

# Pensioenrisico's – Eerlijk verdeeld?

Wat zijn de risico's die het Nederlandse pensioen(stelsel) in zich heeft en hoe is de verdeling van deze risico's over de verschillende pensioenfondsdeelnemers?



Student Name : **Quinten Hompus**  
Student Number : **343328**

Supervisor : **Bas Donkers**

Bachelor in Economics and Business Economics  
**Erasmus School of Economics**  
**Erasmus Universiteit Rotterdam**

Bachelors Thesis : **Pensioenrisico's – Eerlijk verdeeld?**  
: **juli 2014**

## Samenvatting

Allereerst zal een literatuuronderzoek worden beschreven ten aanzien van het pensioen in Nederland. Begrippen als pensioenensysteem, pijlers en toezicht zullen hier worden uitgelegd. Dit wordt gedaan vanwege de opgestelde onderzoeksvraag:

**Wat zijn de risico's die het Nederlandse pensioen(stelsel) in zich heeft en hoe is de verdeling van deze risico's over de verschillende pensioenfondsdeelnemers?**

Daarna volgt een uitleg hoe de impact van de te onderzoeken pensioenwijzigingen op de pensioendeelnemers wordt bekeken (9 categorieën; 3x3 matrix). Uit de analyse zal blijken dat de pensioenfondswijzigingen een 'scheve' verdeling en 'oneerlijke' impact hebben op de diverse categorieën pensioenfondsdeelnemers. Er zal blijken dat 'de oudere generatie' vaak redelijk 'save' zitten, terwijl 'de jongere generatie' de grootste risico's heeft.

Daarna worden de jaarrekeningen van de vijf grootste pensioenfondsen in Nederland bekeken. Uit deze analyse zal blijken dat de vergrijzing ook bij pensioenfondsen toeslaat en dat die fondsen het in de laatste jaren steeds moeilijker hebben hun stijgende toekomstige uitbetalingen te kunnen garanderen. Uit het onderzoek blijkt ook dat de pensioenfondsen er tijdens de 'crisisjaren' (2008 ...) huiveringwekend slecht voor hebben gestaan en dat hun 'dekkingsgraad' niet voldoende hersteld is. De analyse van hun beleggingsportefeuilles en beleggingsrisico's en de behaalde beleggingsresultaten laat zien dat in de afgelopen jaren wel positieve resultaten op dat vlak zijn behaald.

Als laatste is er een toetsing gedaan bij een pensioenfonds in Nederland. Hiervoor zijn enkele afspraken geweest bij het SPIN en daaruit is naar voren gekomen dat dit pensioenfonds de gevonden uitkomsten kan bevestigen. Dit pensioenfonds blijkt al vergaande maatregelen te hebben genomen (o.a. heeft men via life-cycle management ervoor gezorgd dat zij een stuk eerlijker en beter kunnen omgaan met de risico's en het vermogen dat zij beheren).

Geconcludeerd kan worden dat de verdeling van de pensioenrisico's inderdaad scheef zit en dat het, mede gezien andere maatschappelijke uitdagingen (financiële crisis, de huizenmarkt crisis, stijgende werkloosheid, stijgende zorgkosten, etc.), een zeer lastige klus is om een alles omvattende oplossing te vinden. Naast de pensioenfondsen zal ook de overheid hier een actieve bijdrage moeten leveren.

## Inhoudsopgave

<b>Onderdeel</b>	<b>Bladzijde</b>
Inleiding	Blz. 4-5
Pensioenen	Blz. 4-5
Pensioenstelsels (systemen)	Blz. 5
Literatuur onderzoek	Blz. 6-9
De Drie Pensioenpijlers	Blz. 6-8
De eerste Pijler	Blz. 6
De tweede Pijler	Blz. 6-8
De derde Pijler	Blz. 8
Toezicht op Pensioenen	Blz. 9
De Nederlandsche Bank (DNB)	Blz. 9
De Autoriteit Financiële Markten (AFM)	Blz. 9
Data en Methodologie	Blz. 10-11
Impact Pensioenstelsel wijzigingen	Blz. 12-16
Wijziging 1: Van Eindloon naar Middelloon	Blz. 12-13
Wijziging 2: Minder risicovol beleggingsbeleid	Blz. 14-15
Wijziging 3: Van DB naar DC regeling	Blz. 15-16
Nederlands vijf grootste Pensioenfondsen	Blz. 17-25
Deelnemers Pensioenfondsen	Blz. 17
Gepensioneerde Pensioenfondsleden	Blz. 18
Dekkingsgraad	Blz. 19-20
Beleggingsportefeuilles	Blz. 20-21
Beleggingsresultaten (categorisch)	Blz. 21-22
Beleggingsresultaten (totaal / per jaar)	Blz. 22-23
Pensioenfondsriscico's	Blz. 23-24
Samengevat: resultaten vijf grootste pensioenfondsen	Blz. 25
Stichting Pensioenfonds IBM Nederland (SPIN)	Blz. 26-27
Conclusie	Blz. 28-29
Referentielijst	Blz. 30-31

## Inleiding

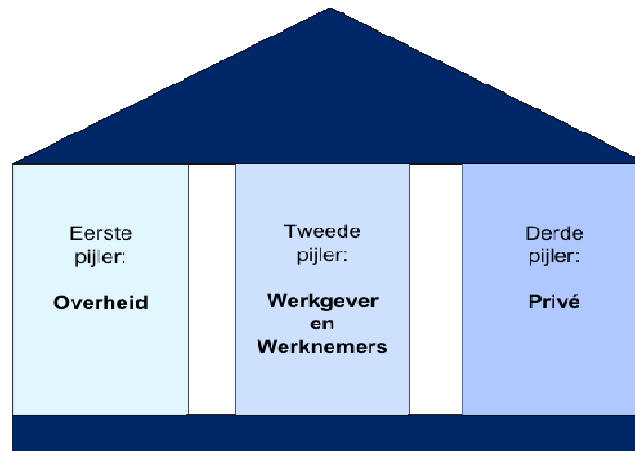
De afgelopen tijd zijn de pensioenen en pensioenfondsen een vaak terugkomend onderwerp in het nieuws. Er wordt veel aandacht geschonken aan de AOW gerechtigde leeftijd die vanaf 2013 jaarlijks opschuift naar een hogere leeftijd, van 65 naar 67 jaar in 2023 (Rijksoverheid.nl, 2013). Daarnaast blijkt dat de kwetsbaarheid van pensioenfondsen groot is, het risicobeheer en de kwaliteit van beleggingbeleid structureel te weinig aandacht krijgt, de indexatie niet leidend genoeg is, er binnen pensioenfondsen nog niet genoeg maatschappelijk gehandeld wordt en het “governance (besturings) model” nog verbetering behoeft (Frijns, Nijssen, Scholtens, 2010). Daarnaast hebben (hadden) verschillende pensioenfondsen het moeilijk. Hierdoor moet er flink worden gekort, moeten premies worden aangepast, moet er anders worden belegd en moeten de pensioenkortingen bij pensioenfondsen verdwijnen (Telegraaf.nl, 2014)(Rtlnieuws.nl, 2014) (Nu.nl, 2014). Al deze ontwikkelingen maken het interessant om uit te zoeken wat nu werkelijk de risico's binnen de pensioenfondsen zijn, welke factoren de oorzaak zijn en wie er het zwaarst door al de veranderingen wordt belast. Belangrijke vragen zijn ook; Wat zijn de verschillende belangen en waarom is er geen makkelijke oplossing? Is er een samenhang/verband met andere maatschappelijke problemen op het gebied van verdeling over leeftijden heen? Daarom zal de onderzoeksvraag van dit paper zijn:

**Wat zijn de risico's die het Nederlandse pensioen(stelsel) in zich heeft en hoe is de verdeling van deze risico's over de verschillende pensioenfondsdeelnemers?**

## Pensioenen

Het pensioen in Nederland: hoe werkt het stelsel en hoeveel risico's brengt het met zich mee? Nederland heeft een uniek en eigen pensioenstelsel. Het pensioenstelsel bestaat in Nederland uit drie pijlers, namelijk; AOW pensioen (geregeld via de overheid), Pensioensopbouw (geregeld via de werkgever) en Aanvullingen op het Pensioen (geregeld via het individu zelf). In de eerste twee pijlers wordt het pensioen voor iedere Nederlander (via lonen verstrekt door werkgevers) opgebouwd en verzorgd. In de derde pijler kan iedere Nederlander voor een eigen aanvulling op zijn of haar pensioen zorgen. Op deze manier hebben zowel de overheid, de

sociale partners en de burgers zelf ieder hun eigen verantwoordelijkheid en rol in het pensioenstelsel. Deze manier van opbouw van het pensioenstelsel kenmerkt collectiviteit, risicodeling en een efficiënte uitvoering (Rijksoverheid.nl, 2014)(Pensioensfederatie.nl, 2014).



**Figuur 1: “De drie pijlers in het Nederlandse pensioenstelsel”**

### **Pensioenstelsels (systemen)**

Een pensioensysteem kan verschillen. Zo wordt één uiterste gevormd door het omslagstelsel, hierbij wordt het huidige pensioen volledig opgebracht door de beroepsbevolking. Een ander uiterste is kapitaaldekking, dit is een pensioen waarbij alle inwoners van een land zelf moeten sparen voor hun eigen pensioen. Hierbij wordt het pensioen vooral door beleggingsopbrengsten (risicobeheersing) bepaald. Beide systemen hebben het echter lastig. Zo heeft een omslagstelsel problemen met vergrijzing en wordt dit stelsel onhoudbaar door een relatief steeds kleiner wordende groep werkende in verhouding tot een gestaag ouder/groter wordende groep gepensioneerden. Het kapitaaldekkingssysteem heeft anderzijds haar problemen met nieuwe boekhoudkundige regels, bepalingen voor het aanhouden van buffers alsook de hogere kosten van het systeem door veroudering van de bevolking (Baseliii.com, 2010). Het Nederlandse Pensioenstelsel met de 3 pijlers is een tussenvorm van deze twee uitersten. Ieders persoonlijke situatie bepaalt hoe het pensioen is verdeeld over de volgende pijlers (mandema.nl, 2014) (Pensioensfederatie.nl, 2014).

## De Drie Pensioenpijlers

### De eerste Pijler

De eerste pijler is de Algemene Ouderdomswet (AOW), ook wel het staatspensioen. De AOW wordt door iedereen die in Nederland werkt of woont tussen zijn of haar 15<sup>e</sup> en 65<sup>e</sup> levensjaar automatisch opgebouwd. AOW vormt het basisinkomen vanaf de pensionering en is de basis om “rond te kunnen komen”. De AOW is een vast bedrag waarvan de hoogte is gekoppeld aan het minimumloon en wordt maandelijks uitbetaald door de Sociale Verzekeringsbank (SVB). Dit basispensioen vormt dus een deel van de totale oudedagsvoorziening. In 2007 ontvingen circa 2,7 miljoen mensen in Nederland hun AOW-uitkering en dit bedroeg in totaal een bedrag van circa 25,2 miljard euro (Reichert, 2014).

De financiering van de AOW gaat grotendeels via het omslagstelsel. Hierin betalen de mensen tot 65 jaar voor hen die op dat moment 65 jaar en ouder zijn en AOW genieten. Tegenwoordig wordt ca. 60% betaald via de lopende premiebetalingen van werknemers en zelfstandigen en ca. 40% overige financiering wordt gedaan uit algemene middelen waar iedereen (inclusief AOW'ers) via belastingheffingen aan mee betalen.

	Eerste pijler	Tweede pijler	Derde pijler
Ouderdom	AOW	Ouderdompensioen	Lijfrente Kapitaalverzekering Banksparen

**Figuur 2: “Uitkeringen via de 3 pijlers in het Nederlandse pensioenstelsel”**

### De tweede Pijler

De tweede pijler bevat de collectieve bedrijfspensioenen. De Pensioensopbouw via de werkgever wordt bij meer dan 90% van alle werkgevers als aanvulling op het pensioen verzorgd. Dit werknemerspensioen is een onderdeel in het arbeidsvoorwaardenoverleg waarin de sociale partners onderling afspraken maken over de pensioenregeling(en). In de meeste gevallen is een werknemer (bijna) verplicht om, zodra zijn of haar werkgever deze mogelijkheid biedt, deel te nemen aan de pensioensregeling. Zodra de werknemer pensioneert, ontvangt hij of zij een aanvullende uitkering die bovenop de AOW-uitkering komt. Er zijn voor het werknemerspensioen verschillende opbouwregelingen;

- Zo wordt bij de **eindloonregeling** het laatst verdiende loon als maatstaf voor de hoogte van de pensioenuitkering genomen (hierbij zijn er risico's voor de werkgever die eventuele pensioensgaten moet opvullen).
- De **middelloonregeling** neemt als maatstaf het gemiddelde van het over de laatste jaren jaarlijks verdiende loon (ook hierbij zijn risico's voor de werkgever die pensioensgaten moet kunnen moeten opvullen).
- Ten slotte wordt bij de beschikbare **premieregeling** niet gekeken naar de hoogte van salaris, maar bepalen resultaten op de beleggingen van betaalde premies de aanvulling (hierbij zijn er zeer duidelijk beleggingsrisico's voor de werknemer).

Het werknemerspensioen wordt gefinancierd via kapitaaldekking, dit betekent dat de financiering wordt gedaan via premies die de werknemers in het verleden hebben ingelegd, vermeerderd met het rendement op deze premies. Wettelijk is bepaald dat jaarlijks door pensioenuitvoerders een zogeheten UPO (Uniform Pensioen Overzicht) aan de werknemers dient te worden verschaft. Hierin kan het individu zien wat op een bepaald moment aan kapitaal is opgebouwd en wat er potentieel als pensioen wordt uitbetaald bij pensionering.

Nadat de pensioenregeling is getroffen wordt deze ondergebracht bij een pensioenfonds of een verzekeraar. De werkgever en het pensioenfonds dienen in Nederland strikt gescheiden te zijn. Dit houdt in dat bedrijven het aanvullende pensioensgeld, dat zij volgens de wet betalen, buiten de onderneming moeten brengen. Dit wordt bij een strikt gescheiden stichting of verzekering gedaan, waardoor er op de balans van het bedrijf geen enkele post wordt opgenomen voor het pensioen. In sommige landen is dit anders. Hierdoor kunnen bedrijven in die landen een voorziening voor pensioenverplichtingen op hun balans opnemen waardoor de balans vele malen hoger (ook risicovoller) is. De organisatie van het pensioenfonds en de inhoud van de pensioenregeling worden door zowel de werknemers als de werkgevers bepaald. Het bestuur van het pensioenfonds bepaalt het beleid van het pensioenfonds. Door de wet is vastgelegd dat dit bestuur voor de helft bestaat uit leden namens de werkgever en voor de andere helft uit leden namens de werknemers. Enkele pensioenfondsen nemen ook de pensioenadministratie en het vermogensbeheer in eigen beheer, echter de meeste pensioenfondsen besteden dit uit

aan externe uitvoeringsorganisaties. Dit zijn dan private partijen die zowel winstgedreven als non-profit kunnen zijn. Nederland kent de volgende drie soorten pensioenfondsen:

- Een **ondernemingspensioenfonds** (verbonden aan een groep nauw verwante bedrijven).
- Een verplicht gesteld **bedrijfstakpensioenfonds/beroepspensioenfonds** (hierbij zijn alle werkgevers uit een bepaalde branche/beroepen aangesloten).
- Een **verzekeringsmaatschappij**.

De Pensioenfondsen zijn stichtingen die als zelfstandige juridische entiteit geen onderdeel uitmaken van het bedrijf en ook geen winstoogmerk hebben (het geld gaat hier volledig naar het collectief). De verzekeraars hebben echter een winstdoelstelling voor hun aandeelhouders. Jaarlijks wordt door pensioenfondsen geprobeerd om de hoogte van de pensioenen, aan de hand van prijsinflatie en/of aan de hand van de stijging van lonen, te indexeren.

De feiten en cijfers spreken voor zich. Bij het bedrijfstakpensioenfonds zitten driekwart van de werknemers aangesloten. Het grootste pensioenfonds in Nederland heeft van meer dan een miljoen actieve deelnemers voor meer dan 150 miljard euro aan vermogen belegd. In 2008 was het totaal aan bij pensioenfondsen beheerd vermogen ongeveer 700 miljard euro en dit is meer dan het Nederlands Bruto Nationaal Product (BNP) dat ongeveer 600 miljard euro was (pensioenfederatie.nl, 2014). In 2012 was het totaal beheerd pensioenvermogen gestegen naar ca. 1100 miljard euro (DNB.nl, 2014).

### **De derde Pijler**

De persoonlijke aanvulling op het pensioen kan door ieder individu zelf worden verzorgd. Dit kan door zowel sparen of vermogensopbouw (bijv. Onroerend goed), lijfrentes, koopsommen en levensverzekeringen als door inkomsten uit vermogen of uit werk na de pensionering. Ook is het mogelijk om fiscaal aantrekkelijk voor extra pensioen te zorgen, om zodoende een eventueel pensioengat aan te vullen of eerder met pensioen te gaan. Deze persoonlijke aanvulling is niet verplicht, echter voor elk individu is de mate van aanvulling bepalend voor het kunnen doen (of handhaven) van de gewenste uitgaven (uitgavenpatroon) na pensionering.



## **Toezicht op pensioenen**

Het toezicht op pensioenfondsen en pensioenverzekeraars wordt door twee organisaties uitgevoerd. Zowel de Nederlandsche Bank (DNB) als de Autoriteit Financiële Markten (AFM) houden dit toezicht en vergroten zo de kans dat deze pensioenuitvoerders voldoende geld kunnen uitkeren zodra het individu met pensioen gaat.

### **De Nederlandsche Bank (DNB)**

De DNB controleert onder andere op het hebben van voldoende financiële middelen en op deskundig en integer bestuur (aan de hand van Pensioenwet en Wet Financieel Toezicht) (DNB.nl, 2014). Hierbij wordt een Financieel Toetsingskader (FTK) gebruikt. Wat betreft de financiële positie van pensioenfondsen zijn door de overheid eisen opgesteld in het FTK en hieraan moeten de pensioenfondsen voldoen. Binnen dit FTK wordt gesteld dat een pensioenfonds altijd voldoende geld in kas moet hebben om de pensioenen te kunnen uitbetalen. De financiële positie van een pensioenfonds wordt uitgedrukt in een percentage, dekkingsgraad genoemd. Deze dekkingsgraad geeft de verhouding weer tussen het vermogen van het fonds en de in de toekomst uit te betalen pensioenen (pensioenverplichtingen).

De pensioenfondsen moeten naast deze dekkingsgraad, waarbij 105% van de pensioenverplichtingen de minimale eis is, ook nog een pensioenfondsbuffer hebben vanwege mogelijke toekomstige financiële tegenvallers. Dit zorgt er voor dat over het algemeen de pensioenfondsen voor in totaal 125% van de toekomstige pensioenverplichtingen aan vermogen moeten hebben. Deze dekkingsgraad is de belangrijkste indicator wanneer er wordt gekeken naar de kwaliteit van de financiële positie van pensioenfondsen (pensioenfederatie.nl, 2014).

### **De Autoriteit Financiële Markten (AFM)**

De AFM controleert op het gebied van informatieverstrekking en of de pensioenuitvoerders zich houden aan de eisen op het gebied van tijd, begrijpelijkheid en inhoud. Ook controleert de AFM op zorgplicht. Dit vanwege het feit dat pensioenuitvoerders die pensioenproducten met beleggingsvrijheid aanbieden, hun deelnemers dienen te ondersteunen als zij daadwerkelijk zelf beleggen of gaan beleggen (AFM.nl, 2014).

## Data en Methodologie

Een belangrijk deel van dit paper is het onderzoeken van de gevolgen die veranderingen bij pensioenfondsen hebben op de pensioenfondsdeelnemers. Zo werd in het paper 'Test of life-cycle models of pension funds' al aangetoond dat pensioenfondsen met een hogere gemiddelde leeftijd van haar deelnemers een significant lager risico hebben voor wat betreft hun eigen vermogen (Bikker, Broeders, Hollanders, Ponds, 2009). Dit laat zien dat pensioenfondsen anders handelen naarmate hun deelnemers een andere leeftijdsamenstelling hebben. Interessant is om te begrijpen welke gevolgen dit voor die deelnemers heeft.

Adhv. twee kenmerken, Leeftijd en Inkomen, van de pensioendeelnemers zal worden bekeken wat de invloed van pensioenfondsveranderingen is op de verschillende deelnemers. Deze twee kenmerken zijn verder onderverdeeld, te weten; **Leeftijd** in Jong (20 – 35 jaar), Midden (36 – 50 jaar) en Ouder (51 – 65 jaar) en **Inkomen** in Laag (onder modaal), Midden (modaal tot driemaal modaal) en Hoog (meer dan driemaal modaal), zodat negen categorieën ontstaan (Jong - Laag, Jong - Midden, t/m Ouder - Hoog). Voor deze negen categorieën zal worden geanalyseerd of veranderingen in het pensioensysteem een positief of negatief gevolg heeft en hoe zwaar dit gevolg kan zijn. De veranderingen in pensioenfondsregelingen die worden bekeken zijn:

1. **Van eindloon- naar middelloonregeling.** Deze twee regelingen vallen beide binnen de Defined Benefits (DB) regeling. Hierbij weet de pensioenfondsdeelnemer precies hoeveel pensioen er wordt verkregen bij pensionering (spin.nl, 2014). Wanneer de regeling wordt gewijzigd zal over het gespaarde pensioen de oude regeling (eindloon) blijven gelden en zal de nieuwe regeling (middelloon) voor het in de toekomst nog op te sparen pensioen gelden.
2. **Een beleggingsbeleid met minder beleggingsrisico.** Zodra het beleggingsrisico wordt verlaagd (minder risicovolle beleggingsportefeuille), kunnen er, zeker op korte termijn, wellicht lagere beleggingsresultaten worden behaald en daarmee een lager pensioenkapitaal worden opgebouwd.
3. **Van Defined Benefits (DB) regeling naar Defined Contribution (DC premie) regeling.** Bij de DC regeling weet de pensioenfondsdeelnemer bij pensionering precies hoeveel pensioenkapitaal er is ingelegd en gespaard (en koopt daarmee een pensioen).

Via jaarrekeningen/verslagen is data verzameld over de vijf grootste pensioenfondsen in Nederland (bpmt.nl, 2014) (bpfbouw.nl, 2014) (abp.nl, 2014) (metalektropensioen.nl, 2014) (pfzw.nl, 2014). Deze data bevat gegevens als deelnemersaantallen, beleggingsportefeuilles, beleggingsresultaten en beleggingsrisico's alsook de dekkingsgraad. Voor deze vijf grootste pensioenfondsen van Nederland is bekeken of hun data ook is terug te koppelen naar de gedefinieerde groepen pensioendeelnemers (zie de naar voren gekomen matrixuitkomsten).

### **Impactverwachting**

Verwacht wordt dat vooral jongere deelnemers meer risico dragen. Van pensioenfondsen met relatief veel jonge deelnemers wordt verwacht dat zij wellicht risicovoller beleggen dan pensioenfondsen met een hoge mate van vergrijzing van de deelnemers. Oudere deelnemers zitten veelal vrij zeker met hun pensioen, dat met goede regelingen is afgesloten (eindloon en middelloon). Ook hebben de oudere deelnemers een langere periode van economische voorspoed, jaren waarin de economische groei hoger is geweest dan in 2007 - 2012, achter de rug. In die economisch gunstige jaren hebben werkgever zelfs de pensioenpremie (premie holiday) voor de deelnemers betaald (CBS.nl, 2014) (trouw.nl, 2011). Daartegenover staat dat de jongere generatie deelnemers, in tijden met economische tegenwind, nu mindere regelingen hebben, en dus (veel) meer premie moeten betalen. Daar komt bij dat de jongere generatie moet meebetalen aan de vergrijzing (veroorzaakt door een ongunstige demografische opbouw van de bevolking door een (te) laag geboortecijfer alsook de stijgende levensverwachting) en zelf meer risico's op hun pensioen hebben vanwege andere/nieuwe (DC) premiereregelingen. Uiteraard heeft de jongere generatie potentieel meer herstelkracht, doordat zij nog een lange(re) beleggingshorizon hebben om hun pensioen op te bouwen (hopelijk in tijden van economische voorspoed!).

## Impact Pensioenstelselwijzigingen

Voor de eerder gedefinieerde negen categorieën pensioendeelnemers is onderzocht wat de impact is van de drie pensioenstelselwijzigingen (zie onderstaande drie bij drie matrices waarin ten opzichte van de combinatie Leeftijd en Inkomen de verwachte impact is weergegeven). Vervolgens zal de verwachting worden getoetst aan de hand van werkelijke (fonds)data.

### Wijziging 1 (van eindloon naar middelloon).

Als eerste is bekeken welke invloed de verandering, van eind- naar middelloonregeling op de verschillende categorieën deelnemers heeft. Als een fonds overstapt van eindloonregeling naar middelloon regeling, zorgt dit er voor dat in de toekomst de pensioenfondsverplichtingen lager zullen worden. De uitbetalingen aan de pensioenfondsdeelnemers zullen namelijk op basis van hun gemiddeld verdiende loon worden gedaan en zullen daardoor lager zijn dan bij betaling aan de hand van het laatst (hoogst) verdiende loon. Dit komt doordat werknemers over het algemeen gedurende hun carrière steeds meer gaan verdienen, waardoor het eindloon veelal het hoogst verdiende loon is. Het switchen van eindloon- naar middelloonregeling is echter voor elk van de categorieën nadelig (zie onderstaande matrix).

Van Eindloon naar Middelloon regeling		LEEFTIJD		
		Jong (20 - 35 jaar)	Midden (36 - 50 jaar)	Ouder (51 - 67 jaar)
INKOMEN	Laag inkomen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Heeft bij pensionering een laag werkgeverspensioen door lagere pensioenopbouw, daardoor een inkomens terugval</li> <li>- Heeft zelf weinig mogelijkheden extra pensioen op te bouwen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zal kwa pensioen inleveren</li> <li>- Heeft wellicht extra budget nodig vanwege gezinsplanning</li> <li>- Kan wellicht later extra sparen voor pensioen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Krijgt lager pensioen</li> <li>- Heeft door hogere leeftijd een langere opbouwtijd in oude regeling gehad</li> </ul>
	Midden inkomen			<ul style="list-style-type: none"> <li>- In economisch goede tijden geleefd</li> <li>- Genoten van Premieholidays</li> <li>- Heeft "voldoende" pensioen opgebouwd in oude regeling</li> </ul>
	Hoog inkomen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Door versobert pensioen veel minder pensioenopbouw t.o.v. oudere generaties.</li> <li>- Draagt relatief veel premie af</li> <li>- Relatief onzeker over toekomstige pensioen</li> <li>- Risico inkomens terugval</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vewacht en krijgt hoog pensioen</li> <li>- Verwacht eerder te stoppen (65 - 67)</li> <li>- Zelf voldoende mogelijkheid extra pensioen opbouw te regelen</li> <li>- Leeft wellicht "boven stand"</li> </ul>

**Matrix 1: Wijziging "Eindloon- naar Middelloonregeling"**

Het onderzoek geeft aan dat de jongste generatie er het slechtst van af komt. Deze jongere generatie moet veel pensioenpremie betalen en houdt een laag pensioen over. Tevens loopt deze jonge generatie meer risico voor wat betreft toekomstige pensioenbetalingen zodat zij hierover onzeker zijn. Hoe lager het inkomen, met ook minder mogelijkheden om zelf extra pensioen op te bouwen, hoe slechter deze categorie “Jong” er van af komt.

De categorie “midden” (36 tot 50 jaar) gaat er qua pensioen ook op achteruit. Wat echter voor deze categorie voordelig kan zijn, is dat zij door de wat lager wordende pensioenpremie meer inkomen kunnen overhouden. Omdat deze categorie veelal qua life-cycle in een “dure periode” zit, is het voordelig dat zij iets extra ter besteding overhouden. In een latere periode kan er voor het pensioen wellicht extra worden (bij-)gespaard. Vanzelfsprekend zal dit voor de hogere inkomens makkelijker zijn dan voor de lagere inkomens.

Van de drie generaties komt de oudste generatie er het beste van af. Deze generatie heeft in relatief goede tijden geleefd, en een gegarandeerd hoog (DB eindloon) pensioen opgebouwd, waarbij de werkgevers zelfs enkele malen de pensioenpremies hebben betaald. Ook hun middelloon zal slechts weinig afwijken van het eindloon, want zij zitten relatief aan het eind van hun carrière en dus relatief op eindloon salaris. Wellicht heeft deze generatie “boven haar stand” geleefd en rekening gehouden met eventueel eerder stoppen met werken en een hoog pensioen. Vooral de hogere inkomens in deze categorie “ouder” hebben voor extra pensioen kunnen zorgen en deze (sub)categorie komt er dan ook het beste van alle categorieën van af.

Uit deze matrix blijkt een “diagonaal scheve verdeling” (een oplopend risico van “Ouder - Hoog” naar “Jong - Laag”), waaruit kan worden geconcludeerd dat het vooral categorieën “Jong - Laag” en aansluitende categorieën zijn, die zwaarder worden gestraft. Dit in tegenstelling tot categorie “Ouder – Hoog”. Deze “diagonaal scheve verdeling” ligt in lijn met de conclusie dat groter conservatisme in pensioeninvesteringen slecht is voor de lage inkomens groepen wat werd aangetoond in het artikel “Risk Aversion and Pension Investment choices” (V. Bajtelsmit, J. VanderHei, 1997).

**Wijziging 2 (minder risicovol beleggingsbeleid).**

Als tweede is bekeken welke invloed het wijzigen van het beleggingsbeleid (meer/minder risico) op de deelnemers heeft. Omdat, op lange termijn, verwacht mag worden dat beleggingsrisico positief gecorreleerd is met beleggingsrendement, is deze verandering relatief hetzelfde voor alle inkomenscategorieën. Leeftijd heeft wel invloed op het gewenste beleggingsrisico want de verschillende leeftijdscategorieën zijn gebaat bij andere beleggingsrendementen (zie matrix 2).

De categorie “Jong” heeft minder zekerheid of de pensioenfondsen de toekomstige pensioenverplichtingen kunnen betalen en zijn het meest gebaat bij een hoog beleggingsrendement (hogere beleggingsrisico's). Deze categorie kan ook een hoger beleggingsrisico nemen, omdat zij relatief kort beleggen (een geringe opbouw hebben) en nog een lange beleggingshorizon (voor eventueel herstel) hebben.

De categorie “ouder”, die bijna aan het einde van de pensioen opbouwperiode is, is gebaat bij zekerheid over de uitbetaling van het (hoge) pensioen en heeft wellicht voorkeur voor een zo laag mogelijk beleggingsrisico, zodat evt. verliezen zo klein mogelijk zijn. Deze wijziging komt hen dus niet ongunstig uit. Omdat deze categorie “ouder” in economisch ‘voorspoedige’ tijden heeft geleefd, zijn zij gewend geraakt aan financiële uitgaven op “hoog nivo” en hebben om niets in te leveren dus graag een laag risico gedurende de resterende opbouwperiode.

Wijziging beleggingsbeleid (minder risico)		LEEFTIJD		
		Jong (20 - 35 jaar)	Midden (36 - 50 jaar)	Ouder (51 - 67 jaar)
INKOMEN	Laag inkomen	- Heeft nog weinig pensioen opgebouwd - Heeft grote onzekerheid over toekomstige pensioenstelsel (wijzigingen) en pensioenleeftijd - Kan gezien lange beleggingsperiode meer risico (hoger risico-profiel) nemen om zodoende resultaat te optimaliseren.	- Heeft een deel van pensioen opgebouwd onder vorig risico beleid (met wellicht redelijk of hoog rendement). - Heeft grote onzekerheid over toekomstige pensioenstelsel (wijzigingen) en pensioenleeftijd - Heeft laatste 5 economisch slechte jaren gehad en zoekt daarop snel herstel. - Wil tav. eerdere pensioen-opbouw geen of weinig risico lopen.	- Heeft groot deel van pensioen opgebouwd onder vorig risico beleid (met wellicht redelijk of hoog rendement). - Heeft laatste 5 economisch slechte jaren gehad en zoekt daarop snel herstel. - Wil tav. eerdere pensioen-opbouw geen of weinig risico lopen.
	Midden inkomen			
	Hoog inkomen			

**Matrix 2: Wijziging “beleggingsbeleid met minder risico”.**

De categorie “midden” heeft (hopelijk) al een redelijk pensioenopbouw achter de rug, maar verwacht (wellicht) nog carrière, met salarisgroei, te maken en heeft dus zeker negatieve impact van een lager beleggingsresultaat (vanwege een lager risicovolle portefeuille). Afhankelijk van hun levenscyclus (bijv. gezinssituatie) kan deze wijziging meer of minder gunstig zijn.

Uit deze matrix blijkt een oplopend risico van “Ouder” naar “Jong” (een horizontaal rechts - links scheve verdeling). Deze verdeling van oplopend risico lijkt overeen te stemmen met eerdere bevindingen waarbij “investeren” versus “geld gebruiken voor consumptie over de life-cycle” werd onderzocht. Uit dit onderzoek blijkt al dat op jongere leeftijd meer wordt geïnvesteerd in huizen en “financial assets” terwijl er op latere leeftijd eerder wordt terug getrokken op ‘accumulating wealth’ om uitgaven tijdens pensionering te kunnen doen (S.M.Bergantino, 1998)

### **Wijziging 3 (van DB naar DC regeling).**

Als laatste is gekeken welke invloed de verandering van een DB (Defined Benefits) regeling naar een DC (Defined Contribution) regeling op de verschillende categorieën deelnemers heeft. Als een pensioenfonds overstapt van een Defined Benefits regeling (DB) naar een Defined Contribution (premie)regeling (DC) moeten de pensioenfondsdeelnemers zelf hun risicoprofiel van hun beleggingsportefeuille bepalen. Waar in de DB-regeling het pensioenfonds zelf de beleggingen inclusief het risicobeheer deed, zijn de pensioenfondsdeelnemers van een DC-regeling daar zelf verantwoordelijk voor. Hierdoor kan het pensioen voor pensioenfondsdeelnemer aanzienlijk veranderen. De DB-regeling deelnemer is namelijk zeker over de hoeveelheid pensioen dat bij pensionering wordt verkregen. Deze deelnemer weet echter niet exact hoeveel pensioenpremie hiervoor is betaald. Bij de DC regeling is dit juist andersom. De DC-regeling deelnemer weet exact hoeveel premie er voor het pensioen is betaald en hoeveel pensioenskapitaal dit heeft gegenereerd. Deze deelnemer heeft wel onzekerheid over hoeveel pensioen, op tijdstip van pensionering, met het gespaarde pensioenskapitaal kan worden gekocht. Anders dan bij de vorige wijziging zou deze verandering van DB naar DC regeling niet voor iedereen nadelig hoeven te zijn (zie matrix 3).

De leeftijdscategorie “midden” is met deze verandering het slechts af. Deze categorie heeft onder de DB-regeling nog onvoldoende kapitaal opgebouwd en heeft wellicht onvoldoende tijd (beleggingshorizon) om onder de nieuwe regeling voldoende rendement (hoog risicoprofiel) te behalen. Afhankelijk van de hoogte van het inkomen neemt dit risico, door eigen aanvullende regelingen af. Omdat de categorie “midden” veelal in een dure levensfase zit, kunnen zij gebruik

maken van de flexibiliteit in de DC-regeling en minder premie betalen om later extra premie (met kortere beleggingsperiode) voor een hoger pensioen bij te storten.

Van DB naar DC regeling		LEEFTIJD		
		Jong (20 - 35 jaar)	Midden (36 - 50 jaar)	Ouder (51 - 67 jaar)
INKOMEN	Laag inkomen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Heeft preciese kennis tav. ingelegde pensioenpremies (en uiteindelijk pensioenvermogen).</li> <li>- Adhv. premie / beoogd rendement zelf het risico-profiel bepalen</li> <li>- Moet "actief" beleggen (kennis!) om beoogd rendement te behalen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Heeft preciese kennis tav. ingelegde pensioenpremies (en uiteindelijk pensioenvermogen).</li> <li>- Vanwege het lagere loon wellicht moeilijk om extra premie te storten.</li> <li>- Vanwege "dure life-cycle" wellicht pas later meer premie storten (minder rendement!)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Heeft al langere tijd pensioen onder DB regeling opgebouwd.</li> <li>- Vanwege laag salaris - klein pensioen</li> <li>- Zou wellicht risicovol (hoog rendement) willen beleggen, maar heeft korte beleggingshorizon.</li> </ul>
	Midden inkomen	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Heeft preciese kennis tav. ingelegde pensioenpremies (en uiteindelijk pensioenvermogen).</li> <li>- Adhv. premie / beoogd rendement zelf het risico-profiel bepalen</li> <li>- Draagt zelf het beleggings risico (moet "actief" beleggen (kennis!) om beoogd rendement te behalen).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kan redelijkerwijs zelf bepalen hoeveel pensioenpremie wordt ingelegd (afh. prive situatie).</li> <li>- Heeft gezien inkomens situatie wellicht mogelijkheid tot bijstorten (met extra rendement).</li> <li>- Moet "actief" beleggen (keuze risico-profiel) om rendemend te optimaliseren.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Had "zekerheid" over pensioenuitkering.</li> <li>- Wil gezien korte "beleggingsperiode" een laag risico (gering risico-profiel)</li> <li>- Wil, ivm. korte looptijd en 0,2% kosten, NIET (of zeer beperkt) wijzigen kwa beleggingsprofiel.</li> <li>- Heeft "minder" beleggingsresultaat nodig vanwege eerder opgebouwd DB-pensioen.</li> </ul>
	Hoog inkomen			

**Matrix 3: Wijziging “DB naar DC regeling”**

De categorie “ouder” is erg gebaat bij zekerheid over hun pensioen (pensioering is bij deze groep het snelst van toepassing), en zal gezien de kortere beleggingshorizon kiezen voor een beleggingsportefeuille met een laag risico. Omdat veranderen van beleggingsportefeuille geld kost, zullen zij ook minder genegen zijn om snel of veel van beleggingsprofiel te switchen.

De lagere inkomens zullen meer moeite hebben met extra sparen en hebben wellicht ook niet de kennis om zelf de juiste beleggingsportefeuilles voor hun pensioenkapitaal te kiezen. De hogere inkomens komen het beste van deze wijziging af. Met (ingekochte) kennis kunnen zij voor risicovollere portefeuilles (hoger rendement) kiezen en wellicht ook meer bij sparen. De categorie “Jong” komt er met deze wijziging niet het “slechts” vanaf. Deze generatie, die nog relatief weinig pensioenkapitaal heeft opgebouwd, krijgt een veel duidelijker beeld over het exact opgebouwde kapitaal. Deze categorie is gebaat met hogere rendementen en kan daar bij de DC regeling voor kiezen (hoger beleggingsrisico nemen). Een nadeel voor deze lagere inkomens is wel het grotere risico omdat zij (mogelijk) relatief minder beleggingskennis hebben. In 1988 is al onderzoek gedaan naar het DB en DC systeem wat in lijn met de gevonden resultaten loopt. In dat onderzoek werd geconcludeerd dat : het voordeel van DB zit in het exact weten hoeveel pensioen bij pensioering wordt verkregen; het nadeel van DC zit in het niet exact weten hoeveel pensioen bij pensioering wordt verkregen evenals dat kennis van (belegging) zaken noodzakelijk is bij deze regeling (Z.Bodie, A.J. Marcus, R.C. Merton, 1988).



## Nederlands vijf grootste Pensioenfondsen

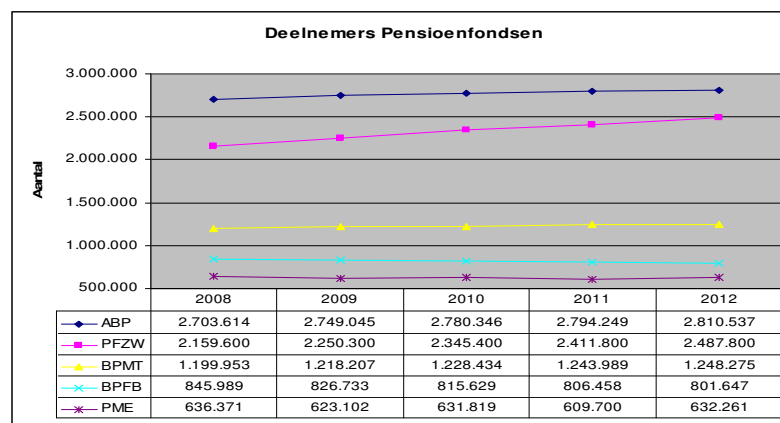
Ongeveer 15 jaar geleden telde Nederland nog meer dan duizend pensioenfondsen. In de laatste jaren loopt dit aantal snel terug en volgens gegevens van de Nederlandsche Bank zijn er eind 2012 nog 430 pensioenfondsen. De verwachting is zelfs dat het aantal uiteindelijk terug zal lopen tot rond 100 pensioenfondsen (pensioenthermometer.nl, 2014).

De vijf grootste pensioenfondsen van Nederland beheren een vermogen van 583,7 miljard euro. Dit vermogen wordt gebruikt voor kapitaalinvesteringen en beleggingen om rendement te genereren en daarmee toekomstige pensioenverplichtingen te kunnen voldaan. Het vermogen is als volgt verdeelt onder vijf pensioenfondsen (companyinfo.nl, 2014):

- Stichting Pensioenfonds Algemeen Burgerlijk Pens. Fonds (ABP)		312 miljard euro
- Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn	(PFZW)	148 miljard euro
- Stichting Pensioenfonds Metaal en Techniek	(BPMT)	46 miljard euro
- Stichting Pensioenfonds voor de Bouwnijverheid	(BPFB)	42 miljard euro
- Stichting Pensioenfonds van de Metalektro	(PME)	32 miljard euro

## Deelnemers Pensioenfondsen

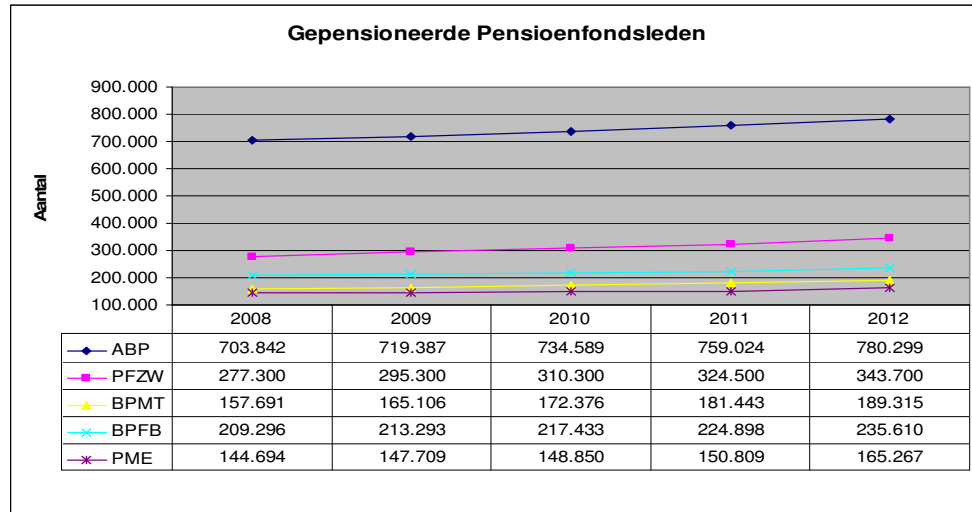
Uit verzamelde data, aantal pensioenfondsdeelnemers en aantal gepensioneerde binnen de pensioenfondsen, blijkt dat het aantal deelnemers van de grootste drie pensioenfondsen over de laatste vijf jaar stijgt. De kleinste twee van de vijf grootste pensioenfondsen hebben echter een dalend aantal deelnemers (zie Grafiek 1: Deelnemers Pensioenfondsen).



Grafiek 1: Deelnemers Pensioenfondsen

**Gepensioneerde Pensioenfondsleden**

Vervolgens is het interessant om te zien dat in de laatste 5 jaren het aantal gepensioneerden bij alle vijf pensioenfondsen is toegenomen (zie Grafiek 2: Gepensioneerde Pensioenfondsleden). Hiermee kan worden vastgesteld of de bekende mate van toenemende vergrijzing ook te zien is onder pensioenfondsen (J. Garssen, J. de Beer, 2012).



**Grafiek 2: Gepensioneerde Pensioenfondsleden**

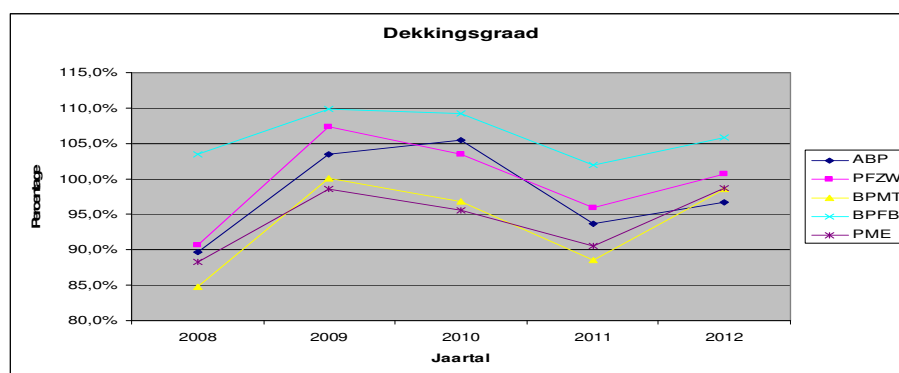
Dit is een bekend fenomeen van de laatste jaren. De vergrijzing is toegenomen en een steeds kleiner wordend aantal premiebetalers (“werkenden”), in verhouding tot de ontvangers van pensioengelden (gepensioneerden), moet via het omslagstelsel betalen voor een groter aantal gepensioneerden. Opvallend is dat het aantal gepensioneerden van het PFZM (roze lijn in grafiek 2) dichterbij de drie kleinere pensioenfondsen ligt en verder af van het grootste pensioenfonds, terwijl het aantal deelnemers bij PFZW (roze lijn in grafiek 1) verder van de drie kleinere af ligt en dichtert tegen het grootste pensioenfonds aan. Dit houdt in dat bij dit pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZM) ten opzichte van de andere pensioenfondsen procentueel het aantal gepensioneerde een stuk lager is afgezet tegen over het aantal pensioenfonds deelnemers. Binnen dit pensioenfonds PFZW heeft de vergrijzing blijkbaar minder / nog niet plaats gevonden.

## Dekkingsgraad

Om vervolgens de dekkingsgraad van deze pensioenfondsen te analyseren, is data over onder andere de beleggingsportefeuilles, beleggingsresultaten en dekkingsgraad over de vijf jaren (van 2008 tot en met 2012) van deze vijf grootste pensioenfondsen verzameld.

De dekkingsgraad is wellicht de belangrijkste indicator om te bekijken. Deze indicator drukt de verhouding tussen de toekomstige pensioenverplichtingen (pensioen uitbetalingen) en het vermogen van het pensioenfonds in een percentage uit en geeft daarmee vrij direct de financiële situatie van een pensioenfonds goed weer.

Uit de data blijkt dat de dekkingsgraad van de vijf grootste pensioenfondsen een soort van gelijke trend vertoont over de periode 2008 tot en met 2012 (zie Grafiek 3: Dekkingsgraad).



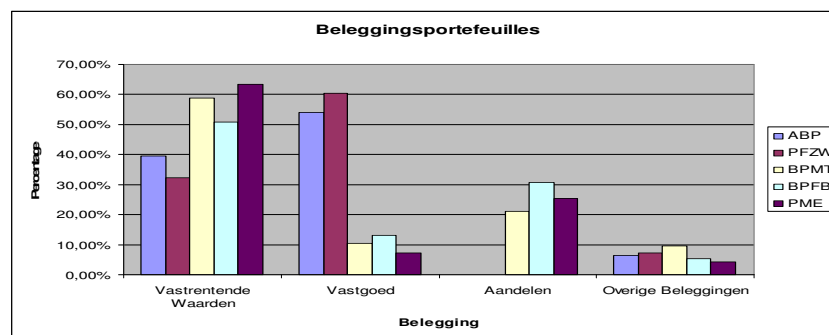
**Grafiek 3: Dekkingsgraad 5 grootste NL pensioenfondsen**

Uit deze data blijkt duidelijk dat aan het eind van de financiële crisis (in 2008), alle pensioenfondsen (behalve BPFB) het laagste punt van de dekkingsgraad hadden. BPFB had in 2008 haar één na laagste dekkingsgraad. Een echt zorgelijk punt in dat jaar 2008, is dat vier van de vijf pensioenfondsen een dekkingsgraad hadden die zelfs onder de 91% lag, met als dieptepunt BPMT op 84.7%. Dit geeft aan dat ten tijde van de financiële crisis de financiële situatie bij de pensioenfondsen zeer zorgelijk was. Het vermogen van de pensioenfondsen was in deze periode veel te laag en in de toekomst zouden zij lang niet al hun verplichtingen kunnen nakomen (betalen). In 2009 was echter bij elk van de vijf pensioenfondsen een stijgende lijn te zien en bijna ieder pensioenfonds had in dat jaar ook nagenoeg haar hoogste dekkingsgraad (percentage). In de twee opvolgende jaren, 2010 en 2011, was er echter voor elk van de pensioenfondsen weer een daling in dekkingsgraad. Het jaar 2012 laat zien dat na het 'dalletje',

dat bij elk van de vijf pensioenfondsen in 2011 te zien is, de dekkingspercentages weer omhoog zijn gegaan. Over de gehele periode van 2008 tot en met 2012 is elk van de vijf pensioenfondsen naar een financieel 'betere', echter nog niet een "gezonde", situatie toe gegroeid. Waar de Nederlandsche Bank stelt (controleert) dat pensioenfondsen een minimale dekkingsgraad van 105% moeten hebben, blijkt uit deze data dat bijna alle pensioenfondsen hier (nog) niet aan voldoen. Het is duidelijk dat het BPFB, Stichting Pensioenfonds voor de Bouwnijverheid, er financieel het beste voor staat met voor elk van de jaren een dekkingsgraad die boven de gestelde eis van 105% ligt (behalve 2011 waar zij er nagenoeg tegenaan zaten). Een zorgelijkere financiële situatie doet zich voor bij BPMT en PME, die beide in de onderzochte vijf jaren geen enkel maal de minimale 105% dekkingsgraad hadden. Deze twee pensioenfondsen staan dan ook onder verscherpt toezicht bij DNB en AFM en zij moeten hun financiële situatie verbeteren.

### Beleggingsportefeuilles

De dekkingsgraad van de pensioenfondsen geeft weer in hoeverre pensioenfondsen met hun vermogen hun toekomstige verplichtingen kunnen betalen. De toekomstige verplichtingen zijn alle uitgaven die het pensioenfonds in de toekomst moet doen. Om deze te kunnen betalen bouwt elk pensioenfonds een vermogen op. Dit pensioenfondsvermogen wordt opgebouwd met de door werkgevers en werknemers betaalde maandelijkse premies (gerelateerd aan het salaris) zodat het fonds zijn pensioenverplichtingen kan nakomen (hierdoor nemen uiteraard die verplichtingen ook toe). Pensioenfondsen beleggen hun vermogen via een opgestelde beleggingsportefeuille. Elk pensioenfonds stelt zijn beleggingsportefeuille naar eigen inzicht samen. Uit de verzamelde data, met ook de beleggingsportefeuilles van de 5 grootste fondsen, blijkt dat de wijze van beleggen bij elk fonds anders is (Grafiek 4: Beleggingsportefeuilles).

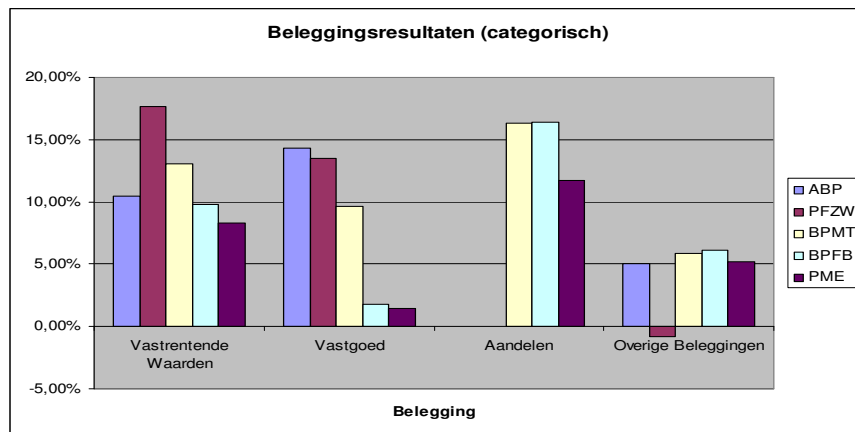


Grafiek 4: Beleggingsportefeuilles 5 grootste NL pensioenfondsen

Duidelijk is dat de twee grootste pensioenfondsen een groter deel van hun vermogen investeren in vastgoed en (bijna) niet in aandelen beleggen. De drie andere pensioenfondsen beleggen een veel kleiner deel van hun vermogen in vastgoed en hebben een veel groter deel in vastrentende waarden en in aandelen. Opvallend is dat in elke “beleggingsrichting” een ander pensioenfonds het grootste percentage van hun vermogen heeft belegd. Zo heeft PME het hoogste percentage, namelijk 63,3% van hun vermogen, belegd in Vastrentende waarden. PFZW heeft het hoogste percentage, namelijk 60,4%, in Vastgoed belegd. BPFB heeft dat met een percentage met 30,74% in Aandelen en BPMT heeft het hoogste percentage, namelijk 9,6%, belegd in “overige beleggingen”.

**Beleggingsresultaten (categorisch)**

Omdat ieder pensioenfonds een andere beleggingsstrategie heeft, is het interessant om te onderzoeken welke beleggingsstrategie in de afgelopen jaren het meeste rendement heeft opgeleverd. Uit de data was al gebleken dat in iedere categorie een ander pensioenfonds het hoogste percentage van haar vermogen had belegd. In de verzamelde data zijn resultaten opgenomen die voor elk van de categorieën weergeeft hoeveel procent winst er voor ieder pensioenfonds afzonderlijk is geboekt (zie Grafiek 5: Beleggingsresultaten (categorisch)).



**Grafiek 5: Beleggingsresultaten (categorisch) 5 grootste NL pensioenfondsen**

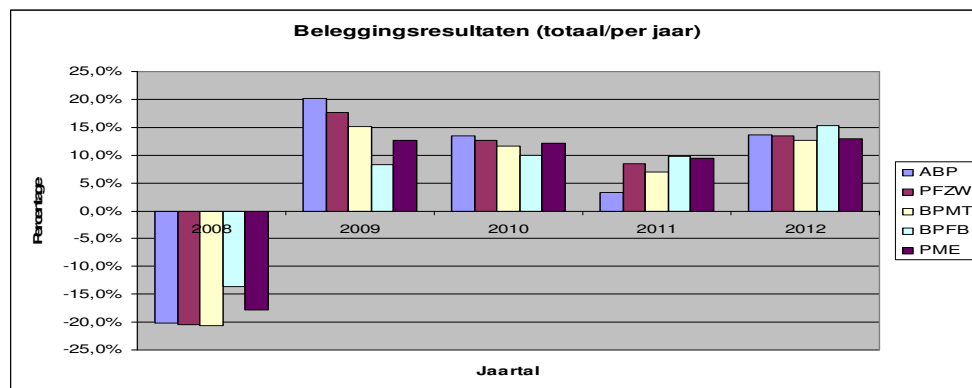
Als eerste valt op dat slechts in één categorie en door slechts één pensioenfonds een negatief resultaat is behaald. Dit is in de categorie “Overige beleggingen” waarin pensioenfonds PFZW een negatief resultaat van -0,80% had (zie grafiek 5).

Als grafieken 4 en 5 worden gecombineerd, blijkt dat het hoogste resultaat van alle categorieën werd behaald door pensioenfonds PFZW in Vastrentende waarden, namelijk 17,70%. Overigens had PFZW het grootste deel van haar vermogen niet belegd in Vastrentende waarden maar juist in Vastgoed, waarin overigens ook een goed resultaat van 13,50% werd behaald. PFZW had dus een hoger rendement kunnen behalen als zij verhoudingsgewijs een groter deel van haar vermogen in Vastrentende waarden had belegd.

Het meest onderscheidende verschil zit in de categorieën Vastgoed en Aandelen. Uit grafiek 4 blijkt dat de twee grootste fondsen het hoogste percentage van hun vermogen in Vastgoed en (bijna) niets in Aandelen hadden belegd, terwijl de drie kleinere fondsen hun hoogste percentage juist in Aandelen en een veel kleiner deel in Vastgoed hadden. Uit grafiek 5 blijkt dat de beleggingen in Aandelen de drie kleinere pensioenfondsen een beter resultaat heeft gegeven dan de beleggingen in Vastgoed door de twee grootste pensioenfondsen. Ondanks dat Vastgoed voor de twee grootste pensioenfondsen een positief resultaat leverde van gemiddeld 13,9%, gaf de belegging in Aandelen de drie kleinere pensioenfondsen een gemiddeld resultaat van 14,8%.

**Beleggingsresultaten (totaal/per jaar)**

Ook de beleggingsresultaten, over de jaren 2008 – 2012, van de afzonderlijke pensioenfondsen geven interessante verschillen. Deze resultaten zijn behaald door verschillende percentages van het vermogen in de diverse categorieën te beleggen (zie grafieken 4 - 5). Opvallend is dat de beleggingsportefeuilles van de fondsen over deze jaren slechts gedeeltelijk zijn veranderd en dat de verkregen en gebruikte portfolio's over 2012 zijn. Duidelijk is dat het beleggingsresultaat voor ieder fonds per jaar fluctueert (zie Grafiek 6: Beleggingsresultaten (totaal/per jaar)).



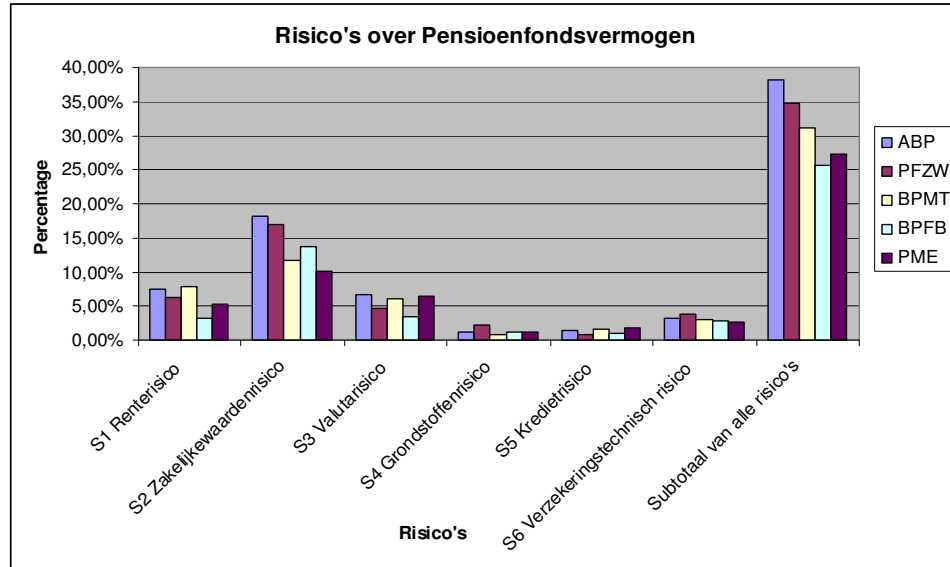
**Grafiek 6: Beleggingsresultaten (totaal/per jaar)**

In 2008, aan het eind van de financiële crisis, hebben alle vijf de pensioenfondsen een zeer negatief resultaat van gemiddeld -18,6% behaald. Dit slechte resultaat strookt met de dekkingsgraad (grafiek 3) en de pensioenfondsen stonden er in die periode financieel dan ook zeer slecht voor. Gelukkig laten de resultaten in de jaren na 2008 voor elk van de vijf pensioenfondsen positieve resultaten zien. Het pensioenfonds BPFb, dat qua dekkingsgraad het pensioenfonds is dat er het beste voor staat, laat in de jaren 2008-2009 behoudende resultaten zien. Zo is voor BPFb het negatieve resultaat in 2008 het minst slecht, maar is het positieve resultaat in 2009 ook het minst goed. In de jaren daarna is echter een stijgende lijn te zien, en deze leidt zelfs tot het beste beleggingsresultaat voor BPFb in de jaren 2011 en 2012. Opvallend is dat de twee pensioenfondsen PME en BPMT, die het over alle jaren qua dekkingsgraad zeer slecht doen, qua beleggingsresultaten niet opvallen. Zij hebben beiden geen enkele maal het beste beleggingsresultaat, maar doen ook niet onder voor de andere drie pensioenfondsen. Dit betekent dat de lagere dekkingsgraad van deze twee pensioenfondsen niet komt door groot verlies aan vermogen veroorzaakt door slechte beleggingen ten opzichte van de andere pensioenfondsen. Bij de vergelijking van dekkingsgraad en beleggingsresultaten blijkt dat als de dekkingsgraad van een van de vijf pensioenfondsen in het jaar 2011 een 'dalletje' had, dit 'dalletje' ook is te zien in de beleggingsresultaten.

### **Pensioenfondsrisico's**

Naast de beleggingsportefeuilles en beleggingsresultaten is het wellicht interessant(er) om te kijken naar de risico's die de pensioenfondsen lopen. Pensioenfonds rapporteren in hun jaarrekening (over 2012) het risico (bedragen) die zij lopen ten aanzien van de verschillende risicofactoren. Deze risico's zijn renterisico, zakelijke waarderisico, valutarisico, grondstoffenrisico, kredietrisico en verzekeringstechnischrisico. Deze, in de verzamelde data gevonden risicobedragen, zijn afgezet tegen het belegde vermogen als ook het totale vermogen van het pensioenfonds, zodat duidelijk wordt welk risico, uitgedrukt in een percentage, de pensioenfondsen ten opzichte van de vermogens (componenten) hebben.

Uit de data blijkt dat de twee grootste pensioenfondsen over bijna iedere risicofactor het hoogste risicopercentage hebben (zie Grafiek 7: Risico's over Pensioenfondsvermogen).



**Grafiek 7: Risico's over Pensioenfondsvermogen**

Omdat deze twee pensioenfondsen ook over het grootste vermogen beschikken houdt dit in absolute waarde in dat deze twee pensioenfondsen een veel hoger risicobedrag hebben. Als de verschillende factoren worden bekeken blijkt dat bij alle vijf de pensioenfondsen over de factor zakelijkewaardenrisico het meeste risico wordt gelopen. Gemiddeld is dit risico namelijk 14,2% van het totale vermogen. Opvallend is dat het pensioenfonds dat qua dekkingsgraad financieel de beste prestatie had, BPFB, ook qua vermogensrisico het beste presteert. Zo had BPFB over haar totale vermogen een risico van 25,6%, dat afgezet tegen het gemiddelde van de vijf pensioenfondsen van 31,4%, een veel beter resultaat is. Het totale risico in oenschouw nemende blijkt opnieuw dat de twee grootste pensioenfondsen een veel hoger risicopercentage hebben; ABP heeft namelijk 38,2% en PFZW 34,7% risico over hun totale vermogen. In absolute waarden is dit voor ABP een bedrag van iets meer dan 107 miljoen euro! Hier lijkt een correlatie te zijn dat naarmate het pensioensvermogen groter is, het risicopercentage ook hoger is (met PME als uitzondering).



**Samengevat: resultaten vijf grootste pensioenfondsen**

Zoals verwacht is het zorgelijke punt van toenemende vergrijzing ook terug te vinden binnen de onderzochte vijf grootste pensioenfondsen. Verwacht wordt dat de bij deze pensioenfondsen genomen beleggingsrisico's omlaag zullen gaan omdat zij de optredende vergrijzing moeten opvangen. De dekkingsgraad van deze pensioenfondsen in ogeschouw nemende komt een ander, conform huidige nieuwsberichten 'verwacht', slecht resultaat naar voren. De 5 grote pensioenfondsen zijn financieel gezien niet gezond (genoeg). Zonder verder financieel herstel mag worden verwacht dat zij niet kunnen voldoen aan toekomstige uitbetalingsverplichtingen. Omdat pensioenfondsen, voor hun vergrijzende (oudere) deelnemers minder beleggingsrisico's zullen nemen, moeten zij voor hun eigen financiële situatie betere resultaten boeken en wellicht juist meer beleggingsrisico's nemen.

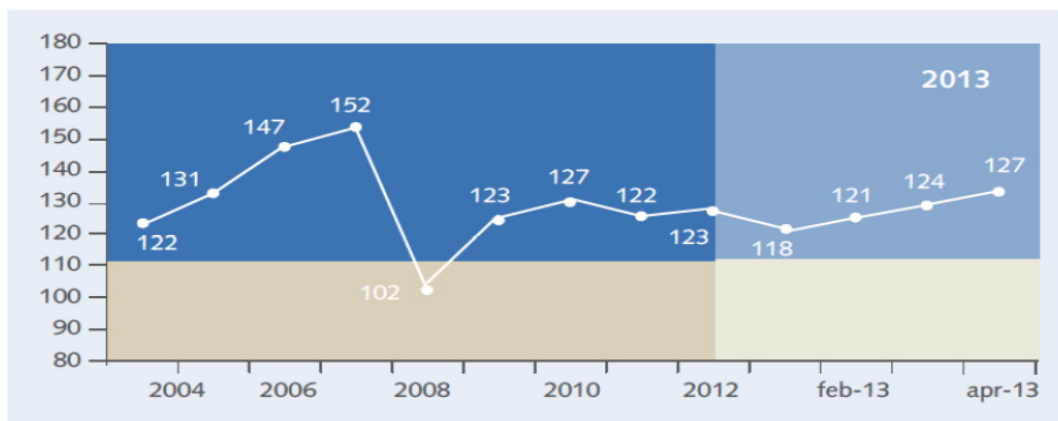
De bevindingen die naar voren komen uit de analyse van de beleggingsportefeuilles en daarmee gepaard gaande resultaten zijn verassend en stroken niet (geheel) met de verwachtingen in verband met de vergrijzing en dekkingsgraad. Het PFZW, een pensioenfonds met (momenteel) minder vergrijzing, belegt in minder risicovolle portefeuilles terwijl hun dekkingsgraad nog niet op het vereiste niveau zit. Dit pensioenfonds zou iets risicovoller beleggingsbeleid (meer in lijn met een 'jongere' deelnemers populatie) kunnen nemen om hogere beleggingsresultaten te krijgen en daarmee de dekkingsgraad te verbeteren. De twee pensioenfondsen met de laagste dekkingsgraad (BPMT en PME) beleggen wel conform verwachting (met relatief gezien een meer risicovollere groep 'aandelen'). Het is verassend om te zien dat dit qua beleggingsresultaat voor deze twee pensioenfondsen (nog) geen positieve gevolgen heeft, en zij (nog) niet beter presteren dan de andere pensioenfondsen.

Elk pensioenfonds zal bij het beleggen van het vermogen de mate van risico nemen, om daarmee de dekkingsgraad te verbeteren, moeten afwegen, rekening houdende met de belangenverstrengelingen tussen groep "Oudere" vergrijzende deelnemers (minder risico) en de groep "Jongere" deelnemers (meer risico).

Overigens lijkt het of de mate van genomen risico slechts beperkt invloed heeft op de beleggingsresultaten en dekkingsgraad, de relatieve verandering in dekkingsgraad voor elk van de vijf onderzochte pensioenfondsen verloopt namelijk redelijk het zelfde over de tijd heen (de zeer verschillende portfolio's zorgen hier niet voor hele verschillende beleggingsresultaten).

## Stichting Pensioenfonds IBM Nederland

Bij Stichting Pensioenfonds IBM Nederland (SPIN) is een praktijktest gedaan. Hiervoor zijn drie afspraken geweest met bestuursleden van SPIN om detailinformatie te krijgen over hoe een pensioenfonds tegenover de verkregen analyses staat en hoe zij er daadwerkelijk mee om gaan. Het SPIN heeft ongeveer 14300 IBM'ers onder hun hoeden waarvoor eind 2012 een vermogen van circa 4,1 miljard euro werd beheerd. SPIN is een (zeer) financieel gezond fonds. Dit komt mede doordat tekorten bij SPIN in het verleden vanwege contractueel vastgestelde regelingen door IBM in zijn aangevuld (tot wel 300 miljoen). Over de laatste 10 jaar vertoont SPIN dan ook 10 jaar een goede dekkingsgraad (zie grafiek 8: Dekkingsgraad SPIN). Uit deze dekkingsgraad blijkt dat spin in al deze jaren ruim boven de norm van 105% dekkingsgraad zit (één uitzondering daar gelaten na de crisis in 2008, waar de dekkingsgraad nog "redelijk" maar wel, volgens het criterium van de DNB, net te laag was).



Grafiek 8: Dekkingsgraad SPIN

Het SPIN is, om hun verplichtingen op lange termijn te kunnen nakomen, een pensioenfonds dat nadrukkelijk ook met de DB- en DC-regelingen is gaan werken. Voor deze regelingen hebben zij zelfs aparte doelstellingen opgesteld, te weten:

- **DB-regeling:** Met een zo groot mogelijke zekerheid en tegen aanvaardbare kosten de reële pensioentoezeggingen na te komen.
- **DC-regeling:** De individuele deelnemer in staat te stellen een optimale opbouw van pensioenkapitaal te laten behalen voor de aankoop van pensioen (binnen acceptabele en voor hem heldere risicomarges en zonder al te hoge kosten).

Het blijkt dat SPIN voor hun deelnemers al rekening houdt met de verdeling tussen leeftijd en inkomen. SPIN heeft hiervoor een zogenoemde 'Leeftijdscohorten' verdeling gemaakt. In 2011 heeft het bestuur van SPIN besloten om te zorgen voor een meer geleidelijke overgang binnen de beleggingsprofielen. Dit is gedaan door invoering van vijf 'Leeftijdscohorten' (zie tabel 1: Leeftijdscohort). (Nieuwe) SPIN deelnemers krijgen een vragenlijst en adv. de antwoorden wordt een specifiek beleggingsprofiel gekozen, te weten: basisprofiel, offensief of defensief profiel. Deze SPIN beleggingsprofielen zijn op zichzelf, zo beweert SPIN, 'prudent' vastgesteld.

Leeftijdscohort	1	2	3	4	5
<b>Beleggingsmix</b>					
• Aandelen	90%	75%	50%	25%	10%
• Obligaties	10%	25%	50%	75%	90%
<b>Profiel</b>					
• Defensief	<33 jr	33-44 jr	45-52 jr	53-58 jr	59-64 jr
• Basis	<42 jr	42-49 jr	50-54 jr	55-59 jr	60-64 jr
• Offensief	<47 jr	47-52 jr	53-56 jr	57-60 jr	61-64 jr

**Tabel 1: "SPIN Leeftijdscohort"**

In deze vijf 'Leeftijdscohorten' valt te zien dat rekeninghoudend met het beleggingsprofiel dat de pensioenfondsdeelnemer heeft gekozen, SPIN voor elke van deze profielen corrigeert naarmate de leeftijd van de pensioenfondsdeelnemer verandert. Dit gebeurt door per beleggingsprofiel de leeftijdsgrenzen van een leeftijdscohort op een andere leeftijdsgrens te leggen. Op deze manier gaan deelnemers met een defensief beleggingsprofiel op een jongere leeftijd naar een beleggingsportefeuille met minder beleggingsrisico. Anderzijds hebben deelnemers die een offensiever beleggingsprofiel hebben gekozen tot een latere leeftijd het hogere risico op hun beleggingsportefeuille.

SPIN doet dit om haar deelnemers zo goed mogelijk te beschermen tegen beleggingsrisico's en zorgt op deze manier dat de verdeling voor haar deelnemers zo "eerlijk" mogelijk is.

In eerder onderzoek werd aangetoond hoe groot het belang van sparen en investeren over de 'life-cycle' heen en een collectief pensioen is. Het SPIN weet combineert dit goed en lijkt dan ook goed gepositioneerd voor de toekomst( L.Bovenberg, R.Koijen, T.Nijman, C. Teulings, 2007).

## Conclusie

Als eerste is het Nederlandse pensioen, de pensioenssystemen en het toezicht over de pensioenuitvoering bekeken. Hieruit blijkt dat in Nederland het pensioen(stelsel) goed geregeld is. Het systeem heeft met de drie pijlers een evenwichtige samenhang. De drie pijlers worden via “slimme” methoden, zowel het kapitaaldekkingssysteem als het omslagstelsel, goed gefinancierd. Er wordt goede regelgeving toegepast waarbij ook het toezicht door de verschillende autoriteiten (DNB, AFM) streng is. Zij treden bijv. op bij een te lage dekkinggraad. Vervolgens is de tweede pijler onderzocht. Deze pijler bevat het werknemerspensioen dat in de afgelopen jaren veel veranderingen heeft doorgemaakt en daardoor veelvuldig in het nieuws is (geweest). Met behulp van een categorische indeling van pensioendeelnemers (aan de hand van Leeftijd en Inkomen: zie de 3x3 matrix) is de mate van invloed van drie verschillende pensioenfondswijzigingen op de negen verkregen categorieën geanalyseerd:

- Bij de wijziging **van eindloon- naar middelloonregeling** is de verdeling scheef over de 9 categorieën. Hier is de categorie “Ouder-Hoog” het best en de categorie “Jong-Laag” het slechts af (in de matrix: impact neemt **diagonaal** toe van rechtsonder naar linksboven).
- De wijziging waarbij het pensioenfonds een **minder risicovol beleggingsprofiel** hanteert, is ook “scheef” over de negen categorieën verdeeld. Hierbij is de wijziging goed voor de leeftijdscategorie oud en wordt de leeftijdscategorie jong het hardst getroffen (in de matrix: de impact neemt **horizontaal** toe van rechts naar links).
- Bij de wijziging **van DB- naar DC-regeling** ontstaat een ongelijke verdeling van het risico. Hierbij wordt de categorie “Midden-Laag” het zwaarst door de wijziging getroffen en loopt de mate van invloed af richting de categorieën “Jong-Hoog” en “Ouder-Hoog” (in matrix: impact neemt **(berg)parabolisch** toe van linksonder naar middenhoog naar rechtsonder).

Na deze eerste analyse lijkt dat waar ouderen jarenlang met lage kosten veel pensioen(premie) hebben opgebouwd, de jongere daar nu qua pensioen de dupe van zijn. Het draagvlak voor de situatie waarin ouderen al jaren ‘op een luxe/hoge standaard’ leven (en dit als normaal zien; ook voor na pensionering) en jongere relatief veel premie (in tijden van lagere economische groei) moeten betalen wordt steeds kleiner. Daarbij komt dat pensioenfondsen problemen hebben om het pensioensvermogen, vanwege de toenemende vergrijzing, op peil te houden.

Vervolgens is onderzocht of de problemen betreffende pensioenfondsen en de bevindingen van de wijzigingen (zie matrices) ook bij de vijf grootste pensioenfondsen van Nederland spelen. Adhv. analyse van de jaarrekeningen (jaren 2007 – 2012) kan worden geconcludeerd:

Ook binnen de pensioenfondsendeelnemers neemt de vergrijzing toe (groep gepensioneerden wordt groter ten opzichte van de groep premiebetalers (“werkenden”)).

De dekkingsgraad van de pensioenfondsen blijkt zorgwekend te zijn. Over de onderzochte jaren is de financiële situatie waarin de pensioenfondsen verkeren ronduit zorgelijk te noemen (het BPFB kwam hier als enige redelijk tot goed uit het onderzoek).

Over de onderzochte jaren was het beleggingsresultaat redelijk het zelfde bij elk van de vijf pensioenfondsen (laatste vier jaren positief). Dit is opvallend omdat de beleggingsportefeuilles zeer verschillend zijn; beleggingsresultaten over beleggingscategorieën binnen de portefeuilles verschillend zijn verdeeld; beleggingsresultaten per categorie per pensioenfonds verschillen. Uit de geanalyseerde beleggingsrisico's blijkt dat hoe meer vermogen er wordt belegd, hoe hoger het gelopen risico hierover is. Wellicht kan hieruit worden geconcludeerd dat de wijze van beleggen van het vermogen geen invloed heeft op het uiteindelijke beleggingsresultaat en dat deze beleggingsresultaten geen zijn reden voor de slechte financiële situatie van de 5 fondsen.

Als laatste is in de praktijk (via SPIN) getoetst hoe er door een pensioenfonds wordt omgegaan met de uit dit onderzoek naar voren gekomen resultaten. Hieruit blijkt dat SPIN de 'oneerlijke' verdeling onderkent en daarop actie heeft ondernomen. In 2011 heeft SPIN haar beleid gewijzigd door life-cycle management toe te passen. Via hun leeftijdcohorten en drie beleggingsportefeuilles kunnen zij de verdeling van de risico's eerlijker maken. Wat betreft Dekkingsgraad presteert SPIN veel beter dan de vijf grootste pensioenfondsen. SPIN komt hier 'geweldig' voor de dag (maar heeft het voorbeeld van een “rijke oom”!).

Onze samenleving heeft nog niet het juiste antwoord voor een juiste en eerlijke verdeling van de pensioensrisico's gevonden. De pensioenfondsen doen hun best met nieuwe methoden.

Omdat op dit moment ook andere (gerelateerde) problemen in onze samenleving spelen, zoals de financiële crisis, de huizenmarkt crisis, toenemende werkloosheid, de vergrijzing en de excessief toenemende zorgkosten (CPB.nl, 014), heeft onze overheid de lastige taak om een alles omvattende oplossing(richting) te vinden. Gezien alle verschillende belangen (van de jongeren / ouderen) een zeer cruciaal vraagstuk om een echte generatiekloof te voorkomen ....

## Referentielijst

### Literatuurreferenties

Bevolkingsvraagstukken in Nederland anno 2012 H4: Demografie van de vergrijzing

J. Garssen, J de Beer – 2012 – Nederlands interdisciplinair demografisch instituut

Life cycle investment behavior, demographics and asset prices

Steven Michael Bergantino – 1998 – Massachusetts Institute of Technology

Nederlandse Pensioensysteem Nederlandstalige versie

Sibylle J.M. Reichert – 2014 - pensioenfederatie.nl

Pensioen: Onzekere zekerheid

JMG Frijns, JA Nijssen, LJR Scholtens - 2010 - netspar.nl

Defined Benefit versus Defined Contribution Pension Plans: What are the Real Trade-offs?

Z. Bodie, A. Marcus, R. Merton - 1988- University of Chicago Press (Pensions in the US Economy)

Positioning Pensions for the Twenty-first Century: Risk aversion and Pension investment choices

V. Bajtelsmit, J. van der Hei – Books.google.com

Savings and Investing over the life cycle and the role of collective pension funds

Lans Bovenberg\*, Ralph Koijen\*, Theo Nijman\* and Coen Teulings\*\* - 2007 - springer.com

Test of life cycle models of pension funds

J.A. Bikker, D.W.G.A Broeders, D.A. Hollanders, E.H.M Ponds - 2009 – netspar.nl

Toekomst voor de zorg

Centraal plan bureau - 2014 – cpb.nl

Zorg in het huidige stelsel van sociale zekerheid en pensioen: een vergelijking tussen zes landen

I Koopmans, A Jaspers, T Knijn, J Plantenga - 2003 - library.wur.nl

### Internetreferenties:

<http://www.abp.nl/>

[http://www.abp.nl/images/ABP-jaarsverslag-2012\\_tcm160-158974.pdf](http://www.abp.nl/images/ABP-jaarsverslag-2012_tcm160-158974.pdf)

<http://www.afm.nl/nl/consumenten/producten/pensioen/toezicht.aspx>

<http://www.baseliii.nl/>

<https://www.bpfbouw.nl/Pages/Home.aspx>

<https://www.bpfbouw.nl/downloads/Documents/Jaarsverslagen/13-06-2013-BpfBOUW-Jaarsverslag-2012.pdf>

<http://www.bpmt.nl/>

<http://www.bpmt.nl/client/bpmt/upload/downloads/PMT%20JV2012%20INTERNET.pdf>

<http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/macro-economie/publicaties/artikelen/archief/2008/2008-2396-wm.htm>

<http://www.companyinfo.nl/extra-diensten/Overzichtpensioenfondsen.php>

<http://www.dnb.nl/publicatie/publicaties-dnb/nieuwsbrieven/nieuwsbrief-pensioenen/nieuwsbrief-pensioenen-januari-2014/index.jsp>

<http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2014/dnb302101.jsp>

[https://www.mandema.nl/opbouw\\_pensioenstelsel.html](https://www.mandema.nl/opbouw_pensioenstelsel.html)

[http://www.metalektropensioen.nl/portal/page?\\_pageid=3015,5818378&\\_dad=portal&\\_schema=PORTAL](http://www.metalektropensioen.nl/portal/page?_pageid=3015,5818378&_dad=portal&_schema=PORTAL)

[http://www.metalektropensioen.nl/pls/portal/docs/PAGE/PME/SHARED\\_CONTENT/DOWNLOADS/JAARVERSLAGEN/JAARVERSLAG%202012.PDF](http://www.metalektropensioen.nl/pls/portal/docs/PAGE/PME/SHARED_CONTENT/DOWNLOADS/JAARVERSLAGEN/JAARVERSLAG%202012.PDF)

[http://www.nu.nl/geldzaken/3689356/grootste-pensioenfonds-schrapt-korting.html?utm\\_source=headliner.nl&utm\\_medium=link&utm\\_term=free&utm\\_content=textlink&utm\\_campaign=Headliner.nl](http://www.nu.nl/geldzaken/3689356/grootste-pensioenfonds-schrapt-korting.html?utm_source=headliner.nl&utm_medium=link&utm_term=free&utm_content=textlink&utm_campaign=Headliner.nl)

[http://www.pensioenfederatie.nl/uw\\_pensioen/pages/default.aspx](http://www.pensioenfederatie.nl/uw_pensioen/pages/default.aspx)

<http://pensioen.headliner.nl/>

[http://www.pensioenfederatie.nl/services/publicaties/Pages/Het\\_Nederlandse\\_pensioensysteem\\_Een\\_overzicht\\_van\\_de\\_belangrijkste\\_aspecten\\_31.aspx](http://www.pensioenfederatie.nl/services/publicaties/Pages/Het_Nederlandse_pensioensysteem_Een_overzicht_van_de_belangrijkste_aspecten_31.aspx)

[http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/Uitgaven/Nederlandse\\_pensioensysteem\\_Nederlandstalige\\_versie.pdf](http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/Uitgaven/Nederlandse_pensioensysteem_Nederlandstalige_versie.pdf)

[http://www.pensioenthermometer.nl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=7&Itemid=14](http://www.pensioenthermometer.nl/index.php?option=com_content&view=article&id=7&Itemid=14)

<https://www.pfzw.nl/Paginas/default.aspx>

[https://www.pfzw.nl/Documents/Over-ons/PFZW\\_jaarverslag\\_2012.pdf](https://www.pfzw.nl/Documents/Over-ons/PFZW_jaarverslag_2012.pdf)

<http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/pensioen/opbouw-pensioenstelsel>

[http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/algemene-ouderdomswet-aow/wijzigingen-in-de-aow?utm\\_campaign=sea-t-aow-a-verhoging\\_aow-leeftijd&utm\\_term=%2Baow%20%2Bleeftijd&gclid=CKDqhZWob0CFaoewwodtkUAHw](http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/algemene-ouderdomswet-aow/wijzigingen-in-de-aow?utm_campaign=sea-t-aow-a-verhoging_aow-leeftijd&utm_term=%2Baow%20%2Bleeftijd&gclid=CKDqhZWob0CFaoewwodtkUAHw)

[http://www.rtlnieuws.nl/economie/robeco/pensioenbeleggers-moeten-actief-beleggen-nu-verwachtingen-laag-zijn?utm\\_source=headliner.nl&utm\\_medium=link&utm\\_term=free&utm\\_content=textlink&utm\\_campaign=Headliner.nl](http://www.rtlnieuws.nl/economie/robeco/pensioenbeleggers-moeten-actief-beleggen-nu-verwachtingen-laag-zijn?utm_source=headliner.nl&utm_medium=link&utm_term=free&utm_content=textlink&utm_campaign=Headliner.nl)

<http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/persberichten/2012/05/25/verhoging-aow.html>

<http://www.spin.nl/uploadedFiles/555.pdf>

[http://www.spin.nl/uw\\_pensioen/over\\_basispensioen/basispensioen\\_b](http://www.spin.nl/uw_pensioen/over_basispensioen/basispensioen_b)

[http://www.telegraaf.nl/overgeld/pensioen/22258674/Pensioen\\_half\\_miljoen\\_mensen\\_gekort\\_.html?utm\\_source=headliner.nl&utm\\_medium=link&utm\\_term=free&utm\\_content=textlink&utm\\_campaign=Headliner.nl](http://www.telegraaf.nl/overgeld/pensioen/22258674/Pensioen_half_miljoen_mensen_gekort_.html?utm_source=headliner.nl&utm_medium=link&utm_term=free&utm_content=textlink&utm_campaign=Headliner.nl)

<http://www.trouw.nl/tr/nl/4324/Nieuws/archief/article/detail/1839051/2011/02/08/Van-pensioenroof-of-diefstalis-geen-sprake.dhtml>

<http://www.wijzeringeldzaken.nl/pensioen/je-pensioen.aspx?gclid=COu0huzq-LOCFScGwwod630Ayg>