

# Publiek-private samenwerking: pensioenfondsbeleggingen in infrastructuur

Overheden over de gehele wereld zien een mogelijke rol voor pensioenfondsen bij het financieren van publieke doelen met een macro- of sociaal-economisch karakter. Ook voor de Nederlandse overheid zou een dergelijke rol voor pensioenfondsen welkom zijn. Zo kunnen pensioenfondsen een rol spelen als financier van infrastructuurprojecten. Een passende risicobeheersingsomgeving is daarbij noodzakelijk.

## Auteurs

Joanne Kellermann<sup>1</sup> en  
Anne Kock-de Kreuk<sup>2</sup>

In dit artikel gaan we in op de voor- en nadelen van publiek-private samenwerking, maar ook op de vereiste risicobeheersingsomgeving hierbij. Hierbij nemen we investeringen in Nederlandse infrastructuurprojecten als voorbeeld. We kijken achtereenvolgens vanuit het perspectief van de toezichthouder, vanuit de investeerders en vanuit een macro- en sociaal-economisch perspectief.

We laten zien dat de regelgeving dit type beleggingen voor pensioenfondsen geenszins in de weg staat. Bij deze beleggingen blijft altijd gelden dat een passende risicobeheersingsomgeving noodzakelijk is. Ook laten we zien dat niet alleen voor de pensioenfondsen – de investeerders – publiek-private samenwerking een interessante optie is, maar ook vanuit macro- en sociaal-economisch perspectief. Een goede opzet van infrastructuurprojecten kan de verhouding tussen risico en rendement aantrekkelijker maken voor pensioenfondsen.

## Perspectief van de toezichthouder

In Nederland hebben pensioenfondsen grote vrijheid in het bepalen van hun beleggingsbeleid. Hiermee behouden pensioenfondsen de mogelijkheid om, in plaats van een nominaal pensioen te bieden, additionele rendementen te genereren om inflatie-compensatie na te streven. Zo wordt meer koopkrachtbescherming verkregen dan wanneer de fondsen enkel een nominale toezegging geven en ook volgens dat principe hun beleggingsportefeuille in zouden richten. Pensioenfondsen zijn dus vrij om verschillende beleggingscategorieën te selecteren, mits deze passen bij de combinatie van hun nominale verplichtingen en indexatie-ambitie.

Pensioenfondsen beleggen volgens de *prudent person*-regel die voortkomt uit de Europese regelgeving.<sup>3</sup> Deze regel houdt onder meer in dat

pensioenfondsen moeten beleggen in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden en dat de beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaarde. De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) houdt toezicht op de *prudent person*-regel aan de hand van een *principles based* benadering. Beleggingen in infrastructuurprojecten worden door DNB als ‘alternatieve beleggingen’ gezien. Als hulpmiddel bij de beoordeling van het risicobeheer van alternatieve beleggingen heeft DNB in 2007 de Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen vastgesteld.<sup>4</sup> In deze beleidsregel is aangegeven hoe DNB haar toezichtstaak op het gebied van onder andere beleggingen in infrastructuur invult.

Infrastructuurbeleggingen zijn niet in alle gevallen passend in het kader van de *prudent person*-regel. De

## In Nederland hebben pensioenfondsen grote vrijheid in het bepalen van hun beleggingsbeleid

beleggingen zijn illiquide, mede doordat lang niet in alle gevallen de mogelijkheid bestaat om deze op een secundaire markt te verhandelen. Ook geldt in veel gevallen dat de waardering intransparant is en dat geen sprake kan zijn van marktwaardering. Daar komt bij dat er potentieel hoge correlatie bestaat tussen de financiële positie van de deelnemers van het fonds en de infrastructuurprojecten. Net als bij andere typen beleggingen, moet het voor pensioenfondsen duidelijk zijn welke risico’s op de balans worden genomen bij het aangaan van deze beleggingen (bijvoorbeeld of er sprake is van *leverage* en of er *embedded* derivaten in de constructie zitten). Er dient grondig onderzocht te worden of het fonds deze risico’s kan dragen en dus over kan nemen van de aanbiedende partij, zoals de overheid, en voor welke risico’s dit niet mogelijk is. Als leidraad hiervoor kan de Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen dienen.



Anne Kock-de Kreuk (l) en  
Joanne Kellermann (r)

Het is zeker mogelijk dat infrastructuurbeleggingen passen binnen de geldende regels. Deze beleggingen kunnen dan een goede aanvulling op de traditionele beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen zijn. De volgende paragraaf gaat daarom in op infrastructuurbeleggingen vanuit het perspectief van de investeerder.

### Perspectief van de investeerder

Uit infrastructuurprojecten volgen veelal stabiele en voorspelbare kasstromen. In beginsel kunnen infrastructuurbeleggingen een gedeeltelijke inflatieafdekking geven.<sup>5</sup> Bovendien kan er een lage correlatie met andere beleggingscategorieën zijn, afhankelijk van hoe de infrastructuurbeleggingen geconstrueerd zijn.<sup>6</sup> Een ander voordeel van infrastructuurbeleggingen is dat het lange-termijnkarakter van deze beleggingen overeenkomt met de pensioenverplichtingen, die immers veelal ook ver in de toekomst liggen. Pensioenfondsen zoeken de laatste jaren bovendien steeds meer naar beleggingen die maatschappelijk verantwoord zijn. Infrastructuurbeleggingen hebben deze connotatie en kunnen daardoor extra aantrekkelijk voor de fondsen zijn.

Nederlandse pensioenfondsen beleggen nu nog nauwelijks in Nederlandse publiek-private samenwerkingsprojecten. Waar in dergelijke projecten is geïnvesteerd, betreft het hoofdzakelijk Angelsaksische infrastructuurprojecten. Hier kan verandering in komen als de voorwaarden die de Nederlandse overheid aan dit type projecten stelt aantrekkelijker worden voor beleggers. Zo kan gezorgd worden voor een betere verhouding tussen risico en rendement, dient een gelijk speelveld (een *'level playing field'*) gecreëerd te worden en kan standaardisatie helpen.

Pensioenfondsen zullen bij elk type belegging zoeken naar een goede verhouding tussen risico en rendement in relatie tot de verplichtingen. Tot op heden lijkt het erop dat deze verhouding voor de Nederlandse infrastructuurbeleggingen nog niet interessant genoeg was voor pensioenfondsen, in vergelijking met de beleggingen in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk en Australië. Infrastructuurbeleggingen hebben een relatief laag marktrisico, maar daarentegen een hoog idiosyncratisch risico. Dat wil zeggen dat de risico's die met de projecten zelf te maken hebben hoog zijn, onder andere door de lange doorlooptijd van de projecten. De overheid kan hierin een rol spelen door de infrastructuurbeleggingen zodanig te construeren dat de overheid bepaalde risico's behoudt, zoals bijvoorbeeld het constructierisico. Dit kan een aantrekkelijker verhouding tussen risico en rendement voor pensioenfondsen betekenen.

Verder zoeken alle beleggers naar een *level playing field*. Het zal lastig zijn om bij een publiek-private samenwerking de informatie-asymmetrie weg te nemen tussen de overheid enerzijds en de pensioenfondsen of andere investeerders anderzijds. Het is de vraag of pensioenfondsbestuurders voldoende kennis en ervaring hebben op het gebied van infrastructuurprojecten en dus of er voldoende *countervailing power* binnen het bestuur kan bestaan ten aanzien van de aanbiedende partijen. Deze kennis en ervaring moet dan op een andere wijze ingeregeld worden, bijvoorbeeld door het inhuren van expertise op dit gebied.

Eén van de redenen dat Angelsaksische infrastructuurprojecten tot op heden voor beleggers interessanter lijken te zijn, kan zijn dat bijvoorbeeld de Britse en Australische overheid hebben

getracht meer standaardisatie aan te brengen in de beleggingsproducten. Hierdoor is het voor beleggers transparanter welke risico's zij wel lopen en welke niet. Ook hoeft men niet steeds opnieuw de structuur van de projecten te (laten) onderzoeken, maar kan het model gekopieerd worden. Hier kan de Nederlandse overheid bij de opzet van projecten rekening mee houden.

### **Macro- en sociaal-economisch perspectief**

Zoals hierboven aangegeven kan de overheid een rol spelen bij het aantrekkelijker maken van de beleggingen in infrastructuurprojecten voor pen-

## *Een voordeel van de publiek-private samenwerking is echter dat pensioenfondsen risico's tegen een vergoeding kunnen overnemen van de overheid*

sioenfondsen. Omdat vanuit macro-economisch en sociaal-economisch perspectief deze publiek-private samenwerking aantrekkelijk is, zou de overheid kunnen overwegen dit type beleggingen aantrekkelijker te maken voor pensioenfondsen.

Als gevolg van de huidige economische crisis heeft de overheid moeten bezuinigen. Verbeteringen in de bestaande infrastructuur of nieuwe infrastructuur blijven echter nodig. Het is dus te verwachten dat ook in de nabije toekomst de overheid private beleggers zal zoeken voor publieke doelen, zoals

infrastructuur. De verbetering van infrastructuur, al dan niet gefinancierd door private beleggers, heeft twee voordelen. Allereerst krijgt de overheid een hoger 'sociaal rendement' omdat de gebruikers van de infrastructuur gemak ondervinden van deze verbeteringen. Bovendien vergroot een betere infrastructuur de internationale concurrentiepositie van Nederland.

Een te grote invloed van de private sector op publieke projecten, zoals infrastructuur, kan onwenselijk zijn vanuit politiek oogpunt. Tegenstrijdige belangen kunnen optreden tussen de overheid en investeerders. Een voordeel van de publiek-private samenwerking is echter dat pensioenfondsen risico's tegen een vergoeding kunnen overnemen van de overheid. Zeker in deze economisch onzekere tijden is dit vanuit het perspectief van de overheid en dus de belastingbetaler wenselijk.

### **Conclusie**

We hebben laten zien dat de regelgeving pensioenfondsen de vrijheid geeft om te beleggen in infrastructuurprojecten, mits sprake is van een passende risicobeheersingsomgeving en voldoende deskundigheid. Ook hebben we laten zien dat infrastructuurbeleggingen zowel voor de investeerders als vanuit macro- en sociaal-economisch perspectief, interessant kunnen zijn. Een goede structurering van infrastructuurprojecten kan ervoor zorgen dat meer pensioenfondsen in Nederlandse infrastructuurprojecten investeren. ■

### **Noten**

- 1 Mr. A.J. Kellermann is Directeur van De Nederlandsche Bank.
- 2 Ir. A.C.C. Kock-de Kreuk is Toezichthouder Specialist bij het expertisecentrum Risk & Asset Liability Management van De Nederlandsche Bank.
- 3 In Nederland is dit begrip wettelijk verankerd in Artikel 135 van de Pensioenwet en Artikel 130 van de Wet verplichte beroepspensioenregeling en nader uitgewerkt in Artikel 13 van het Besluit Financieel Toetsingskader Pensioenfondsen.
- 4 Zie: [http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/dnb\\_tcm50-211807.pdf](http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/dnb_tcm50-211807.pdf)
- 5 Zie: Inderst, G. (2010), Infrastructure as an Asset Class, *EIB Papers*, 15, 70-105.
- 6 Zie: RREEF (2007), Performance Characteristics of Infrastructure Investments, RREEF Research.

# Leden voor leden

Voor een beleggingsprofessional is een goed netwerk belangrijk. De VBA weet dat als geen ander en wil graag – samen met haar leden – dat netwerk actief vergroten. Als lid ben jij de ideale ambassadeur om een kandidaat voor het lidmaatschap te interesseren. Als blijk van onze waardering, bieden we een attentie aan in de vorm van een nuttig en boeiend boek.

*Je kunt kiezen uit de volgende boeken:*

Debt: The first 5000 years of history – *David Graeber*

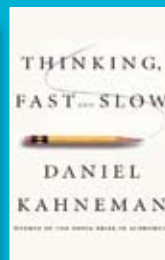
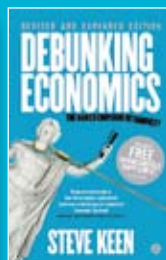
Expected returns – *Antti Ilmanen*

Debunking economics – *Steve Keen*

Thinking, fast and slow – *Daniel Kahneman*

Ons feilbare denken – *Daniel Kahneman*

This time is different – *Reinhart & Rogoff*



Aanmelden van nieuwe leden is mogelijk via de website:

[www.nvba.nl/aanmeldformulier](http://www.nvba.nl/aanmeldformulier)

*De standaard in kwaliteit en integriteit.*

vba  
belegging  
professionals