

Reactie op: Geavanceerdheid pensioenfondsen en hun beleggingsbeleid

Bikker en De Dreu (2009) analyseren in een helder en goed onderbouwd artikel verschillen in beleggingsbeleid tussen pensioenfondsen. Via verschillende indicatoren wordt een onderscheid gemaakt tussen geavanceerde en minder geavanceerde pensioenfondsen. Bij laatstgenoemde gaat het met name om kleinere pensioenfondsen, uit hun uitvoerige analyses blijkt dat kleine fondsen de beleggingsmix vaker afronden op veelvoud van vijf procent. Tevens blijkt dat deze minder in het buitenland en in complexe producten beleggen. Voorts wordt geconcludeerd dat er dus voor kleinere fondsen verbeteringen in het beleggingsbeleid mogelijk zijn. In het onderstaande volgt met name bij deze laatste conclusie een aantal kanttekeningen, vervolgens komen belemmeringen om schaalvoordelen te realiseren aan de orde.

In de eerste plaats gebruiken ze een steekproef van 1999 tot en met 2006. De jaren 2007 en 2008 zijn niet meegenomen, waardoor de financiële turbulentie in deze jaren er niet in zit. Interessant is te bezien of actualisatie consequenties heeft voor de onderzoeksresultaten. Enerzijds omdat juist in zo'n periode de feitelijke beleggingsmix verandert en anderzijds omdat bepaalde beleggingen zich qua rendement juist wel of niet goed staande houden (DNB, 2008).

In de tweede plaats maken ze een selectie in de kenmerken aan de hand waarvan geavanceerdheid wordt bepaald. Naast de gekozen aspecten kan evenwel bijvoorbeeld worden gekeken naar het gebruik van producten gericht op het afdekken van renterisico's, waarvoor meer kleinere fondsen lijken te kiezen dan grotere fondsen (IPE, 2009). De gevoeligheid voor rentefluctuaties is voor kleinere pensioenfondsen beperkter dan voor grotere. Bij grote rentefluctuaties, zoals in 2007 en 2008, leidt dit voor kleinere fondsen tot minder volatiliteit in de dekkingsgraad (Tweede Kamer, 2008–2009). Het al dan niet afdekken van deze risico's is dus een factor van betekenis die in een vervolg moet worden meegenomen.

In de derde plaats besteden pensioenfondsen vermogensbeheer in grote mate uit, met name kleinere pensioenfondsen (DNB, 2009). Door inhuur van externe vermogensbeheerders worden kennis en beleggingsproducten van deze grote partijen ingekocht. De verschillende mate van uitbesteding tussen grote en kleine pensioenfondsen kan dus ook een variabele zijn voor de verklaring van verschillen in het beleggingsbeleid omdat toegang wordt verkregen tot meer geavanceerde beleggingsproducten.

In de vierde plaats is een geavanceerd beleggingsbeleid niet onvoorwaardelijk voordelig. Een grote schaal en de mogelijkheid om vanuit de optiek van

risicobeheer en kennis te beleggen in risicovollere producten, is alleen een voordeel als de risico's gecompenseerd worden door hogere rendementen of een betere risicodiversificatie.

In de vijfde plaats is beleggingsbeleid niet de enige factor bij het realiseren van schaalvoordelen. Bikker en De Dreu hebben eerder aandacht besteed aan verschillen in uitvoeringskosten, met als conclusie dat deze bij kleinere fondsen hoger zijn dan bij grote fondsen (Bikker en De Dreu, 2006). Uit aanvullend onderzoek is vervolgens gebleken dat deze kosten een van de vele aspecten is op basis waarvan een pensioenfonds beoordeelt of het via alternatieve uitvoeringsvormen schaalvoordelen wil realiseren (Van der Graaff en Koeleman, 2008). Er wordt dus naar veel aspecten gekeken en niet alleen naar beleggingsbeleid.

Voor bevordering van efficiency en effectiviteit van het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is realisatie van schaalvoordelen van belang. De mogelijkheden daartoe zijn thans evenwel beperkt. Er is een wetsvoorstel betreffende het multi-ondernemingenpensioenfonds, wat het mogelijk gaat maken pensioenregelingen van meerdere ondernemingen gezamenlijk uit te voeren met afgescheiden vermogens per regeling. De verwachting is dat met name kleinere fondsen hiervan gebruik zullen maken. Conclusie is dat de geconstateerde verschillen in het beleggingsbeleid tussen kleinere en grotere pensioenfondsen minder eenduidig wijzen in de richting van schaalvergroting dan ze op basis van de nu geanalyseerde informatie lijken te doen. Dit vanwege het ontbreken van de recente turbulentie in de steekproef alsmede het niet meenemen van differentiatie in risicoafdekking, de mate van uitbesteding van vermogensbeheer en de hogere risico's die samenhangen met geavanceerde beleggingsproducten. Daarnaast is beleggingsbeleid slechts een van de aspecten die bij schaalvergroting een rol speelt. Via het multi-ondernemingenpensioenfonds kunnen schaalvoordelen daadwerkelijk worden gerealiseerd.

LITERATUUR

Bikker, J. en J. de Dreu (2006) Efficiency van pensioenfondsen. *ESB*, 91(4494), 459–461.

Bikker, J. en J. de Dreu (2009) Geavanceerdheid pensioenfondsen en hun beleggingsbeleid. *ESB*, 94(4564), 422–425.

DNB (2008) Herschikking beleggingsmix pensioenfondsen in reactie op koersverliezen. *Statistisch Bulletin*, maart 2008, Amsterdam: DNB.

DNB (2009) *Het Nederlandse financiële stelsel*. Amsterdam: DNB.

Graaff, P. van der en W. Koeleman (2008) Schaalgrootte big issue voor pensioenfondsen. *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*. 2008(2), 38–42.

IPE (2009) *Study: big not always beautiful for pensions*. www.ipe.com.

Tweede Kamer (2008-2009) *Brede aanpak pensioenvraagstukken*. Kamerstukken II, 30413, nr 127.

PIET VAN DER GRAAFF

Secretaris Toezicht en Financiële Markten bij de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen