2000-2009 | 3,2% | -57.890 | -76.244 |
| 1990-2009 | 7,1% | -79.577 | -145.801 |

Bron: Bureau Bosch

Figuur 6 - Jaarlijkse rendementen voor Nederlandse pensioenfondsen

Bron: Bureau Bosch



Bron: Bureau Bosch

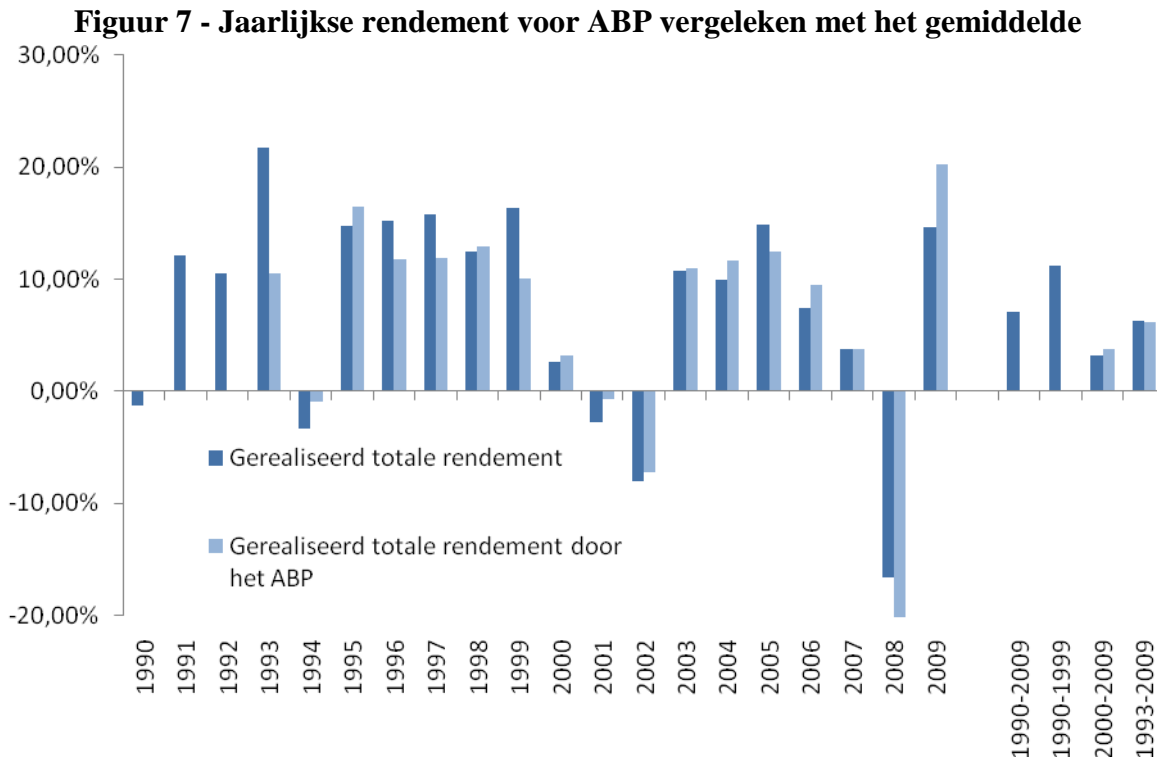
Hebben pensioenfondsen de balanced benchmarks, d.w.z. aandelen, vastrentend en vastgoed gecombineerd, outperformd?

1. Nee, Over 1990-2009 is er sprake van underperformance van de benchmark. Deze underperformance heeft het Nederlandse pensioenvermogen bijna 80 miljard euro gekost. Vooral de underperformance in vastrentende waarden is hierin bepalend, 45 euro miljard over 20 jaar. Vastgoed is de enige assetcategorie met een outperformance.
2. Voor de laatste twee decennia geldt dat het gemiddeld jaarlijks rendement van pensioenfondsen lager is dan de benchmark, een underperformance dus. Gecorrigeerd voor beleggingsrendementen via de benchmark bedraagt dit 145 miljard euro.
3. Het rapport van de commissie-Frijns meldt op pagina 42 een geschat verlies van 20 miljard euro, dat kan worden toegeschreven aan de implementatie van de beleggingsstrategie, de zogenaamde implementation shortfall. Dat bedrag komt overeen met de kosten van de underperformance voor het jaar 2008. Vooral vastrentende waarden dragen hieraan bij met een underperformance van 8,6%.
4. Over 1990-2009 laten de jaarlijkse rendementen van pensioenfondsen in 13 gevallen een underperformance ten opzichte van de benchmark voor vastgoed zien, in 7 gevallen is er sprake van outperformance.
5. **Kanttekening: ondanks genoemde totale underperformance kan een gemiddelde performance van 7,1% over de laatste 20 jaar niet slecht worden genoemd. Dit is echter voor voornoemde uitholling. Na uitholling blijft er van dat bevredigende rendement weinig over. Dit verklaart mede waarom pensioenfondsen eind jaren negentig rijp waren om in problemen te komen toen de beurzen zo omlaag gingen. Deze problemen waren onnodig geweest bij een gezond beleid ten aanzien van de premies en buffers.**

Tabel 10 - Jaarlijkse performance voor ABP t.o.v. het Nederlandse pensioenfondsenuniversum

| Jaar | Rendement ABP | Rendement Nederlandse Pensioenfondsen |
|-----------|---------------|---------------------------------------|
| 1990 | | -1,30% |
| 1991 | | 12,10% |
| 1992 | | 10,50% |
| 1993 | 10,5% | 21,70% |
| 1994 | -1,0% | -3,30% |
| 1995 | 16,4% | 14,70% |
| 1996 | 11,8% | 15,20% |
| 1997 | 11,9% | 15,80% |
| 1998 | 12,9% | 12,40% |
| 1999 | 10,0% | 16,30% |
| 2000 | 3,2% | 2,60% |
| 2001 | -0,7% | -2,80% |
| 2002 | -7,2% | -8,10% |
| 2003 | 11,0% | 10,70% |
| 2004 | 11,6% | 9,90% |
| 2005 | 12,5% | 14,80% |
| 2006 | 9,5% | 7,40% |
| 2007 | 3,8% | 3,80% |
| 2008 | -20,2% | -16,60% |
| 2009 | 20,2% | 14,60% |
| 2000-2009 | 3,7% | 3,2% |
| 1993-2009 | 6,1% | 6,3% |

Bron: Bureau Bosch



Bron: Bureau Bosch

Weken de performances van ABP af van het pensioenfondsen universum?

1. Nee, het ABP heeft over een periode van 17 jaar marginaal minder heeft gepresteerd dan het gemiddelde van alle Nederlandse pensioenfondsen. In het laatste decennium heeft ABP beter gepresteerd.
2. Dit is exclusief de uitholling van het fonds in de 90er jaren en heeft uitsluitend betrekking op de beleggingsresultaten. Volgens prof. dr. J. Frijns zou er voor miljarden aan het pensioenfonds zijn onttrokken.

4: Wat was de rol van diverse spelers?

Overheid

De overheid beoordeelde de dekkingsgraden in de jaren 90 als onnodig hoog. Daarom gaf de overheid de pensioenfondsen de keuze, of men keert een deel van het pensioenvermogen af, of de overheid roomt het af (zgn. Brede herwaardering). Pensioenfondsen werden gedwongen een deel van de reserves terug te storten aan de sponsor. Zo was het mogelijk dat vanaf 1989-1999 exclusief het rendement op de financiële markten het vermogen van de pensioenfondsen is afgenomen. De overheid zelf nam hierin het voortouw. Uit onderstaande quotes van H. Kemner en J. Frijns blijkt dat de overheid arbeidsmarktpolitiek heeft bedreven met pensioengeld.

Onderzoek H. Kemner "Financiering van VUT kosten via ABP in plaats van via Het Rijk, schrappen welvaartsvastheid, verslechtering weduwen-pensioen en AOV + onttrekking aan ABP kas ten gunste van Het Rijk ter waarde van 15 miljard euro. ABP verzekerden zijn jarenlang benadeeld. Allerlei rekentrucs zijn gebruikt ter verhulling. De Tweede Kamer doorzag dat niet; ABP liet het op z'n beloop"

J. Frijns, De Actuaris, september 2010: "In de jaren 90 haalde de overheid elk jaar geld uit het ABP; er werden massale rooftochten georganiseerd vanuit Den Haag." Voorts stelt hij in De Telegraaf: "De overheid heeft in de jaren negentig zo'n 25 miljard euro onttrokken aan de financiële reserves van het ambtenarenpensioenfonds ABP. Jarenlang heeft de overheid volgens Frijns te weinig premie afgedragen aan het ABP. Bij de verzelfstandiging van het pensioenfonds in 1996 was de achterstand opgelopen tot zo'n 15 miljard euro. Frijns, die van 1993 tot 2005 directeur beleggingen was. Volgens hem is de overheid daarmee medeverantwoordelijk voor de huidige financiële problemen van het ABP: "ook een groot deel van de vut-regeling" door de overheid is gefinancierd met geld dat het ABP had gereserveerd voor de reguliere pensioenen, waarmee een bedrag van 10 miljard euro is gemoeid."

Toen de financiële crisis twee jaar geleden uitbrak had het ABP een dekkingsgraad van 130 en nu zit het pensioenfonds op 95 procent. Frijns: „Als het ABP toen een dekkingsgraad had gehad van 160 of 170, wat na zo'n lange tijd van economische voorspoed redelijk zou zijn geweest, dan had het fonds er nu heel wat beter voor gestaan. Het is natuurlijk een zware uitspraak, maar ja, de overheid heeft hieraan bijgedragen."

Werkgevers en vakbonden

De premies waren in de jaren '90 niet kostendekkend. Er werden riantere regelingen voor gepensioneerden geïntroduceerd zoals de VUT-regeling en de eindloonophoging. Deze regelingen hebben er voor gezorgd dat de aanspraken van gepensioneerden op het pensioenvermogen hoger werden. Verder zijn er in de jaren '90 zogenaamde premie holidays verstrekt en premiekortingen verleend. Ook de vakbonden spelen hierin een rol, omdat zij akkoord gegaan zijn met deze lage premies. Een aantal bedrijven maakten geld over vanuit de pensioenpotten naar het moederbedrijf en zagen een mogelijkheid om de winstgevendheid van het bedrijf op te stuwen.

Toeziçthouder

Het is de taak van de toezichthouder om toezicht te houden op de Nederlandse pensioenfondsen, maar hoe heeft het dan zo uit de hand kunnen lopen? De focus binnen beleggingsportefeuilles verschoof van vastrentende waarden naar aandelen. Vanaf eind jaren '80 is deze trend ingezet. Als gevolg hiervan werden de beheerde portefeuilles van pensioenfondsen risicovoller, maar ook complexer. Men ging in steeds meer beleggingscategorieën beleggen en in steeds complexere producten. De toezichthouder, De Nederlandsche Bank (eertijds PVK), heeft deze producten en portefeuilles goedgekeurd en heeft niet op tijd aan de bel getrokken. Indien vanaf eind jaren '80 was belegd in een vaste, risicomijdende assetmix de dekkingsgraden niet zo hard onderuit waren gegaan als dat nu het geval is. Reden hiervoor is dat de DNB te sterk focust op de lange termijn en de pensioenfondsen nog steeds karakteriseert als een lange termijn belegger. De gedachtegang hierachter is dat rendementen op de financiële markt over een lange termijn positief zijn. Echter, dit heeft er voor gezorgd dat pensioenfondsen op korte termijn onderuit zijn gegaan en nu moeite hebben om de weg naar boven weer te vinden.

ALM-modellen

De Nederlandsche Bank legt een nadruk op het bepalen van de strategische asset allocatie (SAA) door middel van ALM-studies. Dat begon rond 1985. Daarvoor hadden vermogensbeheerders het simpele adagium "stop niet al je eieren in één mandje". Meer hoefde je eigenlijk niet te weten om het risico van je portefeuille binnen de perken te houden. De wiskunde daarvan bleef meestal beperkt tot niet meer dan zeg 4% te beleggen in één titel. Dit concept was succesvol en werd alom begrepen. Iedereen kende de beperkingen ervan en niemand geloofde dat het een waterdichte aanpak was. Met gezond verstand kon je een heel eind komen. De resultaten van het onderzoek van Fisher Black en Myron Scholes over option pricing zorgen er in 1973 voor dat risicomanagement technieken meer vooruitstrevend werden. In de jaren daarna werd de markt overspoeld met risico indicatoren, zoals delta, gamma, beta, duration, convexity, leverage, volatiliteit, correlatie, VaR en allerlei varianten daarop. Geen van die indicatoren waren in tegenspraak met de aloude diversificatie gedachte, eerder was het tegendeel het geval. Analisten incorporeerden deze indicatoren gretig binnen hun beleggingsmodel en vertrouwden steeds meer op de output. Er ontstond een blind vertrouwen: het model zegt 't, dus is 't zo. Schijnzekerheid trad op. Zo kon het gebeuren dat de wijze waarop de financiële crisis van dit decennium de portefeuilles van pensioenfondsen hebben geraakt, mede veroorzaakt werd door een structureel en systematisch falen van bestaande financiële modellen. Gaandeweg werd vergeten dat aan de modellen een reeks van veronderstellingen ten grondslag liggen die ver buiten de realiteit zijn, zoals bijvoorbeeld de aanname van rationeel handelende economische subjecten. Economische subjecten zijn veelal niet rationeel, maar worden gedreven door angst en hebzucht, leidend tot zeepbellen op de beurs. Een andere gekoesterde veronderstelling is de zogenaamde mean reversion, ofwel de gedachte dat rendementen over een lange periode gemeten, naar een zeker evenwicht tenderen. Onderzoek bevestigt dat er wel sprake is van een terugveren, maar niet naar een evenwichtspositie. Evenwicht en stabiliteit doen zich in de beleggingswereld niet voor. Ten onrechte gaat het neoliberale evenwichtsmodel er van uit dat de onzichtbare hand van de markt voor evenwicht en stabiliteit zal zorgen. Zonder evenwicht en stabiliteit is het immers lastig te modelleren. Met instabiliteit kun je weinig. Niet alleen rendementen, ook de volatiliteit van risicotermijnstructuren van beleggingscategorieën zijn ook op lange termijn gemeten, verre van constant. Binnen een onzekere omgeving heeft de factor risico een steeds wijzigend karakter. Voornoemde volatiliteiten van bijvoorbeeld de naoorlogse periode wijken sterk af van de structuren die teruggaan tot zelfs 1830. Niet over het hoofd mag worden gezien dat de zich voortdurend wijzigende structuur van de factor risico aan de basis dient te staan van het allocatie proces. Dat betekent ook dat we ons niet moeten blindstaren op een strategische asset allocatie die naar zijn aard statisch is, als slechts periodiek bij herziening rekening wordt gehouden met veranderende risico termijnstructuren en rendementen. Derhalve mag het nooit zo zijn dat rebalancing van de portefeuille naar een strategische allocatie plaatsvindt, terwijl de markt de andere kan op wijst. De recente praktijk is anders geweest. Dit biedt tevens de gelegenheid om de wijze waarop de asset allocatie tot stand komt in het licht van de factor risico, opnieuw te bezien. Vermogensbeheerders die met succes hun relaties door de crisis hebben geloodst, hebben er blijk van gegeven hun risico modellen en de beperking daarvan te doorzien. Zij

hadden goed in de gaten dat modellen niet identiek zijn aan de realiteit en dat de aannames meestal dermate beperkend zijn dat de uitkomsten zich meer lenen als een denkraam in plaats van een direct toepasbaar instrument voor het dagelijkse beleid. De consequentie was dat een kwantitatief risicomodel gecombineerd moest worden met kwalitatief risicobeheer. Wat overeind blijft staan is dat er geen twijfel over bestaat dat we binnen de huidige volatiele marktomgeving niet meer zonder risicomanagement kunnen. Iedere zichzelf respecterende vermogensbeheerder dient een risicomanager te hebben die bekleed is met de nodige autoriteit om de hand te kunnen houden omtrent gemaakte risico richtlijnen. Het moet immers duidelijk zijn wat het beleid gaat worden als risico's steil oplopen. Het moet geen last minute call zijn. Belangrijk is ook dat we de zaken niet langer statisch beschouwen. Mijn definitie van beleggen luidt: "beleggen betreft het *voortdurend* selecteren en beheren van risicodragers met het oogmerk rendement te behalen". De vraag is telkens: "wordt ik voldoende beloond voor de risico's die ik neem"? Een op risico gebaseerd asset allocatieproces veronderstelt niet alleen een gedegen onderzoek naar en begrip van risicodragers en bronnen van rendement, maar ook een actief inspelen op de ontwikkeling daarvan. Historie herhaalt zich zelden. Het huidige institutionele kader gaat uit van historische input (te verwachten rendementen) en negeert dynamiek goeddeels, zie FTK, Herstelplannen, continuïteitsstudies, studies met historische input. Dit raakt tevens de bezwaren tegen traditioneel ALM, zowel methodologisch als qua toepassing. ALM als totaalmodel lijkt een oversimplificatie van de pensioenfondsenwerkelijkheid. Het kent o.i. geen directe praktische toepassingsmogelijkheid, maar is slechts bruikbaar als kader voor "lang denken, kort managen". Dat tijdens de recente kredietcrisis de beleggingsrendementen zo omlaag gingen en de correlaties tussen de beleggingscategorieën zo omhoog gingen, heeft de beleggingswereld allerwegen verbaasd. Bij nadere beschouwing was daar eigenlijk weinig reden voor. Die neergang had in feite meer te maken met het foutief hanteren van financiële instrumenten en het financiële systeem dan met het instorten van de actuele waarde van onderliggende activa. Het was een systeem crisis. Diversificatie van de portefeuille ter reductie van risico en risico management hebben allerminst afgedaan. Maar er is geen vervanging voor fundamenteel onderzoek en due diligence.

www.bureaubosch.nl
www.dutchinvestor.com

De Pinckart 54
5674 CC Nuenen
Nederland

T. 040-263.1133
E. info@bureaubosch.nl

Copyright

© Bureau Bosch, Nuenen, the Netherlands

All rights reserved. Without the written permission of Bureau Bosch no part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise as meant in art.15 of the Dutch law of authors. Offence will be prosecuted. Bureau Bosch has based this document on information from sources it believes to be reliable. Bureau Bosch makes no guarantee, representation or warranty and accepts no responsibility or liability as to the accuracy or completeness. Nothing in this issue is intended to constitute investment advice or to be a full consideration of the issues raised. Appropriate advice should be obtained taking specific action.