



**Rapport beleggingsopbrengst pensioenfondsen 2000-2010 (in het kader van
de motie Van den Besselaar c.s.)**

November 2011

1. Inleiding

In het ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ van 2009 heeft De Nederlandsche Bank (DNB) geconstateerd dat de financiële positie van pensioenfondsen in 2008 met 219 miljard euro was verslechterd.¹ Daarvan was 107 miljard euro toe te schrijven aan een waardeinstijging van de pensioenverplichtingen door een daling van de rente. De overige 112 miljard euro kwam voort uit een waardedaling van de beleggingen. De daling van de beleggingen was voor een belangrijk deel een gevolg van blootstelling aan beleggingsrisico’s. Daarnaast heeft DNB in het onderzoek geconstateerd dat een verlies ter grootte van ruim 20 miljard euro moest worden toegeschreven aan de implementatie van het beleggingsbeleid. Dit is berekend door het verschil te nemen tussen het feitelijke beleggingsresultaat en het benchmark resultaat. Deze bevinding is overgenomen door de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (commissie Frijns) in haar rapport “Pensioen: Onzekere Zekerheid”.²

Naar aanleiding van de motie Van den Besselaar c.s. heeft de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aan DNB gevraagd de beleggingsresultaten van pensioenfondsen over de jaren 2000 tot en met 2010 te onderzoeken, conform het onderzoek waarop de commissie Frijns zich baseert, en de resultaten te vergelijken met de door de fondsen zelf gekozen benchmark. Dit rapport geeft de uitkomsten van dit onderzoek weer.

Het rapport is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 behandelt mogelijke oorzaken voor een verschil tussen het feitelijk behaalde beleggingsrendement en het gerapporteerde benchmark rendement. Paragraaf 3 geeft vervolgens een omschrijving van de data en methodologie, waarna paragraaf 4 de resultaten en conclusies van de analyse presenteert. Tot slot behandelt paragraaf 5 de relatie met het rapport van de commissie Frijns. Aanvullende informatie over de gehanteerde berekeningsmethodiek in dit rapport is opgenomen in bijlage I. De verhouding tot de Z-score methodiek is opgenomen als bijlage II.

¹ Dit rapport is niet publiekelijk toegankelijk, maar is destijds (vertrouwelijk) ter inzage aangeboden aan de pensioenkoepels. De conclusies van het rapport zijn ook gepresenteerd tijdens het DNB pensioenseminar in september 2009.

² ‘Pensioen:’Onzekere zekerheid’, Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen’ (2010), Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer.

2. Beleggingsproces

Het beleggingsproces voor pensioenfondsen bestaat doorgaans uit drie fasen, te weten strategie, implementatie en monitoring.³ Het beleggingsproces start dus met het opstellen van een strategisch beleggingsbeleid. Bij het bepalen van het strategische beleggingsbeleid bekijkt het pensioenfondsbestuur in hoeverre het pensioenfonds risico's kan en wil lopen. De hoeveelheid risico die een pensioenfonds kan lopen, is afhankelijk van de financiële opzet van een pensioenfonds. Daarbij kan gedacht worden aan elementen zoals de omvang van de buffer en de mogelijkheden om bij te sturen via premies en sponsorbijdragen. De hoeveelheid risico die een pensioenfonds wil lopen, is afhankelijk van de zogenaamde risicobereidheid (*risk appetite*). Met andere woorden, hoeveel risico wil een pensioenfonds lopen om zijn doelstellingen te verwezenlijken. Het strategische beleggingsbeleid resulteert in een strategische beleggingsallocatie die het fonds gedurende een bepaalde periode wil aanhouden. Tevens geeft het fonds in het strategische beleggingsbeleid aan hoe het zijn beleggingsdoelstellingen wil realiseren (door actief of passief beheer) en welke benchmarks daarbij worden gehanteerd.

Na het bepalen van de strategie wordt het beleid in de implementatiefase vertaald naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille. De vertaalslag naar de praktijk leidt doorgaans tot een verschil tussen de feitelijk behaalde rendementen op basis van de werkelijke beleggingsportefeuille en de theoretisch haalbare rendementen op basis van de strategische beleggingsallocatie (benchmark).⁴ Dit verschil kan zowel positief als negatief uitvallen en kent doorgaans drie oorzaken:

- *Actief beheer*

Actief beheer kan plaatsvinden op zowel strategisch niveau (tactische afwijkingen van de strategische beleggingsallocatie) als op het niveau van de beleggingscategorieën (afwijkingen van posities binnen een beleggingscategorie). In beide gevallen is de verwachting van het fonds dat met actief beheer (op basis van kunde ('skills')) een additionele opbrengst, de zogenaamde 'alpha', kan worden behaald om zo het rendement van de benchmark te overtreffen.

- *Uitvoeringskosten*

Uitvoeringskosten zijn tot op zekere hoogte inherent aan de vertaling van het strategische beleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille.⁵ Deze kosten bestaan doorgaans uit expliciete kosten (zoals transactiekosten, commissies en belastingen) en impliciete kosten zoals *bid-ask spreads* (het verschil tussen de aan- en verkoopprijs van een financieel instrument) en *opportunity* kosten (de kosten van het niet handelen). Perold (1988) heeft in de literatuur de term

³ Deze procesbenadering is van toepassing op alle typen beleggingen (vastrentende waarden, aandelen, vastgoed etc.) en geldt voor alle soorten investeerders (pensioenfondsen, verzekeraars, banken etc.).

⁴ De rendementen op basis van de strategische beleggingsallocatie volgen uit het passief uitvoeren van het strategische beleggingsbeleid en zijn dus volledig verklaarbaar door de ontwikkelingen op de financiële markten.

⁵ Doorgaans nemen de uitvoeringskosten toe naarmate de complexiteit en mate van actief beheer in de portefeuille toenemen.

'implementation shortfall' geïntroduceerd als indicator voor de totale expliciete en impliciete uitvoeringskosten. De commissie Frijns benoemt in haar rapport het verschil tussen het feitelijke resultaat en het benchmark resultaat als *'implementation shortfall'*. Hiermee kiest de commissie voor een brede interpretatie van de term *'implementation shortfall'* door niet alleen uitvoeringskosten, maar ook winsten en verliezen uit hoofde van actief beheer en overige implementatierisico's onder de noemer van *'implementation shortfall'* te scharen.⁶

- *Overige implementatierisico's*

De implementatiefase gaat gepaard met specifieke risico's. In het onderzoek van de commissie Frijns en het DNB onderzoek uit 2009 worden onder meer de volgende specifieke oorzaken genoemd voor mogelijke implementatieverliezen bij pensioenfondsen:

- Liquiditeitsrisico's die ontstaan uit derivatenposities en/of in combinatie met illiquiditeit als gevolg van onder andere securities lending programma's;⁷
- Herfinancieringsrisico's;
- Intransparantie van producten, waardoor onbekende tegenpartijrisico's kunnen bestaan;
- Het gebruik van derivaten en securities lending. Dit kan leiden tot blootstelling aan meer en andersoortige risico's dan beoogd bij de vaststelling van het strategische beleggingsbeleid.

Het gerealiseerde portefeuillerendement (P) van een pensioenfonds is dus een functie van het benchmark rendement (B), het resultaat van actief beheer (A), eventuele verliezen uit overige implementatierisico's (I) en de uitvoeringskosten (K). Uitvoeringskosten worden door vermogensbeheerders soms in het (netto) beleggingsrendement verdisconteerd, in andere gevallen worden deze kosten apart bij het fonds in rekening gebracht. Laatstgenoemde uitvoeringskosten worden sinds 2007 separaat aan DNB gerapporteerd, daarvoor was dat niet het geval. Deze kosten zijn daarom niet meegenomen in deze analyse.⁸ Voor dit onderzoek geldt dat het verschil tussen het feitelijk behaalde portefeuillerendement en het benchmark rendement verklaard wordt door actief beheer, overige implementatierisico's en een deel van de uitvoeringskosten (zie paragraaf 4).

⁶ Voor meer informatie over implementation shortfall, zie Perold, A., 1988, 'The Implementation Shortfall: Paper versus Reality', *Journal of Portfolio Management* 14, 4-9, en Keim, D.B. & A. Madhavan, 1998, 'The Cost of Institutional Equity Trades', *Financial Analyst Journal* 54, 50-69.

⁷ Securities lending is het tijdelijk uitlenen van effecten tegen een uitleenvergoeding. De tegenwaarde van de uitgeleende effecten wordt in cash ter beschikking gesteld en kan weer worden herbelegd.

⁸ DNB voert op dit moment een sectorbrede analyse uit naar de vermogensbeheerkosten van pensioenfondsen.

3. Data en methodologie

De motie Van den Besselaar c.s. vraagt naar de beleggingsopbrengst in relatie tot de door pensioenfondsen zelf gekozen benchmark over de jaren 2000 tot en met 2010. Om dit te beantwoorden zijn in deze analyse alle pensioenfondsen meegenomen die zowel het gerealiseerde beleggingsrendement als het benchmark rendement in alle kwartalen van de periode 1999 K4 tot en met 2010 K4 aan DNB hebben gerapporteerd. De keuze voor een vaste groep fondsen maakt het mogelijk om de resultaten over de verschillende jaren met elkaar te vergelijken. De geselecteerde groep bestaat uit 168 pensioenfondsen die over de periode 2000 tot en met 2010 gemiddeld circa 83 procent van het totaal belegde pensioenvermogen vertegenwoordigen. De overige fondsen hebben niet ieder kwartaal het feitelijk behaalde rendement en het benchmark rendement aan DNB gerapporteerd, en zijn daarom niet in de analyse betrokken. De gegevens van de geselecteerde 168 pensioenfondsen zijn opgeschaald naar 100 procent van het totaal belegde vermogen van de sector om een representatieve uitkomst voor de gehele sector te verkrijgen.⁹ Bijlage I geeft meer informatie over de gehanteerde berekeningsmethodiek.

Het is tot slot belangrijk om op te merken dat de ‘kwartaalstaten beleggingen’ die pensioenfondsen aan DNB rapporteren met de invoering van het Financieel Toetsingskader (FTK) in 2007 zijn gewijzigd. Voor 2007 werd het rendement op direct vastgoed niet door pensioenfondsen aan DNB gerapporteerd. Het is daarom niet mogelijk om het rendement op direct vastgoed te verwerken in de berekening van de beleggingsopbrengsten voor de jaren 2000 tot en met 2006.¹⁰ Voor de jaren 2007 tot en met 2010 zijn de rendementen op direct vastgoed wel meegenomen in de berekeningen.

⁹ We veronderstellen dat de 168 pensioenfondsen die gemiddeld goed zijn voor 83 procent van het belegd vermogen van de sector ook representatief zijn voor de overige fondsen die het restant van de 17 procent van het belegd vermogen voor hun rekening nemen.

¹⁰ Het effect hiervan is waarschijnlijk beperkt, aangezien de gemiddelde allocatie naar direct vastgoed gedurende de periode 2000 tot en met 2010 ongeveer 4 procent bedroeg.

4. Resultaten en conclusies

De beleggingsresultaten van pensioenfondsen over de periode 2000 tot en met 2010 worden weergegeven in tabel 1. De eerste kolom geeft het totaal belegde vermogen van de pensioensector per jaar weer. Rechts daarvan wordt het feitelijk behaalde beleggingsresultaat en het resultaat van de benchmark weergegeven, zowel in miljarden euro's als in percentage van het totaal belegde vermogen. Het verschil tussen het feitelijk behaalde resultaat en het benchmark resultaat wordt in de twee rechterkolommen gepresenteerd.

Tabel 1 – Beleggingsresultaten pensioensector over de jaren 2000 – 2010 (in miljarden EUR)¹¹

	Totaal belegd vermogen	Beleggings resultaat (totaal)	Beleggings resultaat (%)	Benchmark resultaat (totaal)	Benchmark resultaat (%)	Vershil	Vershil (%)
2000	456,7	14,8	3,3%	12,5	2,8%	2,3	0,5%
2001	446,1	-11,9	-2,6%	-10,8	-2,4%	-1,1	-0,2%
2002	406,3	-38,6	-8,8%	-35,1	-8,0%	-3,5	-0,8%
2003	469,9	46,2	11,2%	44,4	10,8%	1,8	0,4%
2004	504,5	50,9	11,1%	48,1	10,5%	2,8	0,6%
2005	585,0	76,5	15,1%	71,4	14,1%	5,1	1,0%
2006	629,5	53,2	9,3%	46,0	8,0%	7,2	1,3%
2007	669,0	25,5	4,2%	23,3	3,8%	2,2	0,4%
2008	561,0	-125,2	-18,5%	-104,9	-15,5%	-20,3	-3,0%
2009	650,3	91,3	16,4%	87,4	15,7%	3,9	0,7%
2010	732,8	78,4	12,1%	69,2	10,7%	9,2	1,4%
Totaal		261,1	4,8%	251,4	4,6%	9,7	0,21%

De gegevens uit tabel 1 leiden tot de volgende bevindingen:

- Over de periode 2000 tot en met 2010 hebben pensioenfondsen beter gepresteerd dan de zelf gekozen benchmark. Pensioenfondsen hebben over de periode 2000 tot en met 2010 gemiddeld 4,8 procent beleggingsrendement per jaar behaald. De benchmark heeft in deze periode gemiddeld 4,6 procent per jaar gerendeerd.
- Het verschil tussen het feitelijk behaalde rendement en het benchmark rendement over de gehele periode bedraagt gemiddeld 0,21 procent per jaar. Over de periode 2000 tot en met 2010 resulteert dit in een totaal verschil van 9,7 miljard euro voor de gehele pensioensector.

¹¹ De resultaten zijn opgeschaald naar 100 procent van het totaal belegde vermogen (zie paragraaf 3). De rendementen uitgedrukt in percentages zijn berekend door het rendement in miljarden in jaar t te delen door het totale belegde vermogen in jaar $t-1$. Op totaalniveau zijn de rendementspercentages het rekenkundige gemiddelde van deze jaarlijkse rendementspercentages.

- Verder valt op dat het verschil tussen het feitelijk behaalde rendement en het benchmark rendement alleen positief is uitgevallen in jaren dat ook het totale beleggingsresultaat positief was en vice versa. Fondsen presteren dus beter dan de benchmark in goede jaren, maar relatief slechter in magere jaren.

Bij de bevindingen vallen een aantal kanttekeningen te plaatsen:

- *Benchmark*: de motie Van den Besselaar c.s. vraagt om te onderzoeken hoe de pensioenfondsen hebben gepresteerd ten opzichte van de door hen *zelf gekozen* benchmark. DNB heeft relatief weinig inzicht in de exacte samenstelling van de door pensioenfondsen gehanteerde benchmarks, omdat fondsen niet verplicht zijn aan te geven welke benchmarks ze hanteren.¹² Overigens blijkt uit een regressieanalyse dat de door pensioenfondsen gekozen benchmarks op hoofdlijnen wel een representatieve weerspiegeling lijken te zijn van het gevoerde beleggingsbeleid.¹³
- *Kundig beleggen of meer risico?* De resultaten uit tabel 1 roepen de vraag op of pensioenfondsen in staat zijn gebleken om overrendement te behalen ten opzichte van de benchmark door kundig te beleggen ('alpha') of feitelijk meer systematisch risico hebben genomen dan de benchmark ('beta')¹³. Op basis van de analyse in dit rapport is deze vraag niet eenduidig te beantwoorden.
- *Uitvoeringskosten*: een gedeelte van de kosten die pensioenfondsen maken bij de uitvoering van het beleggingsbeleid is al verwerkt in het gerapporteerde feitelijke rendement. De rendementen van sommige uitbestede beleggingen zijn reeds verminderd met de kosten van deze beleggingen. De overige kosten die (direct en indirect) verbonden zijn aan de uitvoering van het beleggingsbeleid zijn niet meegenomen in deze analyse, omdat deze kosten voor 2007 niet aan DNB werden gerapporteerd.

¹² Op basis van de bevindingen van de beleggingsonderzoeken die DNB jaarlijks uitvoert, vallen er enkele kanttekeningen te plaatsen bij de zelf gekozen benchmarks. Beleggingscategorieën waar geen geschikte benchmark voor beschikbaar zijn worden door pensioenfondsen bijvoorbeeld veelal afgezet tegen de geldmarktrente plus eventueel een opslag. Deze geldmarktrente resulteert in een relatief stabiele, maar lage benchmark. Indien de beleggingen in deze categorie positief (negatief) renderen, leidt dit dus eerder tot een 'verklaarbare' outperformance (underperformance).

¹³ Om dit te analyseren is de volgende regressie uitgevoerd: $R_t = \alpha + \beta RB_t + \varepsilon_t$, waar R_t staat voor de feitelijk behaalde rendementen in kwartaal t en RB_t voor het benchmark rendement. De relatie tussen beide variabelen wordt weergegeven door beta (β). Voor de periode 2000 tot en met 2010 vinden we een beta van 1.05 (statistisch significant afwijkend van 1.0 op een 5 procent zekerheidsniveau). Dit betekent dat een belangrijk deel van het feitelijke rendement kan worden verklaard door het benchmark rendement. Verder vinden we dat de alpha coëfficiënt niet statistisch significant afwijkt van 0. Aanvullende controles voor robuustheid zijn niet uitgevoerd, waardoor niet eenduidig valt te beantwoorden of pensioenfondsen meer systematisch risico hebben genomen dan de benchmark.

5. Verhouding tot rapport van de commissie Frijns

De motie Van den Besselaar c.s. vraagt om een onderzoek naar de beleggingsopbrengsten van pensioenfondsen volgens de door de commissie Frijns gehanteerde methodiek. Met betrekking tot de methodiek verwijst de commissie Frijns naar het DNB ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ uit 2009. In haar rapport schrijft de commissie hierover: “*Voor het jaar 2008 schat DNB dat de totale waardedaling op de beleggingen in 2008 circa € 112 miljard heeft bedragen. Een vergelijking van het benchmark resultaat met het feitelijke resultaat leert dat daarvan ruim € 20 miljard toegeschreven kan worden aan de implementatie van de beleggingsstrategieën van de pensioenfondsen.*”

De gehanteerde methodiek in dit rapport is grotendeels gelijk aan de methodiek die is gebruikt door de commissie Frijns en het DNB ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ om het beleggingsresultaat over 2008 te berekenen. Er zijn twee verschillen. Ten eerste zijn de rendementen op direct vastgoed in de periode 2000 tot en met 2006 niet in deze analyse meegenomen, omdat deze rendementen in die periode niet aan DNB werden gerapporteerd. En ten tweede is gebruik gemaakt van een andere *selectie* van pensioenfondsen. De commissie Frijns nam alle fondsen mee die over het jaar 2008 hadden gerapporteerd, dit onderzoek heeft betrekking op de fondsen die over de volledige onderzoeksperiode hebben gerapporteerd (zie paragraaf 3).¹⁴

De resultaten van dit rapport zijn in overeenstemming met de bevindingen van de commissie Frijns. In haar rapport stelt de commissie dat een vergelijking van het benchmark resultaat met het feitelijke resultaat leert dat voor het jaar 2008 ruim 20 miljard euro verlies kan worden toegeschreven aan de implementatie van de beleggingsstrategieën van pensioenfondsen. Tabel 1 laat zien dat dit verlies in 2008 uitkomt op ongeveer 20,3 miljard euro. Het verschil met de 20,5 miljard euro uit het DNB ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ van 2009 komt door een actualisering van gegevens en een andere *selectie* van pensioenfondsen.

Om dezelfde redenen komt ook het totale beleggingsresultaat over 2008 niet overeen. Zo blijkt uit deze analyse dat het beleggingsverlies voor de pensioensector over 2008 ongeveer 125,2 miljard euro bedroeg. Dit in tegenstelling tot de 112 miljard euro die in het DNB ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ is gerapporteerd. Het verschil wordt veroorzaakt doordat de 168 pensioenfondsen in deze analyse wat betreft totaalrendement relatief minder goed hebben gepresteerd dan de fondsen die voor de analyse in het ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ zijn gehanteerd. Hierdoor komt het beleggingsverlies voor de pensioensector na opschaling (tot 100% van de totale beleggingen) hoger uit dan in het ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’.

¹⁴ De *selectie* van pensioenfondsen in het DNB ‘onderzoek beleggingen pensioenfondsen’ bestond overigens ook niet uit alle fondsen. De resultaten zijn destijds ook opgeschaald tot 100 procent om een representatieve inschatting te verkrijgen voor de gehele sector.

Bijlage I – Berekeningsmethodiek

De extra beleggingsopbrengst van de pensioensector in relatie tot de benchmark in een bepaald kwartaal (R_t) is berekend door het verschil tussen het feitelijke ($r_{\text{feitelijk},t}$) en het benchmark rendement ($r_{\text{benchmark},t}$) te vermenigvuldigen met de totale hoeveelheid beleggingen aan het begin van dat kwartaal. In formulevorm ziet dit er als volgt uit:

$$R_t = \sum_{\text{pensioenfondsen}} \text{Beleggingen}_{t-1} \times [r_{\text{feitelijk},t} - r_{\text{benchmark},t}].$$

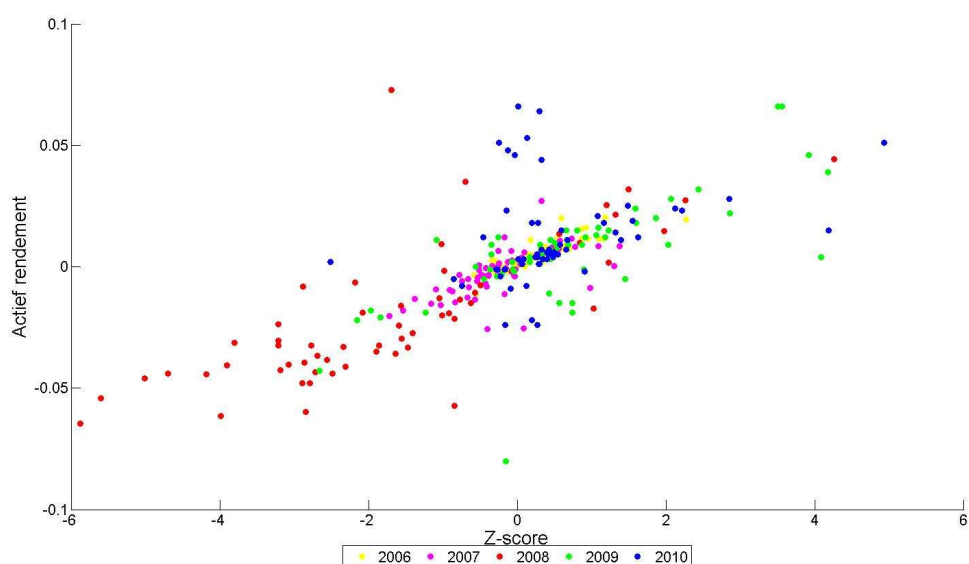
De kwartaalresultaten R_t in een jaar worden vervolgens opgeteld tot jaarresultaten voor de periode 2000 tot en met 2010. In lijn met de motie Van den Besselaar c.s. wordt het benchmark rendement ($r_{\text{benchmark},t}$) bepaald als het rendement op de door pensioenfondsen zelf gekozen benchmark.

Bijlage II – Relatie met de Z-score

De Z-score is een gestandaardiseerde norm die de beleggingsprestaties van bedrijfstakpensioenfondsen (BPF) met een verplichtstelling meet. De Z-score meet het verschil tussen het feitelijke en benchmark beleggingsresultaat over een periode van vijf jaar. Daarbij wordt rekening gehouden met verschillen in het risico van de strategische beleggingsallocatie en de uitvoeringskosten. Bij een te lage Z-score vervalt de verplichte deelname aan het BPF; werkgevers kunnen er dan voor kiezen om de pensioenen van hun werknemers elders uit te laten voeren.

Jaarlijks rapporteren 68 bedrijfstakpensioenfondsen met een verplichtstelling hun Z-scores aan DNB. De analyse in deze bijlage laat zien dat de Z-scores op hoofdlijnen vergelijkbaar zijn met het in dit rapport berekende verschil tussen het beleggingsresultaat en het benchmarkresultaat. Zo laat figuur 1 zien dat er een positief verband is tussen de Z-scores en het verschil tussen het beleggingsresultaat en het benchmark rendement. Over de jaren 2006 tot en met 2010 bedraagt deze positieve samenhang (weergegeven als correlatiecoëfficiënt) ongeveer 0,72¹⁵. De samenhang is echter niet volledig. De verschillen tussen de Z-scores en de uitkomsten uit dit onderzoek worden veroorzaakt door het meewegen van het strategische beleggingsrisico en de uitvoeringskosten in de Z-score. De resultaten in dit onderzoek houden hier geen rekening mee, maar meten enkel het verschil tussen het feitelijke rendement en het benchmarkresultaat.

Figuur 1 – Relatie tussen de gerapporteerde Z-score en het beleggingsresultaat (2006-2010)



¹⁵ Dit betekent dat een toename in het verschil tussen het feitelijke en benchmark beleggingsresultaat in onze analyse gepaard gaat met een relatieve toename van 72 procent van het jaarresultaat van de Z-score.