

> Retouradres Postbus 20401 2500 EK Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer  
der Staten-Generaal  
Binnenhof 4  
2513 AA 's-GRAVENHAGE

**Directie Algemene  
Economische Politiek**

**Bezoekadres**  
Bezuidenhoutseweg 73  
2594 AC Den Haag

**Postadres**  
Postbus 20401  
2500 EK Den Haag

**Factuuradres**  
Postbus 16180  
2500 BD Den Haag

**Overheidsidentificatienr**  
00000001003214369000

T 070 379 8911 (algemeen)  
[www.rijksoverheid.nl/ez](http://www.rijksoverheid.nl/ez)

**Ons kenmerk**  
AEP / 13179593

Datum 07 november 2013  
Betreft Investeringsinstellingen door pensioenfondsen in Nederland

Geachte Voorzitter,

Tijdens de procedurevergadering van de vaste commissie voor Financiën van 3 juli jl. is gevraagd om de Tweede Kamer voorafgaand aan het AO Nederlandse investeringsinstelling informatie te verstrekken over investeringen door pensioenfondsen in Nederland. Met deze brief kom ik, mede namens de minister van Financiën, tegemoet aan dit verzoek.

De volgende punten komen hierna aan de orde:

1. Informatie over maatregelen en instrumenten voor pensioenfondsen om meer in Nederland te investeren
  - a) Wet- en regelgeving;
  - b) Securitizaties;
  - c) Indexleningen en PPS-constructies;
  - d) Garanties.
2. Internationale vergelijkingen en enkele overzichten
  - a) Internationale vergelijking van regelgeving en behaalde risico-rendementsverhouding;
  - b) Een overzicht van de huidige portefeuilles en de *exposure* op de Nederlandse (woning)markt;
  - c) Een overzicht van mogelijke barrières om in Nederland te investeren.

De vaste commissie voor Financiën heeft ook gevraagd om een kabinetsreactie op de verkenning van Van Dijkhuizen en de werkgroep Kroes. Hiervoor verwijs ik u graag naar mijn brief aan uw Kamer over de oprichting van de Nederlandse Investeringsinstelling en andere resultaten uit het overleg van het kabinet met institutionele beleggers<sup>1</sup>.

### *1. Informatie over maatregelen en instrumenten*

#### *1a. Wet- en regelgeving*

Wereldwijd zijn twee wijzen te onderscheiden waarop het beleggingsbeleid van pensioenfondsen wordt gereguleerd: kwantitatieve beleggingsrestricties en regulering op basis van het 'prudent person-beginsel'. Kwantitatieve beleggingsrestricties zijn specifieke regels die de overheid of de toezichthouder

---

<sup>1</sup> Kamerstukken II, 2013/2014, 33 746, nr. 1.

formuleert om beleggingen in bepaalde vermogenscategorieën in kwantitatief opzicht te begrenzen. Het *prudent person*-beginsel gaat uit van de premisse dat pensioenfondsen 'prudent' beleggen. Er worden daarbij normaliter geen restricties opgelegd aan bepaalde vermogenscategorieën. De *prudent person*-benadering richt zich met name op het gedrag van de betrokken rechtspersoon. In tegenstelling tot de kwantitatieve benadering is het beleggingsproces bepalend voor de vraag of er sprake is van prudentie en niet de uitkomsten van individuele beleggingskeuzes. Het gaat in de *prudent person*-benadering om het gedrag van de pensioenuitvoerder en het proces van besluitvorming. De nadruk ligt niet op de naleving van externe regels, maar op interne controlemechanismen en de governance van pensioenfondsen.

Tussen beide benaderingen bestaat in de praktijk geen strikte scheidslijn. Er is sprake van een continuüm tussen de 'zuivere' *prudent person*-benadering en de 'zuivere' kwantitatieve beleggingsrestricties. De meeste landen passen een mengvorm toe van de twee standaarden.

Het Nederlandse Financieel toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen is grotendeels gebaseerd op de Europese eisen zoals vastgelegd in de IORP-richtlijn. Zowel het FTK als de IORP-richtlijn gaan uit van het *prudent person*-beginsel, in de zin dat beleggingen in het belang van de pensioengerechtigde dienen te zijn (IORP 18.1a en Pensioenwet (PW) 135.1a). Dit principe wordt in het FTK verder uitgewerkt in de volgende eisen:

1. Beleggingen worden op marktwaarde gewaardeerd (PW 135.1c);
2. De veiligheid, kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel moeten worden gewaarborgd (IORP 18.1b en Besluit FTK 13.1);
3. Waarden worden belegd op een wijze die strookt met de aard en duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen (IORP 18.1b en Besluit FTK 13.2);
4. De waarden worden hoofdzakelijk op gereguleerde markten belegd, overige beleggingen worden tot een prudent niveau beperkt (IORP 18.1c en Besluit FTK 13.3);
5. Risico's moeten worden gespreid (IORP 18.1e en Besluit FTK 13.5).

Het FTK (en de IORP-richtlijn) stellen in principe geen kwantitatieve restricties aan het beleggingsbeleid. Om risicoconcentratie tegen te gaan wordt van pensioenfondsen wel verlangd dat zij hun beleggingen spreiden. Zij mogen niet overmatig in dezelfde beleggingscategorieën beleggen of zich (geografisch) te veel op Nederland (principe 5) concentreren. Als evident blijkt de risico-rendementsverhouding van beleggingen in het buitenland beter is dan die van beleggingen in Nederland, dienen pensioenfondsen voor het buitenland te kiezen. Dit volgt rechtstreeks uit het *prudent person*-beginsel). Verder geldt een strikter beheersingskader indien belegd wordt buiten de gereguleerde markten (principe 4). Dergelijke niet-beursgenoteerde beleggingen worden beschouwd als illiquide; het is bovendien lastig deze op marktwaarde te waarderen (principe 2). Pensioenfondsen kunnen advisering over de hieraan verbonden risico's

uitbesteden, maar de besturen blijven verantwoordelijk voor de uiteindelijke afweging of investeringen in illiquide beleggingen verantwoord zijn of niet.

De gesprekken tussen vertegenwoordigers van het kabinet en institutionele beleggers hebben geen aanleiding gegeven om bovenstaande regels te heroverwegen.

#### *1b. Securitizaties*

Bij securitisatie van bijvoorbeeld woninghypotheken en bedrijfsleningen worden leningen verkocht en overgedragen aan een aparte juridische entiteit (*Special Purpose Vehicle*, SPV) die zich financiert door obligaties uit te geven. De woninghypotheken of bedrijfsleningen vormen het onderpand bij deze obligaties, die door beleggers gekocht kunnen worden. Over het algemeen geeft een SPV bij een securitisatie verschillende typen obligaties uit met een verschillend risicoprofiel. De eerste kredietverliezen uit de leningenportefeuille komen ten laste van junior obligaties (ook wel 'first loss tranche' genoemd). Deze obligaties kennen een groter risico en kopers krijgen daarom navenant meer rendement. Daarnaast worden senior obligaties uitgegeven. Hierop kan pas wanbetaling plaatsvinden op het moment dat de junior obligaties volledig zijn afgeschreven. Dat betekent dat senior obligaties minder risico lopen (er moeten immers zeer forse verliezen worden geleden voordat deze obligatiehouders worden aangeslagen) en dus ook navenant minder rendement ontvangen.<sup>2</sup>

Securitisatie kan verschillende doelen dienen: het is een veel gebruikte manier om financiering aan te trekken, maar kan ook worden aangewend om leningen volledig te verkopen en zo de balans van de bank te verkorten (zogenaamde 'true sale securitisaties'). Bij een securitisatie die uitsluitend bedoeld is om financiering aan te trekken, koopt de bank de junior obligaties van de SPV terug en worden alleen de senior obligaties aan beleggers verkocht. Dat betekent dat de bank (de eerste) kredietverliezen op de leningenportefeuille behoudt. Daarom moet volgens internationale boekhoudregels de gehele portefeuille op de balans van de bank blijven en moet de bank voor dit risico ook kapitaal aanhouden. Er vindt daarom geen balansverkortings plaats. Door het risico op de portefeuille te behouden kan een bank haar geloofwaardigheid bij beleggers mogelijk vergroten. De bank heeft immers een prikkel om de portefeuille goed te beheren, omdat zij hier zelf risico over loopt. Financiering via securitisatie is relatief goedkoop, omdat kopers van senior obligaties relatief weinig risico's dragen. Dat is één van de redenen waarom banken securitisatie als een financieringskanaal gebruiken.

Bij transacties waarbij de gehele leningportefeuille wordt verkocht komen alle obligaties (dus junior en senior) in handen van derden en loopt de bank geen (krediet)risico meer (afgezien van reputatierisico als de securitisatie in

---

<sup>2</sup> Afhankelijk van de vormgeving van een securitisatie kunnen de senior tranches een AAA-rating krijgen, wat betekent dat het kredietrisico in ogen van *credit rating agencies* vergelijkbaar is met het kredietrisico op de Nederlandse Staat. In het geval van de NHI worden alleen AAA senior obligaties door de NHI opgekocht en blijven de junior obligaties met bijbehorende risico's bij de bank.

moeilijkheden komt). In dat geval hoeft de bank geen kapitaal meer aan te houden en wordt de balans van de bank wel verkort. Kopers van de junior obligaties zullen echter een goed rendement eisen voor de risico's die zij lopen, wat de transactie duurder kan maken vanuit het oogpunt van de bank.

Securitisaties werden tot aan de crisis voor beide doeleinden gebruikt, maar sinds de crisis voornamelijk om financiering aan te trekken. Overigens is de securitisatiemarkt tijdens de jaren 2008 en 2009 sterk opgedroogd, maar is de markt sinds 2010 weer aan het herstellen. Recent heeft ING weer een transactie gedaan waarbij ook het kredietrisico is overgedragen aan beleggers, waardoor de hypotheek ook daadwerkelijk van de balans gaan ('true-sale transactie').<sup>3</sup>

Securitisatie is een geschikt instrument om de bankbalans te financieren of te verkleinen, mits de risico's voldoende transparant zijn. De crisis heeft aangetoond dat dit bij securitisaties van Amerikaanse woninghypotheken vaak niet het geval was. Dit heeft tot aanzienlijke verliezen bij beleggers geleid en inmiddels ook tot verschillende schikkingen tussen beleggers en uitgevende banken. In reactie op de crisis zijn (Europese) voorstellen voor wetgeving met betrekking tot verzekeraars (Solvency II) en banken (Basel III/CRD IV) gedaan waarin securitisaties veel strenger worden behandeld dan andere financieringsinstrumenten, bijvoorbeeld 'covered bonds'. Zoals bekend, zet Nederland zich in voor een behandeling van securitisaties die de onderliggende risico's adequaat weerspiegelt en die niet onevenredig zwaarder is dan de behandeling van bijvoorbeeld 'covered bonds'. Dit is van belang om te waarborgen dat bijvoorbeeld verzekeraars, net als andere (institutionele) beleggers, op verantwoorde wijze kunnen blijven beleggen in securitisaties.

Leningen die zich met name lenen voor securitisatie zijn leningen met een relatief laag risicoprofiel. Dit relatief lage risicoprofiel betekent dat de *cashflow* uit onderliggende leningen stabiel is, zodat ze gemakkelijk kunnen worden gesecuritiseerd in verhandelbare effecten. Mkb-leningen kennen juist een relatief hoog risicoprofiel en zijn daarmee in beginsel minder geschikt voor securitisatie.

#### *1c. Indexleningen en PPS-constructies*

Zoals bekend is de pilot met de N33 inmiddels afgerond en geëvalueerd. Op 7 juni jl. heeft de minister van Financiën hierover een brief aan uw Kamer verzonden.<sup>4</sup> In aanvulling hierop heeft de minister van Financiën tijdens het Algemeen Overleg van 27 juni jl. aan uw Kamer toegezegd om in het overleg met institutionele beleggers op 2 juli jl. hun houding ten aanzien van inflatievergoeding bij infrastructuur nogmaals te peilen. Over de uitkomsten hiervan heeft de minister van Financiën de Tweede Kamer op 12 juli geïnformeerd.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Zie onder andere de berichtgeving hierover in het Financieel Dagblad van 11 juli jl.

<sup>4</sup> Kamerstukken II, 2012/2013, 28 753, nr. 29.

<sup>5</sup> Kamerstukken II, 2012/2013, 28 753, nr. 31.

### *1d. Garanties*

Door de toegenomen risico's voor de overheidsfinanciën wordt er onder andere vanuit de Tweede Kamer, DNB, CPB, de Algemene Rekenkamer en verschillende *rating agencies* aandacht gevraagd voor de risico's voortkomend uit garanties en andere risicoregelingen.

Het kabinet hanteert een 'nee-tenzij'-beleid ten aanzien van nieuwe garanties en andere risicoregelingen. Alleen indien het Rijk eraan hecht risico's te dragen die niet in de markt kunnen worden gedragen, of indien het Rijk doelmatigheidsvoordelen bewerkstelligt, kunnen garanties worden toegestaan. Voor nieuwe garantieregelingen, dan wel aanpassingen in bestaande regelingen, geldt een toetsingskader. Het betreffende vakdepartement dient voor risicoregelingen een kostendekkende premie te vragen, die een reële weergave vormt van het risico. Het garantiebeleid is vastgelegd in de begrotingsregels van dit kabinet (i.c. begrotingsregel 25) en in de kabinetsreactie op het rapport van de Commissie Risicoregelingen. De Commissie Risicoregelingen, die alle bestaande risicoregelingen heeft getoetst, heeft aanbevelingen gedaan om het risicobeleid van het Rijk aan te scherpen. Het kabinet is voornemens om de aanbevelingen van de CRR toe te passen op zowel nieuwe als bestaande risicoregelingen.<sup>6</sup>

### *2. Vergelijkingen en overzichten*

#### *2a. Een internationale vergelijking van regelgeving en behaalde risico-rendementsverhouding*

Duitsland, Denemarken en Zweden kennen een vereiste dat pensioenfondsen wisselkoersrisico's beperken. Pensioenfondsen zijn daarmee tot een bepaalde hoogte verplicht om de munteenheid van hun activa te laten corresponderen met die van hun verplichtingen. In Nederland zijn fondsen ook verplicht in hun beleggingsbeleid rekening te houden met het wisselkoersrisico. Een eenvoudig manier om dit af te dekken is te investeren in (bedrijven uit) landen met dezelfde munteenheid. De praktijk laat zien dat veel fondsen voor een belangrijk deel beleggen in de Eurozone en het valutarisico op hun overige beleggingen grotendeels afdekken middels derivaten. In het Verenigd Koninkrijk geldt vergelijkbare regelgeving.<sup>7</sup>

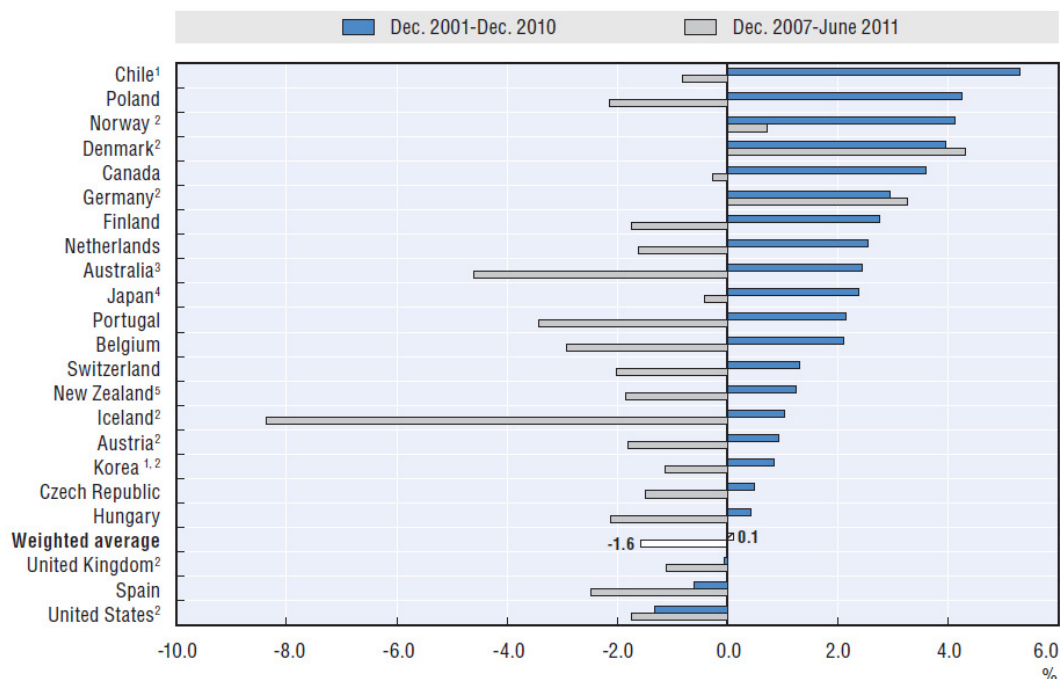
Onderstaande figuur toont het gemiddeld jaarlijks reëel netto beleggingsrendement van pensioenfondsen in OESO-landen. Te zien is dat Nederland de afgelopen twaalf jaar boven het gewogen gemiddelde heeft gepresteerd. Het Nederlandse gemiddelde rendement wordt sterk beïnvloed door het zeer negatieve resultaat uit 2008. In 2010, 2011 en 2012 behaalden de Nederlandse pensioenfondsen een relatief hoog rendement.

---

<sup>6</sup> Kamerstukken II, 2013/2014, 33 750, nr. 13.

<sup>7</sup> OECD, Survey of Investment Regulation of Pension Funds, april 2013

Figuur: Gemiddeld jaarlijks reële netto beleggingsrendement van pensioenfondsen in OESO-landen, dec. 2001 tot dec. 2010 en dec. 2007 tot juni 2011



1. The average annual return for the long period is calculated over the period December 2002-December 2010.
2. The average annual return for the short period is calculated over the period December 2007-December 2010.
3. The average annual returns are calculated over the periods June 2002-June 2010 and June 2007-June 2011.
4. Source: Bank of Japan.
5. The average annual returns are calculated over the periods June 2001-June 2010 and June 2007-June 2010.

Bron: OECD Global Pension Outlook 2012

Een correcte vergelijking van historische prestaties tussen verschillende pensioensystemen op basis van de behaalde risico-rendementverhouding valt niet te maken. De hoogte van behaalde rendementen zijn rechtstreeks gekoppeld aan de risico's die op de pensioenportefeuilles zijn gelopen. De risico's die pensioenfondsen daadwerkelijk gelopen hebben om het behaalde rendement te realiseren zijn onbekend. Immers, een succesvol afgeronde belegging na afloop van de investeringstermijn heeft ex post een risico van 0% gekend. Alleen de risico-inschatting ex ante is van belang en dat is private informatie van de belegger.

Een vergelijking van rendementen geeft dus slechts een gedeeltelijke indicatie van de prestaties. De risico's die pensioenfondsen verkiezen te nemen zijn afhankelijk van de opbouw en waarde van hun portefeuille en de toekomstige verplichtingen, en kunnen dus zeer uiteenlopen. Theoretisch kan gesteld worden dat hogere

rendementen wijzen op hogere gelopen risico's. In het algemeen kan verondersteld worden dat een systeem met kwantitatieve restricties de optimale beleggingsstrategie beklemt en daarmee naar verwachting leidt tot lagere rendementen dan een systeem zonder beleggingsrestricties.

*2b. Een overzicht van de huidige portefeuilles en de exposure op de Nederlandse (woning)markt*

Op dit moment investeren Nederlandse pensioenfondsen 134,9 miljard euro in Nederland, wat ongeveer gelijk is 14% van de totale beleggingsportefeuille.<sup>8</sup> Onderstaande tabel beschrijft in welke beleggingscategorieën dit bedrag wordt belegd.

*Tabel: Uitsplitsing belegd vermogen Nederlandse pensioenfondsen*

<i>Bedragen in mrd EUR, per ultimo maart 2013</i>	Door Nederlandse pensioenfondsen in Nederland	Door Nederlandse pensioenfondsen
Staatsobligaties	43,5	248,9
Credits	14,0	122,3
Aandelen	10,3	381,1
Vastgoed	21,7	91,3
Hypotheke	12,7	30,6
Cash en kortlopende vorderingen	16,9	28,8
Herverzekerde technische voorzieningen	15,8	16,1
<b>Subtotaal<sup>9</sup></b>	<b>134,9</b>	<b>919,1</b>
Overig		40,5
<b>Totaal</b>		<b>959,6</b>

*Bron: DNB*

<sup>8</sup> Ter vergelijking: de omvang van de Nederlandse economie is iets meer dan 1% van de wereldeconomie.

<sup>9</sup> M.b.t. de definitie 'investeren in Nederland' kunnen verschillende keuzes worden gemaakt in welke categorieën beleggingen hierin worden meegenomen.

Gekozen is om de volgende 'overige categorieën' niet in deze definitie mee te nemen:

(1) *Derivaten*. Veel derivaten zijn afgesloten met een Nederlandse tegenpartij. De keuze voor een Nederlandse tegenpartij is bij het afsluiten van een derivaat niet de primaire overweging: de belangrijkste risico-aspecten van derivaten zijn immers de onderliggende waarde waarop de derivaten zijn afgesloten en het onderpand dat wordt gebruikt. Vanuit risico perspectief is het daarom niet voor de hand liggend om derivaten te scharen onder 'investeren in Nederland';

(2) *Participaties en deelnemingen*. Deze vallen in de categorie 'overig' omdat een doorkijk op de geografische spreiding van deze beleggingen niet mogelijk is;

(3) *Treasury centers*. Sommige pensioenuitvoerders/vermogensbeheerders maken gebruik van eigen treasury centers. Zodoende hebben aangesloten fondsen kortlopende vorderingen op én verplichtingen aan deze treasury centers die in Nederland gevestigd zijn. Het is niet mogelijk vast te stellen waar deze treasury centers de beschikbare middelen van de fondsen aanhouden en in welke landen de tegenpartijen van de derivaatcontracten gevestigd zijn;

(4) *Overig*. Tot slot bevat de categorie 'overig' bezittingen en verplichtingen die niet nader te duiden zijn.

*2c. Een overzicht van mogelijke barrières om in Nederland te investeren*

In principe staat het Nederlandse pensioenfondsen vrij om te investeren waar en waarin ze willen. Er zijn zoals eerder gemeld geen wettelijke barrières voor pensioenfondsen om in Nederland te investeren. Er zijn vanuit de pensioenfondsen wel redenen denkbaar waarom ze ook in andere landen beleggen en niet enkel in Nederland.

De belangrijkste reden waarom pensioenfondsen ervoor kiezen om een aanzienlijk deel van hun beleggingen buiten Nederland te investeren is het belang van risicospreiding. Een spreiding van bijvoorbeeld aandelen over zowel verschillende landen als continenten mitigeert de risico's voor specifieke nationale en regionale ontwikkelingen. Pensioenfondsen hebben een indexatie-ambitie, waarbij het behalen van rendement belangrijk is. Een hoger risicoprofiel van de beleggingsportefeuille verhoogt de noodzaak tot risicospreiding.

Daarnaast zijn pensioenfondsen passieve beleggers die, vanuit het oogpunt van kostenbeheersing en het voorkomen van reputatieschade, vooral in fondsen en indexen beleggen. Voor dit soort beleggingen is een grote omvang noodzakelijk die in Nederland niet altijd beschikbaar is. Ook kan er sprake zijn van een mismatch tussen vraag en aanbod: de geboden rendementen en onderliggende risico's van Nederlandse investeringen zijn voor de beleggers onvoldoende inzichtelijk of worden door de beleggers als onvoldoende aantrekkelijk beschouwd. Het gebrek aan inzichtelijkheid kan het gevolg zijn van onvoldoende standaardisatie van investeringsproposities of onvoldoende specifieke kennis bij institutionele beleggers.

Mede in het licht van deze knelpunten zijn de deelnemers aan het kabinetsoverleg met institutionele beleggers tot de conclusie gekomen dat er behoefte is aan een Nederlandse Investeringsinstelling die projecten opschaalt, standaardiseert en bundelt tot goed te beoordelen investeringsproposities en zo de beleggingsmogelijkheden van institutionele beleggers sterker verbindt met de financieringsbehoefte van Nederland. Tevens is op initiatief van verzekeraars besloten om een mkb-financieringsfonds op te richten om het financieringsvermogen van de Nederlandse economie te versterken.

(w.g.) H.G.J. Kamp  
Minister van Economische Zaken