



Beleggingen van institutionele beleggers

DRS. R. KONING*

Inleiding

De laatste tijd is van enkele kanten kritisch de aandacht gevestigd op het beleggingsgedrag van de institutionele beleggers. Er is door de critici gepleit voor de invoering van een of andere vorm van beleggingsdwang. Dit ter sturing van de beleggingen van de institutionele beleggers in een bepaalde gewenste richting. Bij dit laatste valt zowel te denken aan concrete doelstellingen, zoals beleggen in de sociale woningbouw en stadsherstel, als aan vagere criteria, zoals „de simultane verwezenlijking van macro- en micro-economische doelstellingen” 1).

Bij de behandeling van het wetsontwerp ter wijziging van de Pensioen- en spaarfondsenwet is in de Tweede Kamer bovenstaande problematiek ook uitgebreid aan de orde gekomen. Dit heeft geleid tot een motie waarin de regering wordt gevraagd „een onderzoek in te stellen naar de mogelijkheden van beleggingsvoorschriften ter bevordering van investeringen in projecten van grote maatschappelijke waarde”. Een amendement op genoemd wetsontwerp, bedoeld om direct een systeem van beleggingsvoorschriften in te voeren, werd overigens verworpen.

Tegen de achtergrond van deze discussie lijkt het zinvol het feitelijke beleggingsgedrag van de institutionele beleggers eens nader te bestuderen. Hiertoe wordt in het onderstaande binnen de beperkingen die het beschikbare statistische materiaal ons stelt, een aanzet gegeven. Aan de hand daarvan wordt een poging gedaan genoemde kritiek te evalueren.

Institutionele beleggers

Het CBS definieert institutionele beleggers als „die financiële instellingen, welke met een zekere regelmaat gelden op lange termijn te beleggen hebben als noodzakelijk uitvloeisel van hun hoofdfunctie”. De belangrijkste financiële groepen die hieraan voldoen zijn de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Uit hoofde van de toepassing van het kapitaaldeckingsstelsel

hebben deze instellingen regelmatig grote bedragen aan premies voor belegging beschikbaar. Beide groepen, met uitzondering van het Algemeen Burgelijk Pensioenfonds, vallen onder het toezicht van de Verzekeringkamer. Onder dit toezicht vallen eveneens de schadeverzekeringsmaatschappijen, welke echter, evenals de algemene banken, niet aan de CBS-definitie voldoen. Waar in het navolgende over institutionele beleggers wordt gesproken, worden dus bedoeld de (binnenlandse) levensverzekeringsmaatschappijen, de bedrijfspensioenfondsen (werkend in een of meer bedrijfstakken, b.v. Sociaal Fonds Bouwnijverheid), de ondernemingspensioenfondsen (aan een onderneming gebonden, b.v. Philips-pensioenfondsen) en het Algemeen Burgelijk Pensioenfonds.

Per ultimo 1979 beheerde deze groep een totaal aan beleggingen ter waarde van ruim f. 186 mrd. (1978: f. 165 mrd.). Ter vergelijking: op dezelfde peildatum bedroeg het balanstotaal van de algemene banken f. 237,8 mrd. (f. 203 mrd.) en dat van Shell, Philips en Unilever te zamen ruim f. 170 mrd. (1978: ruim f. 135 mrd.). De beleggingen van de institutionele beleggers waren als volgt verdeeld (zie tabel 1).

De grootste debiteur van de institutionele beleggers is de overheid; 50 à 60% van de overheidsschuld is in handen van de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. Het grootste deel hiervan komt voor rekening van het Algemeen Burgelijk Pensioenfonds. Nog geen 5% van de beleggingen is in het buitenland geïnvesteerd. Overigens dient

Tabel 1. Beleggingen van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen, ultimo 1979 (in mrd. gld.)

Totaal beleggingen	186,3
waarvan:	
Hypotheke	18,0
Onderhandse leningen	125,2
Effecten	15,5
Vaste eigendommen	17,0
Overig (o.a. kortlopende beleggingen) ..	10,6

Bron: CBS, Maandstatistiek financieelwezen.

benadrukt te worden dat de levensverzekeringsmaatschappijen alleen met hun binnenlandse bedrijf zijn opgenomen. De buitenlandse dochters met hun beleggingen zijn dus niet in de statistieken opgenomen.

Ontwikkelingen in de beleggingen

De beleggingen in overheidsschuld zijn, voor zover het onderhandse leningen betreft, gemeten naar hun aandeel in de totale beleggingen gestegen met 2,2 procentpunt (zie tabel 2). Met betrekking tot het aandeel van de beleggingen in overheidssobligaties ontbreekt recent cijfermateriaal. De toename van het kapitaalmarktberoep van de overheid heeft de afgelopen jaren echter niet alleen onderhands plaatsgevonden maar is ook tot uitdrukking gekomen in een toegenomen beroep op de openbare markt. Hoewel een niet onbelangrijk deel van de middelen op de openbare markt de laatste jaren uit het buitenland (o.a. OPEC) afkomstig is, zal toch een groot deel van de overheidssobligaties in de beleggingsportefeuilles van de institutionele beleggers terecht zijn gekomen. Per saldo zal het totale aandeel van de overheid (in de vorm van obligaties en onderhandse leningen) in de beleggingen van de institutionele beleggers dus naar alle waarschijnlijkheid tussen 1970 en 1979 wat zijn toegenomen.

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) Zie J. C. Siebrand en N. van der Windt, Pensioenen in macro-economisch perspectief, *ESB*, 8 oktober 1980.

Tabel 2. Ontwikkelingen in de beleggingsportefeuille van de institutionele beleggers, 1979-1979 (in procenten)

	1970	1979	Mutatie
Hypotheke	12,6	9,6	- 3,0
Onderhandse leningen	59,5	67,2	+ 7,7
waarvan:			
Rijk	18,8	21,4	+ 2,6
Lagere overheid	13,2	12,8	- 0,4
Woningbouwverenigingen	4,0	6,5	+ 2,5
Hypotheekbanken	0,8	3,2	+ 2,4
Overig	22,7	23,3	+ 0,6
Effecten	14,4	8,3	- 6,1
Vaste eigendommen	9,8	9,1	- 0,7
Overig	3,6	5,7	+ 2,1

Bron: CBS, Maandstatistiek financieelwezen.

Opvallend is de daling van het aandeel van de hypotheeken 2), in een tijdspanne waarin de hypotheekverstrekking een hausse doormaakte. Naast een ongewild verlies van marktaandeel van de levensverzekeringsmaatschappijen (de pensioenfondsen verstrekken slechts weinig hypotheeken) aan snel opkomende marktpartijen als de algemene banken, de Rabobank en de spaarbanken (incl. RPS) kan hierbij ook het beleggingsbeleid van de institutionele beleggers (bijvoorbeeld een mogelijke grotere preferentie voor onderhandse leningen) een rol hebben gespeeld. De hypotheekexpansie van de jaren zeventig valt wel terug te vinden in het aandeel van de beleggingen der institutionele beleggers in hypotheekbanken. Recente cijfers m.b.t. de beleggingen in andere financiële instellingen, met name de geldscheppende instellingen (algemene banken, Rabobank, PCGD) zijn nog niet beschikbaar. Onder invloed van de sinds 1977 operationele kredietrestrictie is echter het beroep van de geldscheppende instellingen op lange middelen, welke buiten de restrictie om voor kredietverlening kunnen worden aangewend, spectaculair toegenomen. Een groot deel van dit beroep heeft plaatsgevonden in de vorm van (door institutionele beleggers verstrekte) onderhandse leningen. Binnen de post overige onderhandse leningen, welke relatief slechts matig is gestegen, is daarom het aandeel van de financiële sector waarschijnlijk sterk toegenomen ten koste van de nutsbedrijven, gezondheidszorg en andere niet-financiële ondernemingen.

Een derde debiteurengroep van de institutionele beleggers welke de aandacht trekt, vormt de woningbouw. Het eigen bezit aan vaste eigendommen (voor een groot deel woon- en/of winkelpanden) is relatief iets teruggelopen binnen het totaal van de beleggingen. De financiering van woningbouwverenigingen is echter sterk gestegen. Deze ontwikkeling heeft vooral in de eerste helft van de jaren zeventig plaatsgevonden. De financiering van de woningbouw door institutionele beleggers (ofwel via woningbouwverenigingen, ofwel t.b.v. exploitatie in eigen beheer) heeft met name betrekking op premiehuurwoningen. Hiervoor is sinds 1975 het z.g. dynamische-kostprijshuursysteem van toepassing. Over de voor- en nadelen van dit systeem is in *ESB* reeds het nodige geschreven 3). Hoe men hier ook over moge denken, vast staat dat het nieuwe systeem voor de institutionele belegger minder aantrekkelijk is dan de traditionele-kostprijshuur, waarbij het aanvangsrendement hoger en de kans op exploitatiewinst groter was. Ongetwijfeld zal dit aspect dan ook een rol hebben gespeeld bij de teruggang van het aandeel van de premiehuurwoningen in het totaal aantal gereedgekomen woningen. Bedroeg dit aandeel in het begin van de jaren zeventig nog ca. 25%, in 1979 was

het gedaald tot minder dan 10%. Om hierin enigszins verandering te brengen heeft staatssecretaris Brox begin 1980 een tweetal maatregelen genomen; enerzijds werd het rendement op beleggingen in premiehuurwoningen verhoogd en anderzijds werd, ter vergroting van de verhuurbaarheid, het niveau van de vraaghuur verlaagd. Hoewel hiermee misschien gedeeltelijk wordt tegemoet gekomen aan een aantal bezwaren van het dynamische-kostprijsstelsel is het nog lang niet duidelijk of hiermee ook de belangstelling van institutionele beleggers voor belegging in premiehuurwoningen is vergroot. Ook andere problemen spelen hierbij een rol, zoals de belemmerende rol van de gemeenten via verhuur- en verkoopregulerende bepalingen en het gronduitgiftebeleid en de op grond van de huurwetgeving verminderde rechten van de verhuurder.

Het aandeel van het niet-financiële bedrijfsleven in de beleggingen van de institutionele beleggers is voor recente jaren niet te traceren. Gezien het afnemend aandeel van de effectenportefeuille en het toenemend aandeel van overheid, financiële sector en woningbouwverenigingen, kan naar alle redelijkheid slechts een daling van het aandeel van het niet-financiële bedrijfsleven hebben plaatsgevonden. Hiertegenover staat dat het grotere aandeel van de financiële sector uiteindelijk weer voor een deel (waar het niet-woninghypotheeken of consumptief krediet betreft) naar het niet-financiële bedrijfsleven wordt doorgesluisd. Er vindt hierdoor als het ware een verschuiving plaats van de rechtstreekse financiering van het bedrijfsleven door de institutionele beleggers naar financiering met de bankier als intermediair. Een belangrijke oorzaak voor deze ontwikkeling is gelegen in de verslechterde vermogensverhoudingen en de toegenomen bedrijfsrisico's. Banken, die vanuit hun kredietverleningsfunctie een andere optiek hebben dan de institutionele belegger, zullen onder dergelijke meer risikante omstandigheden soms nog wel bereid zijn kredieten te verlenen. Een tweede oorzaak voor de verschuiving van de financieringsstroom is terug te voeren op de reeds gememoreerde kredietrestrictie. De hieruit voortvloeiende behoefte aan onderhandse leningen bij het bankwezen heeft voor de institutionele beleggers een nieuwe markt geopend waarin bij redelijke rendementen de risico's over het algemeen wat lager liggen dan in andere financieringsrichtingen.

Beleggingsdwang

De verschuivingen in de beleggingsportefeuille die in het voorgaande zijn beschreven, geven vooral met betrekking tot twee groepen debiteuren een relatieve teruggang aan, te weten de hypotheek-

gevers en de niet-financiële bedrijven. In beide gevallen hebben echter andere instellingen de opvallende plaatsen opgevuld. Bij de hypotheeken is een groot aantal andere marktpartijen sterk opgekomen en bij het niet-financiële bedrijfsleven is de geldstroom veeleer omgeboven via het bankwezen. Desondanks is de behoefte aan vreemd zowel als eigen vermogen bij het bedrijfsleven groot. De „bottle-neck” is hierbij echter de verslechterde vermogensverhouding en het toegenomen bedrijfsrisico. Dit probleem lost men niet op door institutionele beleggers riskante beleggingen te laten verrichten. Veeleer is hier plaats voor een beleid ter verbetering van de rendementspositie en het economisch klimaat m.b.t. het bedrijfsleven. In dit kader zijn de recente bescheiden initiatieven van de regering ter vergroting van de beschikbaarheid van risicodragend kapitaal slechts een kleine stap in de goede richting.

Een andere sector waarbij de beschikbaarheid van institutionele beleggingsmiddelen afneemt, is de woningbouw. Hier zou een vorm van beleggingsdwang schijnbaar een oplossing kunnen bieden. De vraag is echter aan welke sector de hiervoor benodigde middelen onttrokken moeten worden. Door het opleggen van beleggingsdwang wordt het bedrag dat voor belegging beschikbaar is niet groter. Gedwongen extra beleggingen in de woningbouw moeten dus ten koste gaan van de middelen die voor andere debiteuren beschikbaar komen. Hiervan zal de overheid als grootste debiteur van de institutionele beleggers dan ook zeker de gevolgen ondervinden. Of, zoals dr. J. Zijlstra het onlangs stelde 4): „wat de staat door dwang verkrijgt (t.b.v. de woningbouw, RK) zal hij als korting ervaren op hetgeen hij overigens nog uit de kapitaalmarkt vangt”. Dit zou ook een mogelijk bezwaar kunnen zijn tegen het plan van wethouder Schaefer om de toename van de reserves van het ABP voor belegging in de Amsterdamse woningbouw aan te wenden. Deze reserves zijn overigens al voor een groot deel in overheidsleningen belegd. Aangezien de overheid via een gecompliceerd netwerk van object-, subject- en exploitatiesubsidies en vooral ook de woningwetleningen (uitstaand bedrag ca. f. 5 mrd.) zelf als financier bij de volkshuisvesting is betrokken, slaat een dergelijke beperking van het aanbod van kapitaalmarkt-middelen indirect weer in negatieve zin terug op de woningbouw.

2) Het in hypotheeken belegde bedrag groeide in de periode 1970-1979 gemiddeld met 10% per jaar; de groeivoet van de totale beleggingen in die periode was ca. 13%.

3) Zie b.v. J. B. S. Conijn, Budgettaire consequenties van het dynamische-huur- en -subsidiebeleid voor woningwetwoningen. *ESB*, 27 augustus 1980.

4) Rede voor het Algemeen Verbond Bouwbedrijf, 21 oktober 1980.

Aan dit dilemma kan slechts worden ontkomen door middel van een vorm van beleggingsdwang die zowel de woningbouw als de overheid begunstigt. Dit zal dan ten koste moeten gaan van de beleggingen in het bedrijfsleven en het buitenland. De beleggingen in het buitenland maken nog geen 5% 5) uit van de totale beleggingen van de institutionele beleggers. Hierin ligt dan ook slechts een beperkte extra financieringsbron voor de woningbouw en de overheid besloten. Een regeling, waarbij de beleggingen in woningbouw en overheid worden geprivilegieerd, zal ten koste gaan van het middelenaanbod voor het bedrijfsleven. Hiervan zal, zeker wanneer bij de gedwongen beleggingen met een relatief laag rendement genoeg moet worden genomen, een renteopdrivend effect uitgaan voor de niet beschermde sector i.c. het bedrijfsleven. Gezien de toch al benarde financieringspositie van het bedrijfsleven lijkt een dergelijke ontwikkeling ongewenst.

Naast de hiervoor genoemde bezwaren tegen beleggingsdwang kan echter niet voorbij worden gegaan aan het fundamentele probleem dat ligt opgesloten in het feitelijke functioneren van met name de pensioenfondsen, namelijk het doel van een zo goed en risicoloos mogelijk rendement te behalen om zodoende de pensioenen van de deelnemers zoveel mogelijk veilig te stellen. Het onvoldoende solide of tegen een te laag rendement beleggen valt duidelijk buiten deze doelstellingen. In die zin heeft minister Van der Stee zich ook uitgelaten bij de beantwoording van Kamervragen naar aanleiding van de plannen van het pensioenfonds PGGM (en de kritiek van de Verzekeringkamer op deze plannen) om onder de marktrente gelden in de Amsterdamse woningbouw te beleggen.

Conclusie

In het voorgaande is een globale beschrijving gegeven van (de ontwikkeling in) het karakter van de beleggingen van levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Aan de hand van enige daarbij te signaleren ontwikkelingen is een oordeel gevormd over een mogelijk in te voeren systeem van beleggingsvoorschriften. Hieruit kan de conclusie getrokken worden dat, met erkenning van de problemen die aan de financiering van bepaalde maatschappelijk wenselijke projecten (b.v. sociale woningbouw) verbonden zijn, beleggingsdwang niet de juiste methode lijkt te zijn om aan deze problemen het hoofd te bieden.

R. Koning

5) Excl. buitenlandse dochters. Deze dochters vallen niet onder het toezicht van de Verzekeringkamer. Hiervoor valt een beleggingsdwang, mede ook gezien mogelijke internationale repercussies, moeilijk te realiseren.