

Toegenomen gevoeligheid pensioenfondsen voor beleggingen in buitenland

De liberalisering en deregulering van de kapitaalmarkten in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw hebben, in combinatie met de vooruitgang in de informatietechnologie, een impuls gegeven aan een sterke internationalisering van het kapitaalverkeer, de internationale samenhang van financiële markten en de creatie van geavanceerde financiële producten. In toenemende mate hebben partijen uit de financiële sector dan ook grensoverschrijdende vorderingen en verplichtingen opgebouwd. Dit artikel laat zien dat dit ook voor pensioenfondsen geldt, althans voor de beleggingen. Per ultimo 2008 bedroeg hun belegd vermogen bijna EUR 700 miljard. Dat is ongeveer 1½ keer de omvang van het bruto binnenlandse product van Nederland. Pensioenfondsen beleggen dit vermogen in financiële vermogenstitels zoals aandelen, schuldpapier en andere beleggingen. Ultimo 2008 was zo'n drie kwart belegd in buitenlandse vermogenstitels. Tegenover deze vorderingen staan de verplichtingen van pensioenfondsen. Die bestaan vrijwel volledig uit toekomstige, op de AOW aanvullende pensioenuitkeringen aan Nederlandse gepensioneerden. Momenteel worden overigens ook voor buitenlandse pensioenspaarders mogelijkheden ontwikkeld om bij Nederlandse pensioenfondsen een pensioen op te bouwen.

Trends in de beleggingsportefeuille sinds 1990

In de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen hebben zich sinds 1990 twee in het oog springende ontwikkelingen voorgedaan: de omvang is sterk gegroeid en de samenstelling is drastisch gewijzigd (zie grafiek 1).

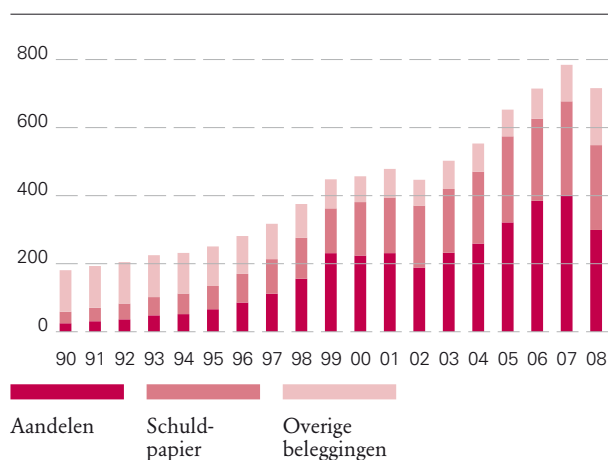
De groei van de beleggingsportefeuille, gemiddeld zo'n 8% per jaar, had twee oorzaken. Allereerst was er meer te beleggen doordat jarenlang de inleg door deelnemers de uitkeringen aan pensioengerechtigden overtrof. De omvang van dit surplus neemt de laatste jaren wel af, want onder invloed van de vergrijzing van de Nederlandse bevolking daalt het aantal actieve deelnemers en stijgt het aantal pensioengerechtigden. In de tweede plaats boekten pensioenfondsen gemiddeld genomen positieve rendementen op de beleggingsportefeuille¹, ook al was soms sprake van tegenvallende of zelfs negatieve rendementen. Eerst stakte de groei in de jaren 2000, 2001 en 2002 als gevolg van de zogenoemde dotcom-crisis, waarbij in het bijzonder aandelenkoersen van ICT-bedrijven sterk daalden. Daarna werden in 2008 over vrijwel de gehele linie negatieve rendementen behaald als gevolg van de kredietcrisis.

Ondertussen veranderde ook de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Omdat aandelen en schuldpapieren op lange termijn gemiddeld beter renderen dan leningen, werd hierin steeds meer belegd. Nationale wetgeving, die tot op zekere hoogte belemmeringen opwierp, werd gaandeweg versoepeld. Verder werd het grootste pensioenfonds van Nederland (het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds, kortweg ABP) in 1996 gepri vatiseerd, waardoor deze partij meer beleggingsmogelijkheden kreeg. Voor het ontplooiën van omvangrijke activiteiten werd de Nederlandse thuismarkt al snel te klein. Het ABP en andere pensioenfondsen zijn dan ook in toenemende mate in het buitenland gaan beleggen.² De komst van de Economische en Monetaire Unie (EMU) vergrootte de mogelijkheden hiertoe, omdat daar door in grote delen van Europa de wisselkoersrisico's wegvielen.

Het behalen van hogere rendementen gaat in de regel hand in hand met grotere beleggingsrisico's, zoals koers-, rente- en valutarisico's.³ Door het toegenomen accent op rendement werd de waarde van de beleggingsportefeuille steeds meer gevoelig voor koersbewegingen van aandelen, obligaties en valuta's. Daarom dekken pensioenfondsen zich in toenemende mate in tegen deze risico's, onder andere met opties en rente- en valutaderivaten (zie box 1). In veel gevallen zijn hierbij buitenlandse tegenpartijen betrokken.

Grafiek 1 Beleggingen van pensioenfondsen sinds 1990

in miljarden euro's



Toename van grensoverschrijdende beleggingen van pensioenfondsen

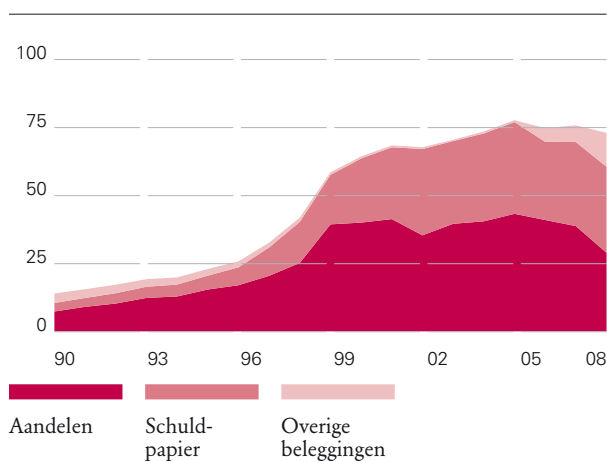
In de zoektocht naar hoogrenderende beleggingen en uit hoofde van diversificatie van beleggingsrisico's hebben pensioenfondsen in de loop der jaren, net als andere financiële partijen, een toenemend deel van hun vermogen geïnvesteerd in buitenlandse effecten (zie grafiek 2). Per ultimo 2008 bestond zo'n drie kwart van de beleggingen uit buitenlandse vermogenstitels.

De periode 1990 tot en met 2008 is grofweg in drie fases in te delen. In de eerste fase, die tot ongeveer 1999 duurde, nam het belang van buitenlandse aandelen en buitenlandse obligaties in de beleggingsportefeuille gestaag toe. Economische voorspoed leidde tot koersstijgingen van aandelen van met name buitenlandse ICT-bedrijven. Daardoor oefenden deze effecten een grote aantrekkingskracht uit op onder meer pensioenfondsen. Het gewicht van buitenlandse obligaties in de beleggingsportefeuille groeide, doordat pensioenfondsen anticipeerden op de komst van de EMU. Ze kochten in het bijzonder staatsobligaties uit landen waar de kapitaalmarktrente vóór de komst van de euro nog betrekkelijk hoog was, zoals Spanje en Italië. De fondsen rekenden op koerswinsten door het convergeren van de kapitaalmarktrentes in deze zuidelijke EMU-lidstaten naar lagere niveaus.

In de tweede fase (van 2000 tot en met 2005) stabiliseerde het belang van buitenlandse aandelen zich, terwijl het belang van buitenlandse obligaties verder uitgebouwd werd. Pensioenfondsen hadden behoefte aan beleggingen waarover ze betrekkelijk weinig risico

Grafiek 2 Grensoverschrijdende beleggingen van pensioenfondsen

(1990 t/m 2008; in procenten van de totale beleggingsportefeuille)



Tabel 1 Grensoverschrijdende beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen naar land

(per ultimo 2008, bedragen in miljarden euro's)

	Effecten	wv aan- delen	wv schuld- papie- ren
1 vs	152	85	68
2 Frankrijk	44	9	34
3 VK	39	23	16
4 Duitsland	28	7	21
5 Italië	25	3	23
6 Ierland	16	10	6
7 Spanje	13	3	10
8 Luxemburg	10	8	2
9 Japan	9	8	1
10 Zwitserland	6	6	0
<i>Totaal top-10</i>	<i>344</i>	<i>162</i>	<i>181</i>
<i>Overige landen</i>	<i>76</i>	<i>37</i>	<i>39</i>
Totaal buitenlandse beleggingen	419	199	220
<i>Belang Top-10 in grensoverschrijdende beleggingsportefeuille</i>	<i>81,9</i>	<i>81,5</i>	<i>82,3</i>

liepen, mede doordat aandelenkoersen van in het bijzonder ICT-bedrijven als gevolg van de dotcom-crisis flink gedaald waren.

In de derde fase (2006 tot en met 2008) nam het directe belang van buitenlandse aandelen en obligaties licht af. Andere beleggingen, zoals derivatencontracten, kregen juist een groter gewicht. Pensioenfondsen gebruikten ze steeds vaker voor het afdekken van beleggingsrisico's. De kredietcrisis, die in 2007 begon, heeft deze ontwikkelingen versterkt. Daarnaast werd, vooral uit hoofde van kostenoverwegingen, steeds meer indirect belegd via beleggingsfondsen. Per ultimo 2008 bestond bijna de helft van de aandelenportefeuille uit participatiebewijzen, terwijl dat twee jaar eerder nog ongeveer tweevijfde was. Een groot deel van deze indirecte beleggingen loopt via Nederlandse beleggingsfondsen (EUR 75 miljard), die op hun beurt grensoverschrijdend kunnen beleggen. Cijfers per ultimo 2008 over dit vermogen bij Nederlandse beleggingsfondsen

Tabel 2 Beleggingen per type pensioenfonds

(per ultimo 2008, bedragen in miljarden euro's)

	Aandelen				Schuldpapier			
	Totaal	Neder- land	Buiten- land	in %	Totaal	Neder- land	Buiten- land	in %
Bedrijfstakpensioenfondsen	190	43	148	77,6	176	15	161	91,6
Ondernemingspensioenfondsen	88	44	44	50,2	60	7	53	88,3
Beroepspensioenfondsen	8	1	7	88,4	7	1	6	92,1
Totaal	287	88	199	69,5	243	22	220	90,8

indiceren dat ruim drie kwart hiervan geïnvesteerd is in buitenlandse aandelen en obligaties.

Geografische spreiding

Pensioenfondsen hadden per ultimo 2008 hun grensoverschrijdende beleggingen gespreid over circa 120 landen. De concentratie van de beleggingen binnen een beperkt aantal landen is echter hoog, want 82% van de grensoverschrijdende activa wordt in 10 landen geïnvesteerd (zie tabel 1). Bij de start van de waarneming hiervan in 2003 was de concentratie in deze 10 landen zelfs nog iets hoger (84%). Binnen deze groep zijn de afgelopen jaren wel enkele verschuivingen opgetreden. Door de opkomst van Ierse en Luxemburgse beleggingsfondsen zijn de belangen van Nederlandse pensioenfondsen in die landen gegroeid. Verder zijn ook de beleggingen in Franse staatsobligaties uitgebreid. Veel van die obligaties hebben een betrekkelijk lange looptijd (soms zelfs 50 jaar) of zijn inflatiebestendig. Beide aspecten bevorderen de *matching* tussen de vorderingen enerzijds en de verplichtingen van pensioenfondsen anderzijds. Bij inflatiebestendige obligaties stijgt de rentevergoeding mee met de inflatie, waardoor de belegger gegarandeerd is van een reëel rendement, hetgeen aantrekkelijk is voor lange-termijn beleggers zoals pensioenfondsen.

De geografische verdeling van de aandelen- en obligatieportefeuille verschilt per type pensioenfonds. Nederland kent drie typen pensioenfondsen: bedrijfstakpensioenfondsen, ondernemingspensioenfondsen en beroepspensioenfondsen. De groep ondernemingspensioenfondsen belegt een geringer deel van hun aandelenportefeuille direct in het buitenland en meer in Nederlandse beleggingsfondsen dan de andere twee typen (zie tabel 2). Dat komt doordat deze groep betrek-

kelijk veel kleinere pensioenfondsen bevat. Voor die pensioenfondsen is het, zoals gezegd, uit hoofde van kostenoverwegingen vaak aantrekkelijk om hun pensioenvermogen op indirecte wijze te beleggen. Onder de bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen domineren grotere pensioenfondsen, waardoor deze groepen wel meer directe beleggingen in aandelen hebben. Buitenlands schuldpapier vormde ultimo 2008 bij alle drie typen pensioenfondsen circa 90% van de totale portefeuille schuldpapier. Beleggingen in schuldpapier kennen doorgaans een lagere risico-component dan aandelenbeleggingen.

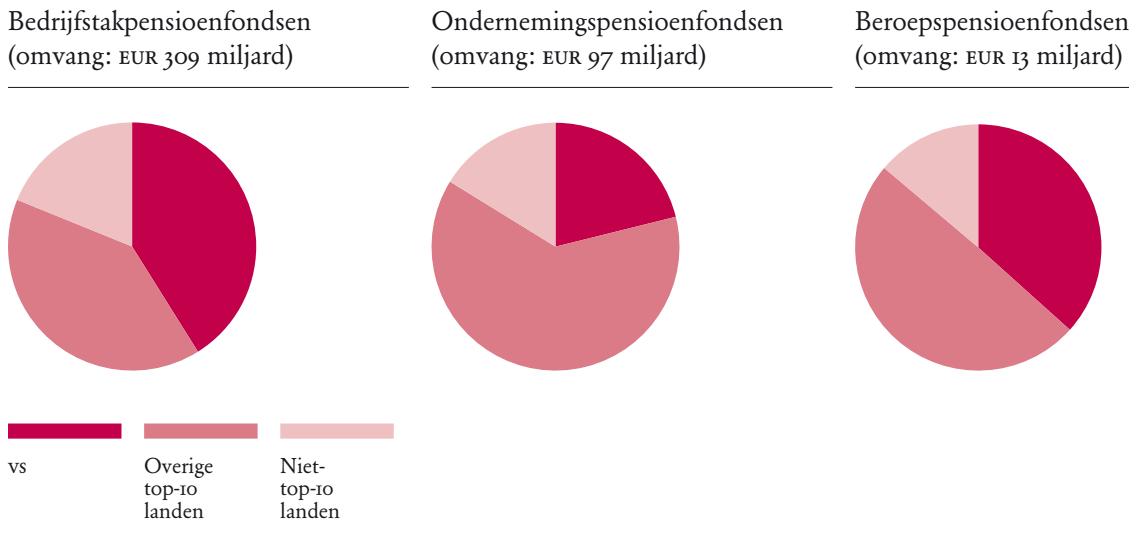
De spreiding van de grensoverschrijdende beleggingen over landen of landengroepen per type pensioenfonds toont overeenkomsten, maar ook verschillen (zie grafiek 3). Zo beleggen bedrijfstak-, ondernemings- en beroepspensioenfondsen alle drie ruim 80% van hun beleggingen in dezelfde 10 landen. Maar de spreiding van die beleggingen binnen deze 10 landen verschilt. Ondernemingspensioenfondsen beleggen een geringer deel in Amerikaanse effecten en een groter deel in EMU-landen, in het bijzonder in Ierse beleggingsfondsen. Zij beperken op deze manier het wisselkoersrisico dat ze lopen. De andere twee groepen pensioenfondsen, gedomineerd door betrekkelijk grote fondsen, hebben meer mogelijkheden om via valutaderivaten hun valutarisico af te dekken.

Uitbesteden van vermogensbeheer

Een ander aspect van de internationalisering van de pensioensector heeft betrekking op het beheer van de portefeuilles. Nederlandse pensioenfondsen zijn hun vermogensbeheer namelijk steeds meer gaan uitbesteden aan professionele vermogensbeheerders (zie gra-

Grafiek 3 Grensoverschrijdende beleggingen van pensioenfondsen

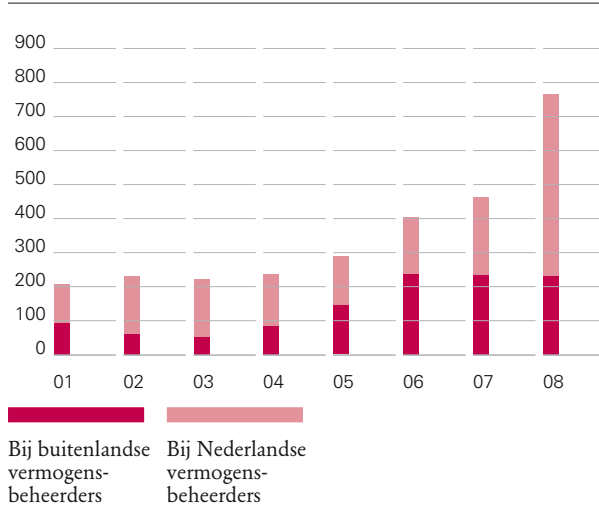
(1990 t/m 2008; in procenten van de totale beleggingsportefeuille)



fiek 4).⁴ Buitenlandse vermogensbeheerders hebben daarbij een belangrijk deel van de Nederlandse vermogensmarkt in handen en ook veel pensioenfondsen maken gebruik van hun diensten. De toegenomen schaalgrootte waarop wordt belegd, de noodzaak om beleggingsportefeuilles internationaal te spreiden en tegelijkertijd de daarbij behorende beleggingsrisico's met behulp van geavanceerde modellen te beheersen, heeft deze trend tot uitbesteding versterkt. Professionele

Grafiek 4 Externe beheer van Nederlands pensioenvermogen

(in miljarden euro, per ultimo eerste kwartaal)



Bron: DNB en Bureau Bosch

vermogensbeheerders hebben vaak specialistische kennis in huis, waardoor pensioenfondsen ook kunnen beleggen in betrekkelijk risicovolle beleggingsproducten zoals *private equity*, derivatenproducten en dergelijke.

Momenteel wordt circa 95% van het pensioenvermogen niet meer door de fondsen zelf, maar door externe vermogensbeheerders, vooral Britse en Amerikaanse, belegd. Pensioenfondsen maken afspraken met hun vermogensbeheerders over de beleggingscategorieën waarin (een deel van) het pensioenvermogen moet worden belegd. Die afspraken worden veelal vastgelegd in mandaten. De samenstelling van de beleggingen is onder meer afhankelijk van het deelnemersbestand van het pensioenfonds.

In 2008 zijn twee zeer grote Nederlandse pensioen-uitvoeringsorganisaties ontstaan. De pensioenfondsen ABP en Zorg en Welzijn hebben in dat jaar namelijk APG respectievelijk PGGM, opgericht. Een belangrijk onderdeel van deze uitvoeringsorganisaties is het vermogensbeheer. ABP en Zorg en Welzijn hebben hun pensioenvermogen grotendeels bij deze twee organisaties ondergebracht. Daardoor is het belang van internationale vermogensbeheerders in Nederland enigszins afgenomen. APG en PGGM beogen ook voor andere pensioenfondsen het vermogen te gaan beheren.

Box 1 Derivatencapitalen van pensioenfondsen

Pensioenfondsen dekken risico's op hun beleggingen vaak af met behulp van opties, rentederivaten of valutaderivaten. De netto vorderingen van pensioenfondsen uit hoofde van derivatencontracten bedroegen per ultimo 2008 zo'n EUR 31 miljard (zie tabel 3). Ongeveer drie kwart van alle derivatenvorderingen van Nederlandse pensioenfondsen stond op dat moment uit bij buitenlandse tegenpartijen, die voor een groot deel op de Londense derivatenbeurs LIFFE zijn afgesloten.

Opties zijn voor pensioenfondsen nuttige instrumenten om koersrisico's op aandelenposities af te dekken. Veelal geldt dat de waarde van gekochte opties toeneemt, als aandelenkoersen dalen. Zo'n 40% van de vorderingen stond uit bij buitenlandse tegenpartijen. Rentederivaten, zoals interest rate swaps, forward rate agreements en cross-currency interest rate swaps, worden door pensioenfondsen gebruikt om de rentemismatch tussen beleggingen enerzijds en pensioenverplichtingen anderzijds af te dekken. Een rentemismatch

treedt op als de gemiddelde looptijd van de beleggingen afwijkt van de gemiddelde looptijd van de verplichtingen. Bij pensioenfondsen geldt dat de looptijd van beleggingen vrijwel altijd korter is dan die van de verplichtingen, waardoor een dalende kapitaalmarktrente een negatief effect heeft op de financiële positie van het fonds. Met rentederivaten compenseren pensioenfondsen dit negatieve effect. Omdat de kapitaalmarktrente in 2008 is gedaald, is de netto positie op rentederivaten bij pensioenfondsen sterk gestegen. Ruim 80% van deze vorderingenpositie staat uit bij buitenlandse tegenpartijen.

Met valutaderivaten (zoals valutatermijncontracten) dekken pensioenfondsen valutarisico's af op beleggingen in landen buiten het eurogebied. Dat gebeurt sinds enkele jaren in toenemende mate. De forse vorderingenpositie in valutaderivaten per ultimo 2008 was voornamelijk het gevolg van de depreciatie van het Britse pond en de Amerikaanse dollar in de maanden november en december.

Tabel 3 Netto derivatenpositie van Nederlandse pensioenfondsen

(per ultimo 2008, in miljoenen euro)

	met Nederlandse tegenpartijen			met buitenlandse tegenpartijen		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Gekochte opties	5	38	2.831	551	633	2.112
Rentederivaten	583	-1.621	3.418	1.766	-2.332	13.873
Valutaderivaten	330	427	1.359	2.965	3.058	7.687
Totaal	919	-1.156	7.608	5.282	1.359	23.672

Internationalisering van pensioenverplichtingen?

De financiële verplichtingen van pensioenfondsen bestaan voornamelijk uit (toekomstige) uitkeringen aan gepensioneerden. In bijna alle gevallen betreft het uitkeringen aan Nederlandse ingezetenen. In tegenstelling tot Nederlandse banken, verzekeraars en beleggingsinstellingen hebben Nederlandse pensioenfondsen dus vrijwel geen verplichtingen aan het buitenland opgebouwd.

Wel zijn de afgelopen jaren twee ontwikkelingen in

gang gezet waardoor ook pensioenfondsen grensoverschrijdende verplichtingen aan zouden kunnen gaan: de implementatie van de Europese Pensioenrichtlijn in 2005 en de ontwikkeling naar een Algemene Pensioeninstelling (API).

De Europese pensioenrichtlijn vergroot voor alle pensioeninstellingen in de Europese Unie (EU) de mogelijkheden om grensoverschrijdende pensioenverplichtingen aan te gaan. De richtlijn is dan ook een eerste stap naar harmonisatie binnen de EU op het gebied van pensioenen. Vooralsnog maken Nederlandse pen-

sioenfondsen hier echter nauwelijks gebruik van, omdat in Nederland zogenoemde *defined benefit* regelingen domineren. Daarbij ligt de nominale uitkering die elke gerechtigde na pensionering ontvangt vast, terwijl de hoogte van de premiebijdrage van de deelnemers min of meer fluctueert. In de meeste andere EU-lidstaten domineren zogenoemde *defined contribution* regelingen. Bij die regelingen ligt de premiebijdrage van de individuele deelnemer vast, maar de hoogte van de uiteindelijke individuele pensioenuitkering niet. Verder geldt specifiek voor ondernemingspensioenfondsen dat zij uitsluitend pensioenregelingen mogen uitvoeren voor één onderneming. De Nederlandse ondernemingspensioenfondsen kunnen in hun huidige vorm dus per definitie geen buitenlandse verplichtingen aangaan. En bij bedrijfstakpensioenfondsen geldt de belemmering dat de bedrijven waarvoor zij pensioenregelingen uitvoeren tot dezelfde bedrijfstak moeten behoren.

Om toch mogelijk te maken dat ook Nederlandse instellingen grensoverschrijdend pensioendiensten aan kunnen bieden, wordt in Nederland momenteel gewerkt aan de oprichting van een zogenoemde Algemene Pensioeninstelling (API)⁵. Een API beoogt verschillende pensioenregelingen voor diverse bedrijven (Nederlandse en buitenlandse) gezamenlijk uit te voeren. Dat betekent dus feitelijk dat alle ingelegde premiegelden gezamenlijk belegd moeten kunnen worden, terwijl de verplichtingen gescheiden blijven naar pensioenregeling. Zodoende kan een API schaalvoordelen genereren die nu alleen voorbehouden zijn aan grote pensioenfondsen.

Sinds 2008 is het in Nederland mogelijk om een voorloper van de API op te richten: de zogenoemde premie-pensioen-instelling (PPI). Een PPI is een instelling die, net als de toekomstige API, meerdere pensioenregelingen kan aanbieden. Maar bij een PPI mogen dit uitsluitend *defined contribution* regelingen zijn. Mede daardoor hebben Nederlandse partijen van deze mogelijkheid beperkt gebruik gemaakt.

Afsluitende opmerkingen

De internationalisering van Nederlandse pensioenfondsen heeft zich in de afgelopen twintig jaar vooralsnog uitsluitend aan de beleggingenkant van hun balans voltrokken. De groei van het pensioenvermogen en de versoepeling van nationale wetgeving zorgden ervoor dat pensioenfondsen meer konden gaan beleggen in verhandelbare effecten. Inmiddels wordt zo'n drie kwart van het pensioenvermogen grensoverschrijdend in 120 landen belegd. De komst

van de EMU bevorderde grensoverschrijdende beleggingen binnen grote delen van Europa als gevolg van het wegvallen van wisselkoersrisico's. De concentratie van de grensoverschrijdende beleggingen is hoog: ruim 80% wordt belegd in slechts tien landen, met aan de top de Verenigde Staten. Britse en Amerikaanse vermogensbeheerders hebben inmiddels een stevige voet aan de grond gekregen bij het beheer van deze beleggingen. De verplichtingen van pensioenfondsen zijn nog altijd nagenoeg volledig binnenlands georiënteerd. Wel zijn in de afgelopen jaren initiatieven ontplooid om het grensoverschrijdend aanbieden van pensioendiensten mogelijk te maken.

1 Zie het artikel 'Behalen pensioenfondsen de rendementen die ze nastreven?', Statistisch Bulletin, juni 2007.

2 Zie 'Het externe vermogen van Nederland', Statistisch Bulletin, februari 2002.

3 Zie het artikel 'Het toenemende belang van actuele informatie over de financiële positie van pensioenfondsen', Statistisch Bulletin, september 2007.

4 Zie het artikel 'Pensioensector moderniseert', Statistisch Bulletin, september 2008.

5 Zie het jaarverslag 2008 van De Nederlandsche Bank.