

- Minister voor Armoedebeleid, Participatie en Pensioenen  
T.a.v. drs. C.J. Schouten  
Postbus 90801  
2509 LV Den Haag

KENMERK: B/202/725/KW

DATUM: 7 oktober 2022

ONDERWERP: Een waardevol pensioen voor iedereen

Geachte mevrouw Schouten,

Hartelijk dank voor de tijd die u hebt vrijgemaakt om met ons te praten over het onderwerp private equity naar aanleiding van de motie Nijboer/Maatoug.<sup>1</sup> Deze motie riep u op om met pensioenfondsen in gesprek te gaan over het uitkeren van prestatievergoedingen. Wij kijken terug op een goed gesprek waarin deze beleggingscategorie nader is toegelicht. In de bijlage bij deze brief zetten we dit nog eens uiteen. De hoge prestatievergoedingen voor private equity roepen in de politiek en de maatschappij vragen op. Daar zijn wij ons van bewust. Ook wij vinden deze kosten hoog. In het gesprek deelden we het bestuurlijke dilemma in relatie tot het beleggen in private equity. Daarnaast nemen wij u in deze brief graag verder mee in de activiteiten die de pensioensector al onderneemt op dit terrein of voornemens is te ondernemen.

### **Een goed en duurzaam pensioen staat centraal**

Deelnemers van pensioenfondsen hebben hun uitgestelde loon toevertrouwd aan pensioenfondsen om dit geld voor hen te beheren en dit zo te beleggen dat zij op een goed pensioenresultaat kunnen rekenen. Dit betreft een verantwoordelijkheid met een lange tijdshorizon. Naast deze primaire verantwoordelijkheid wordt steeds meer van pensioenfondsen gevraagd dat het geld zo belegd wordt dat het bijdraagt aan een duurzame en een leefbare wereld. Als het gaat om beleggen zijn er vier algemene beoordelingscriteria die een rol spelen in de besluitvorming van een pensioenfondsbestuur om wel of niet te beleggen in een specifieke beleggingscategorie: het rendement, het risico, de kosten en of dit maatschappelijk verantwoord gebeurt.

### **Private equity is een aantrekkelijke beleggingscategorie**

Met het oog op het realiseren van een zo hoog mogelijk pensioen voor de deelnemer is private equity een aantrekkelijke beleggingscategorie. Beleggingen in private equity hebben bijvoorbeeld in het afgelopen boekjaar een bijzonder positieve bijdrage geleverd aan het pensioenresultaat van deelnemers en pensioengerechtigden. Na aftrek van kosten resteerde bij de grootste 5 pensioenfondsen een nettorendement van 40 tot ruim 46% over 2021. Het rendements-risicoprofiel is gunstig ten opzichte van andere

---

<sup>1</sup> Kamerstukken 2021/22, 32043, nr. 582.

beleggingen. Ook draagt private equity bij aan een goede diversificatie van de portefeuille.

Ten slotte draagt private equity positief bij aan de economie. Zo laat onderzoek zien dat private equity in 2020 ruim 100.000 banen in Europa heeft gecreëerd, vooral in venture capital. In Nederland werken zo'n 590.000 mensen in bedrijven die door PE worden gesteund, 6,7% van de gehele arbeidsmarkt<sup>2</sup>. Private equity geeft pensioenfondsen daarnaast vaak goede mogelijkheden om met positieve impact te beleggen, zoals investeren in de energietransitie, circulaire economie en de innovatieve gezondheidszorg. Hieronder treft u enkele voorbeelden daarvan.

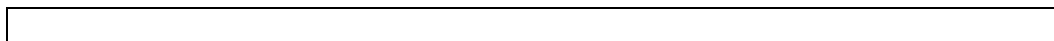
Voorbeelden van private equity fondsen met positieve impact waarin Nederlandse pensioenfondsen beleggen:

- Gilde Healthcare Services: dit fonds richt zich op kleinere ondernemingen die direct of indirect de kwaliteit van de zorg verbeteren en/of gericht zijn op het verlagen van de kosten via een efficiëntere waardeketen.
- Forbion Growth II: dit fonds is gericht op het oplossen en voorkomen van maatschappelijke problemen door de ontwikkeling van nieuwe medicijnen (klinische onderzoek);
- Innovation Industries: fonds dat zich richt op het verstrekken van kapitaal aan Nederlandse startups en ondernemingen die op zoek zijn naar groeikapitaal. Het gaat hierbij om innovatieve ondernemingen die actief zijn in de fysica en chemie, voedsel- en agrotechnologie, informatietechnologie en medische technologie.
- ARA Funds I en II: Dit fonds richt zich op investeringen in kleine ondernemingen en groei-investeringen die bijdragen aan een circulaire economie en/of CO<sub>2</sub>-reductie in Europa en Amerika. Ara investeert onder meer in nieuwe afvalrecycling faciliteiten in Nederland, die stedelijk afval en bouwafval omzetten in biobrandstof.

Voorbeelden van bedrijven met positieve impact waarin belegd wordt via een private equity fondsen:

- GTX medical: Deze Nederlandse start-up wil mensen met een chronische dwarslaesie weer laten lopen dankzij elektrische stimulatie van hun ruggenmerg via een draadloos implantaat.
- Castor: Dit platform maakt het eenvoudiger om de bewijsvoering rondom klinische tests te vereenvoudigen en draagt eraan bij dat ook patiënten thuis mee kunnen doen met klinische tests.
- Zorg van de zaak: Dit bedrijf draagt bij aan het zo vitaal mogelijk houden van medewerkers. Er werken meer dan 4.000 mensen die in totaal 1,3 miljoen medewerkers bij 67.000 aangesloten werkgevers bedienen.
- Climate for Life: Deze aanbieder van duurzame oplossingen voor woningen produceert de helft van de warmtepompen die in nieuwbouwwoningen komen te staan.
- GitLab: Dit bedrijf zorgt ervoor dat software-ontwikkelaars eenvoudiger met elkaar kunnen samenwerken. De onderneming is gestart in Nederland en uiteindelijk naar de beurs gegaan aan de NASDAQ.

<sup>2</sup> Invest Europe Private Equity at Work – Employment & Job Creation Across Europe 2022; EDC / Eurostat / UK ONS

**Pensioenfondsen maken eigen bewuste keuzes**

Private equity bedrijven vragen, naast de reguliere beheervergoeding, een prestatievergoeding voor de gemaakte rendementen, wat in goede tijden, naast hoge rendementen, neerkomt op hoge kosten voor het pensioenfonds. Dit roept in de politiek en de maatschappij begrijpelijk vragen op. Rekening houdend met de andere beoordelingscriteria van hoge rendementen, draagbare risico's en de maatschappelijk verantwoordheid, neemt elk pensioenfondsbestuur een besluit om wel of niet te beleggen in de beleggingscategorie private equity. Deze criteria worden verschillend gewogen door de verschillende pensioenfondsen. Niet ieder pensioenfonds kan of wil beleggen in private equity. Dit is bijvoorbeeld afhankelijk van de grootte van het pensioenfonds en het al dan niet beschikken over specialistische kennis die nodig is bij beleggen in private equity, de hoge kosten of andere bezwaren.

**Wij zetten concrete acties naar de toekomst**

Zoals gewisseld in ons gesprek is de pensioensector zich zeer bewust van de maatschappelijke vragen en beelden die spelen rond private equity. Deze signalen zijn nadrukkelijk gespreksonderwerp bij de keuzes die pensioenfondsbesturen maken in het beleggingsbeleid, want ook wij vinden de kosten hoog. Het beleggen in private equity en de selectie en monitoring van private equity fondsen wordt daarom uitvoerig besproken aan de bestuurderstafels. Bestuurders worden daarin bijgestaan door beleggingscommissies, uitvoerders en externe adviseurs en kritisch bevraagd in de eigen fondsorganen, hetgeen helpt de besluitvorming met de uiterste zorgvuldigheid te blijven doen.

Het is dan ook belangrijk om de komende jaren te blijven investeren in het uitleggen en transparant zijn richting onze deelnemers en de samenleving, om hen mee te nemen in en in gesprek te gaan over de bestuurlijke afwegingen rondom private equity. Dit willen wij doen door middel van:

**1) Het inzichtelijk maken van private equity beleggingen en de redenen daartoe**

Pensioenfondsen zullen private equity beleggingen (nog beter) inzichtelijk maken op de website en in jaarverslagen. Met enkel het meer inzichtelijk maken van cijfers zijn wij er echter nog niet. Het is belangrijk dat deelnemers nog meer worden meegenomen in hoe beleggingskeuzes tot stand komen. Wij zijn dan ook bereid om hier extra in te investeren. Hierin zien wij ook een belangrijke rol voor de verantwoordings- of belanghebbendenorganen. Het beleggingsbeleid is momenteel regelmatig onderwerp van gesprek met deze organen. Ook het afleggen van verantwoording over beleggingen in private equity maakt daar vaak deel van uit. De grootse vijf pensioenfondsen zullen deze brief agenderen bij het verantwoordingsorgaan, voor zover private equity nog niet expliciet aan de orde is geweest. Dit komt het draagvlak en de verantwoording ten goede.

## **2) Het verbeteren van communicatie met onze deelnemers en de maatschappij**

De communicatie met onze deelnemers en de verbetering daarvan staan bij pensioenfondsen hoog op de agenda. Deelnemers worden in toenemende mate meer meegenomen in hoe beleggingskeuzes tot stand komen. Het uitdragen van mooie en tot de verbeeldingsprekende (Nederlandse) voorbeelden kunnen daarbij helpen. Wij zetten in op verschillende communicatievormen als het samenstellen van animaties, het vormen van infographics, het opstellen van columns en het organiseren van debatten voor meer dialoog met deelnemers.

De twee voorgaande actiepunten zetten wij op korte termijn in en wij plannen deze gerealiseerd te hebben in de zomer van 2023.

## **3) Het gesprek aangaan met andere institutionele (internationale) beleggers over de hoogte van de prestatievergoedingen**

Op lange termijn gaan wij de zorgen die wij hebben over de hoge prestatievergoedingen nog meer uitdragen. Op nationaal niveau gaan we het gesprek aan met de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP). In internationaal verband kaarten we het dilemma aan in de samenwerkingsverbanden waar Nederlandse pensioenfondsen actief zijn, zoals PensionsEurope, Institutional Limited Partners Association (ILPA) International Centre for Pension Management (ICPM), Principles for Responsible Investment (PRI) en CEM benchmarking, binnen de kaders die het mededingingsrecht hieraan stelt. We onderzoeken gezamenlijk of er directere vormen van private equity mogelijk zijn. Concreet zijn wij de afgelopen periode in gesprek gegaan met verschillende Finse en Deense pensioenfondsen. Zij herkennen de discussie over de hoge prestatievergoedingen. De komende periode gaan wij verkennen of zij hierin gezamenlijk met ons willen optrekken.

Pensioenfondsen zijn sociaal maatschappelijke financiële instellingen die gemaakte keuzes moeten en willen uitleggen aan de maatschappij en aan de eigen deelnemers in het bijzonder. Daarom zullen wij nog meer gaan investeren in de communicatie met onze deelnemers en de samenwerking met (internationale) partners.

Met vriendelijke groet,

Ger Jaarsma  
Voorzitter Pensioenfederatie

## Bijlage

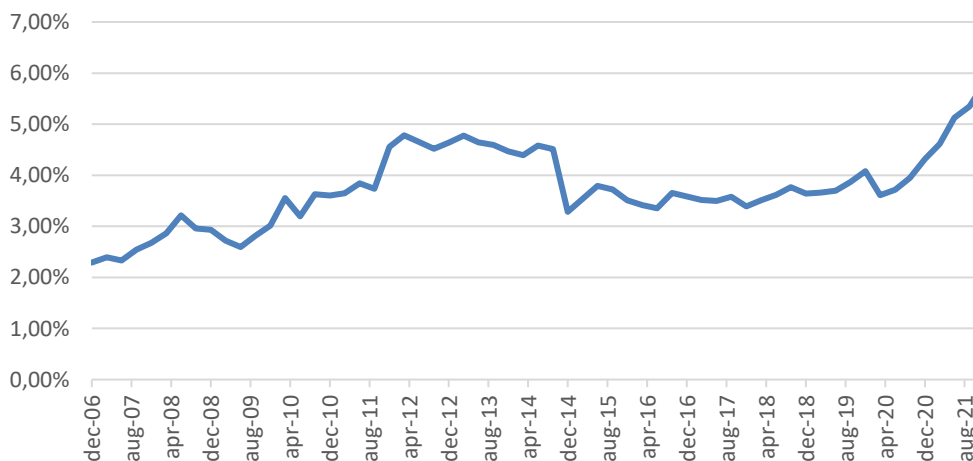
### 1. *Waarom beleggen pensioenfondsen in private equity?*

Naast de algemeen bekende beleggingscategorieën (publieke) aandelen, obligaties en vastgoed, vormt private equity een beleggingscategorie waar verschillende pensioenfondsen in beleggen. Zoals bij publieke aandelen investeren private equity beleggers in het eigen, ofwel risicodragend, vermogen van een onderneming. Het gaat hierbij echter niet om een belegging via een openbare aandelenbeurs, maar om een private investering via een beleggingsfonds, dat beheerd wordt door een private equity bedrijf. Veel ondernemingen geven tegenwoordig voorkeur aan het mijden van een beursgang, omdat daar veel regels en kosten mee gemoeid zijn. Daardoor wordt private equity als investeringsvehikel populairder.

Om de pensioendoelstelling voor de deelnemers van het pensioenfonds te behalen tegen aanvaardbare voorwaarden, hanteren pensioenfondsen voor beleggingen een beoordelingskader, bestaande uit rendement, risico, kosten en verantwoord beleggen. Verschillende pensioenfondsen beleggen in private equity omdat de verhoudingen ten opzichte van andere beleggingscategorieën gunstig zijn en het daarmee een belangrijk onderdeel is van de ambitie om een zo hoog mogelijk pensioen te genereren voor de deelnemers. Ook beleggen pensioenfondsen gespreid over het gehele spectrum van de algemene economie, waarvan de private markt een groot en groeiend onderdeel is. Het eventueel niet beleggen in private equity betekent dat in toenemende mate er niet geprofiteerd wordt van een deel van de groei van de economie. De te verwachte rendementen, rekeninghoudend met risico en kosten, zijn zeer positief.

Figuur 1 laat zien dat de totale allocatie van pensioenfondsen naar private equity steeds groter wordt vanaf 2007, op basis van data van DNB.

**Figuur 1 – Percentage private equity van totaal belegd vermogen Nederlandse Pensioenfondsen**



De rendementen op private equity pakken vaak hoger uit dan andere beleggingscategorieën zoals publieke aandelen met een verhouding 5:3 (private equity tot publieke aandelen, in USD) in de periode 2000 tot 2020<sup>3</sup>. Dat komt omdat de categorie relatief minder liquide is. De bezittingen zijn minder snel te verkopen. Voor dit liquiditeitsrisico worden beleggers doorgaans vergoed. Omdat pensioenfondsen lange termijnbeleggers zijn, kunnen zij dit risico goed dragen.

Pensioenfondsen doen niet zomaar zaken met alle private equity bedrijven. Er is een strikt selectiebeleid. Er wordt nauwgezet gekeken naar historische prestaties, de rendementen de risico's en kosten, maar ook naar maatschappelijke factoren, zoals de economische toegevoegde waarde, het creëren van werkgelegenheid en economisch belang. Een (kleine) positie in private equity verlaagt vaak het totale risico van de portefeuille omdat de categorie een goede diversificatie biedt ten opzichte van andere categorieën. De afweging voor het al dan niet beleggen in deze of een andere beleggingscategorie, rekeninghoudend met risico's en andere voorwaarden, worden door het pensioenfonds middels een Asset Liability Management (ALM) studie in kaart gebracht en beoordeeld.

#### **Asset Liability Management (ALM) studie**

Een ALM-studie vormt de basis van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds. In deze studie worden inputdata als verplichtingen, risicohouding en voorwaarden gebruikt om verschillende scenario's en alternatieven te onderzoeken. Uiteindelijk besluit het bestuur tot een strategische beleggingsmix mede op basis van deze studie.

Private equity geeft ten slotte de mogelijkheid om te beleggen in investeringen, en dus de financiering, van innovatieve ondernemingen die bijdragen aan bijvoorbeeld de circulaire economie, de energietransitie en innovatieve gezondheidszorg. In de grote maatschappelijke opgaven om de gehele economie te verduurzamen spelen startups en scale-ups met innovatieve en creatieve ideeën en businessmodellen een belangrijke rol. Deze ondernemingen fungeren als de motor van de economie en de nodige transitie. Juist deze ondernemingen worden vaak gefinancierd door private equity.

#### *2. Hoe beleggen pensioenfondsen in private equity?*

Private equity bedrijven starten een nieuw beleggingsfonds, halen vervolgens geld op bij beleggers en zoeken daarna naar geschikte ondernemingen om in te investeren. Zij hebben daarbij een duidelijke doelstelling voor de ondernemingen, waarbij zij het rendement in een bepaalde looptijd willen verzilveren door een onderneming bijv. naar de beurs te brengen of te

<sup>3</sup> [Private Investment Benchmarks - Cambridge Associates](#)

verkopen. Private equity bedrijven en hun beleggers kunnen verschillende investeringsstrategieën naleven waarbij er drie hoofdcategorieën zijn:

- 1) Venture capital – Investeren in jonge, snelgroeiende ondernemingen in de beginfase van hun ontwikkeling
- 2) Growth equity – investering in bedrijven die kapitaal nodig hebben om (sneller) te kunnen groeien
- 3) Buyouts – Investeren door het kopen van een controlerend belang in een onderneming om deze vervolgens te reorganiseren om meer waarde te creëren.

De meeste pensioenfondsen hebben een voorkeur voor buyouts ten opzichte van andere private equity strategieën, omdat deze met minder risico's gepaard gaan. Daarnaast is de omvang van de beleggingsmogelijkheden vaak van belang voor pensioenfondsen en deze zijn groter bij buyout-strategieën. De beleggingen in venture capital nemen toe, maar zijn vergeleken met de buyout strategieën relatief klein. Veel beleggingen in bijv. circulaire economie, energietransitie of gezondheidszorg vallen hieronder.

Er zijn verschillende manieren voor pensioenfondsen om in private equity te beleggen. De belangrijkste oplossingen zijn:

- 1) Direct: een pensioenfonds belegt zonder tussenkomst van een manager zelf in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Hiervoor dient veel expertise aangetrokken te worden en is de omvang van het te beleggen vermogen van groot belang.
- 2) Co-investments: direct beleggen in onderliggende onderneming zelf, naast en in samenwerking met het private equity bedrijf. Ook hiervoor is een relatief grote omvang en expertise bij het pensioenfonds nodig.
- 3) Fonds: een pensioenfonds belegt door in een private equity fonds te beleggen. Hiervoor is een zekere omvang en expertise bij het pensioenfonds nodig.
- 4) Funds-of-funds: een pensioenfonds belegt in een fonds dat belegt in meerdere private equity fondsen. Omvang en expertise zijn in mindere mate nodig en daardoor geeft het meer mogelijkheden voor kleinere pensioenfondsen. Nadeel hiervan is een dubbele kostenstructuur voor de beheer- en prestatievergoedingen.

### *3. Waaruit bestaan de vergoedingen voor de private equity bedrijven?*

De beleggingscategorie private equity kent veelal twee soorten vergoedingen:

1. Een beheervergoeding die bestaat uit een vooraf vastgesteld percentage (meestal 1,25% tot 2%) van het toegezegde kapitaal (eerste fase) of van de waarde van het belegd vermogen wanneer het gehele bedrag daadwerkelijk is geïnvesteerd (tweede fase). Deze vergoeding wordt gebruikt door het private equity bedrijf om de kosten van kantoor en salarissen uit te betalen. Het vinden en aangaan van een belang in private ondernemingen, het adviseren en managen van de

bedrijven en andere activiteiten is arbeidsintensief en heeft daarom hoge kosten. Over deze kosten valt in mindere mate nog wel te onderhandelen. De kosten van de beheervergoeding zijn echter niet de kosten waar de meeste commotie over gaat. Dat betreft met name de prestatievergoedingen.

2. Een prestatievergoeding: Dit betreft een vergoeding over het behaalde rendement. Hiervoor geldt vaak een verdeling van 80/20 voor pensioenfonds/private equity bedrijf. Bij de verdeling is de 'hurdle' van belang. Dit is een afgesproken percentage van meestal 8%. Als het rendement na afloop van de investering 8% of minder bedraagt, dan is het rendement geheel voor het pensioenfonds. Is het rendement hoger dan 8%, dan wordt het totale rendement verdeeld tussen het pensioenfonds en het private equity bedrijf. Er is dan meestal sprake van een 'full catch up'. Dat betekent dat ook over de eerste 8% het pensioenfonds alsnog 20% (= 1,6%) moet afdragen aan het private equity bedrijf.

De prestatievergoeding wordt pas betaald aan het private equity bedrijf als een investering is afgelopen (meestal na 10-12 jaar) en wordt daardoor niet per jaar afgerekend. Wel reserveren pensioenfondsen uit prudentie jaarlijks een bedrag voor de verwachte prestatievergoeding op basis van de dan geldende waarderingen. Deze reserveringen worden als kostenpost in het jaarverslag van het pensioenfonds gerapporteerd. Reserveringen kunnen echter ook weer vrijvallen als de waardering (en daardoor het rendement) afneemt. Dan worden ze een negatieve kostenpost, dan wel een opbrengst. Deze kostenpost is daardoor sterk afhankelijk van de jaarlijkse waardering. Is de waardering in enig jaar hoog (zoals in 2021 het geval was), dan is de reservering ook hoog. Is de waardering lager, dan is ook de reservering lager.