

# De beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen

De samenstelling van de beleggingsportefeuilles van de Nederlandse pensioenfondsen is aan verandering onderhevig. De laatste paar jaar was sprake van een toename van het percentage aandelen ten koste van het percentage vastrentende waarden. In dit artikel wordt deze verschuiving geanalyseerd. Bovendien wordt de samenstelling van de portefeuilles getoetst aan de moderne beleggingsleer. De auteur komt tot de conclusie dat de pensioenfondsen nog steeds niet efficiënt beleggen: bij het risico dat ze lopen is het mogelijk een hoger rendement te behalen.

**P.C. VAN AALST\***

## Inleiding

De Nederlandse pensioenfondsen, die met f. 260 mrd. belegd vermogen (per ultimo september 1985) een zeer belangrijke groep aanbieders van kapitaal zijn, streven de laatste jaren naar een evenwichtigere verdeling van beleggingscategorieën binnen hun portefeuilles. Bij een enquête die Bank Mees & Hope in 1983 door het NIPO onder institutionele beleggers heeft laten uitvoeren, bleek dat men het percentage vastrentende waarden wilde terugdringen ten gunste van de zakelijke waarden (aandelen en onroerend goed) (zie tabel 1).

In dit artikel wordt nagegaan in hoeverre de gewenste portefeuillesamenstelling inmiddels is gerealiseerd en welke redenen aangevoerd kunnen worden voor het (nog) niet realiseren van die ideale portefeuille. Daarnaast wordt met behulp van de moderne portefeuilletheorie onderzocht in welke mate de gewenste veranderingen de risicorendementverhouding beïnvloeden en in welke richting verbeteringen kunnen worden gezocht.

## De Nederlandse pensioenfondsen

In dit artikel worden analoog aan de Mees & Hope-enquête de Nederlandse pensioenfondsen onderverdeeld in twee groepen, te weten:

- ondernemingspensioenfondsen;
- overige pensioenfondsen, bestaande uit de bedrijfspensioenfondsen, het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP), de beroepspensioenfondsen en enkele kleinere pensioenfondsen, zoals het Spoorwegpensioenfonds en de SAIP.

Het beleggingsbeleid van het ABP is, op grond van de Beleggingswet, gebonden aan een aantal beperkingen:

- het ABP mag, afgezien van leningen aan overzeese gebiedsdelen en supranationale instellingen, niet in het buitenland beleggen 1);
- het ABP moet de premiebetalingen van rijksambtenaren (ongeveer 50% van alle premiebetalingen) storten op de voorinschrijfrekening van het Ministerie van Financiën 2). Geregeld worden ter consolidatie van deze rekening bedragen omgezet in onderhandse leningen

Tabel 1. Portefeuillesamenstelling 1982 en gewenste samenstelling, in procenten

	Ondernemingspensioenfondsen		Overige pensioenfondsen	
	1982	gewenst	1982	gewenst
Vastrentende waarden	70	66	89	73
Aandelen	8	16	1	11
- Nederland	3	5	1	6
- overig West-Europa	1	2	0	1
- VS en Canada	3	6	0	3
- overige landen	1	3	0	1
Onroerend goed	21	18	7	13
- Nederland	15	12	7	10
- overige landen	6	6	0	3
Overige beleggingen	1	0	3	2
Liquide middelen	1	0	0	1

Bron: Bank Mees & Hope NV, *Beleggingsbeleid Institutionele Beleggers in jongste verleden en naaste toekomst*, Enquête 1983.

en, in mindere mate, obligaties ten laste van de overheid;

- ten slotte mag het ABP maximaal 15% van het vermogen beleggen in zakelijke waarden 3) en maximaal 10% in korte uitzettingen (korter dan 6 maanden) 4).

Het beleggingsbeleid van de andere (particuliere) pensioenfondsen is niet aan zulke strikte regels gebonden. Artikel 14 van de Pensioen- en Spaarfondsenwet schrijft alleen voor dat de beleggingen „op solide wijze moeten geschieden”. De Verzekeringkamer, die achteraf controle uitvoert, geeft geen informatie over de richtlijnen die hierbij worden gehanteerd.

\* De auteur is student algemene economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij dankt drs. J. van der Meulen voor diens opbouwende commentaar bij eerdere versies van dit artikel.

1) Beleggingswet, artikel 5.

2) Idem, artikel 6.

3) Idem, beschikking 13-3-1984, artikel 1.

4) Idem, artikel 5.

Tabel 2. Overzicht van de ontwikkeling van beleggingsportefeuilles, in procenten a)

	Ondernemingspensioenfondsen							Overige pensioenfondsen						
	1982		1983		1984		1985	1982		1983		1984		1985 b)
	CBS	5 grootste	CBS	5 grootste	CBS	5 grootste	CBS	CBS	5 grootste	CBS	5 grootste	CBS	5 grootste	CBS
Vastrentende waarden	71,6	61,7	71,1	60,1	72,4	62,3	72,5	87,5	88,3	86,3	86,9	86,1	86,5	85,5
- hypotheek	4,5	5,6	3,8	4,7	3,3	4,4	3,0	2,4	2,2	2,7	2,6	2,6	2,6	2,8
- onderhandse leningen	52,1	42,1	48,4	36,5	45,4	33,2	43,7	79,4	81,8	76,5	78,8	74,0	76,1	72,0
- obligaties	15,0	14,0	18,8	18,8	23,8	24,6	25,8	5,7	4,3	7,1	5,5	9,6	7,9	10,7
Aandelen	8,1	10,3	10,3	13,9	10,8	14,4	10,9	1,3	0,8	2,2	1,3	2,9	1,8	3,0
- Nederland	3,7	3,8	4,7	5,1	5,3	5,6	5,3	1,1	0,7	1,8	1,1	2,5	1,6	2,5
- overig West-Europa		1,4		1,8		1,9			0,0		0,1		0,1	
- VS en Canada	4,4	4,0	5,6	5,1	5,5	5,2	5,6	0,2	0,1	0,4	0,1	0,4	0,1	0,5
- overige landen		1,2		2,0		1,7			0,0		0,0		0,0	
Onroerend goed	18,1	25,8	16,5	23,0	15,2	21,1	15,2	8,3	8,2	8,6	9,2	8,8	9,4	8,6
- Nederland		17,5		15,1		13,4			7,1		7,6		7,6	
- overige landen		8,4		7,8		7,7			1,1		1,6		1,8	
Overige beleggingen	0,1	0,5	0,1	0,9	-	0,9	-	1,9	2,2	2,0	2,0	1,4	1,7	1,4
Liquide middelen	2,0	1,6	1,9	2,1	1,6	1,4	1,4	1,0	0,4	0,8	0,7	0,7	0,6	1,5

a) Door afrondingsverschillen is het mogelijk dat de som van de sub-categorieën afwijkt van de categorie als geheel en dat het geheel niet optelt tot 100,0%.

b) De cijfers van 1985 hebben betrekking op de eerste negen maanden.

Bron: CBS, *Maandstatistiek Financieringen*, diverse uitgaven; jaarverslagen en aanvullende inlichtingen van pensioenfondsen.

## Het onderzoek

In eerste instantie worden de cijfers van Mees & Hope vergeleken met de *Maandstatistiek Financieringen* van het CBS, waarvan inmiddels de cijfers tot en met het derde kwartaal van 1985 bekend zijn. Aangezien de enquête van Mees & Hope een nauwkeurigere onderverdeling geeft met betrekking tot de categorieën aandelen en onroerend goed dan het CBS, zijn daarnaast de jaarverslagen van de vijf grootste ondernemingspensioenfondsen 5) en de vijf grootste overige pensioenfondsen 6) over de jaren 1982, 1983 en 1984 geanalyseerd. De resultaten van beide onderzoeken zijn weergegeven in tabel 2.

Onder de categorie overige beleggingen in deze tabel vallen deelnemingen en kredietverleningen aan dochterondernemingen en fractiedepots; deelnemingen in onroerend-goedmaatschappijen worden zo mogelijk ondergebracht bij de categorie onroerend goed. Liquide middelen omvatten chartaal en giraal geld en korte uitzettingen. Omdat in bijna alle gevallen de geografische opsplitting van de categorie aandelen alleen mogelijk bleek op basis van de beurswaarde van de aandelen, zijn enkele balansen, die aandelen normaliter tegen aankooprijks waarden, dienovereenkomstig aangepast.

De groep ondernemingspensioenfondsen bestaat uit ruim 1000 voornamelijk kleine pensioenfondsen die, op grond van praktische overwegingen, voor een groot deel in vastrentende waarden beleggen. De grotere pensioenfondsen in deze groep beleggen daarentegen van oudsher meer dan gemiddeld in zakelijke waarden. Dit verklaart het aanmerkelijke verschil tussen de CBS-cijfers en de cijfers van de vijf grootste pensioenfondsen.

Bij de CBS-cijfers over de eerste 9 maanden van 1985 zijn de categorieën aandelen en obligaties gevormd uit de eindstand van 1984 plus of min het saldo van aankopen tot en met september 1985. Dit saldo is gebaseerd op de koers die bij de diverse transacties is gebruikt. Latere koersontwikkelingen zijn hierin dus niet opgenomen. Bij pensioenfondsen die aandelen en obligaties tegen beurskoers waarden, zullen eerdergenoemde categorieën te laag zijn opgenomen, gezien de koersstijgingen van beide categorieën in de eerste 9 maanden van 1985.

Ten slotte nog een enkel woord over de timing van het onderzoek. Slecht 5 van de 49 pensioenfondsen, die gereageerd hebben op de Mees & Hope-enquête, gaven aan

uiterlijk in 1984 hun gewenste portefeuillesamenstelling te realiseren. Maar voor 1985 en 1986 is dit aantal 18 respectievelijk 33. Een tendens in de 'goede' richting moet dus zeker al waarneembaar zijn.

## Veranderingen in de beleggingsportefeuilles

### Vastrentende waarden

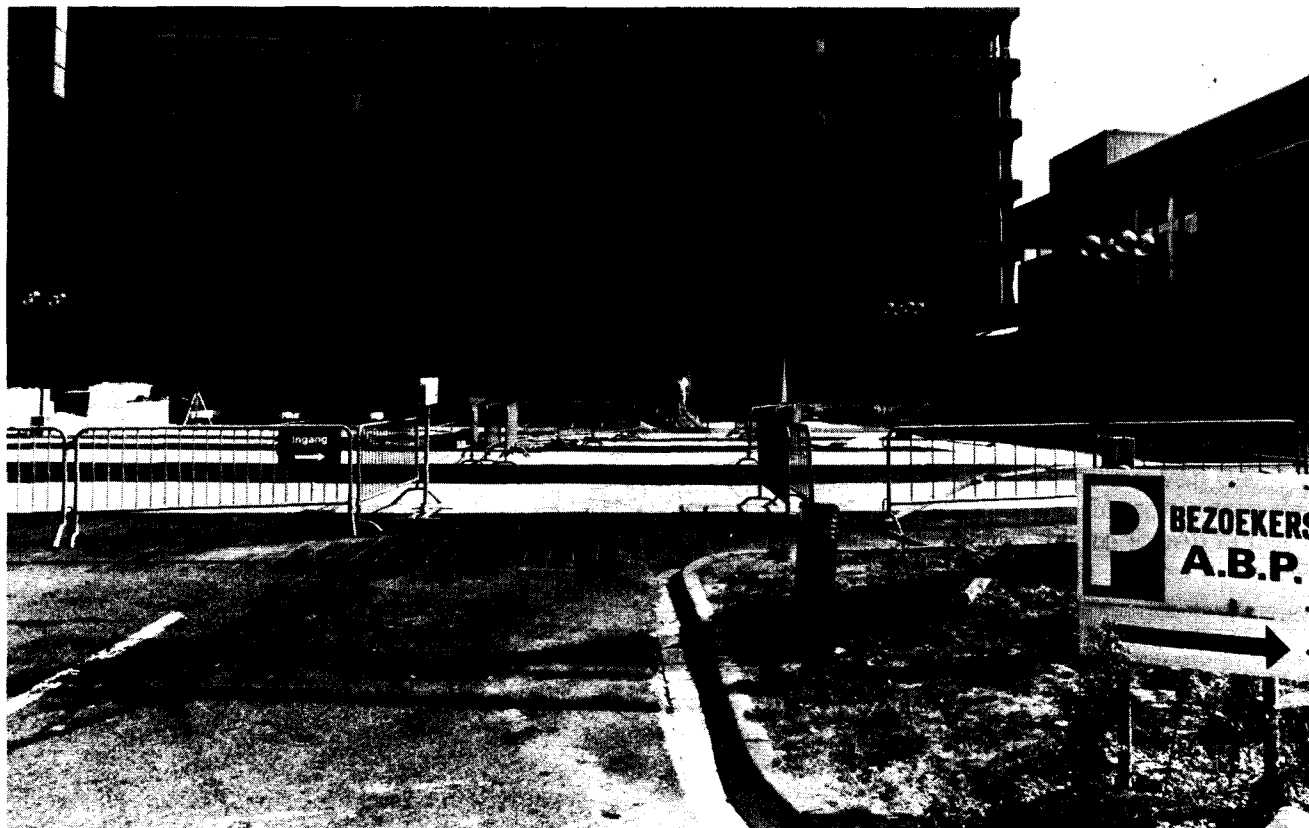
Bij de ondernemingspensioenfondsen is, na een lichte daling in 1983, het percentage vastrentende waarden sinds 1984 weer aan het stijgen. Men beweegt zich dus van het gewenste percentage af. Bij de overige pensioenfondsen daalt het percentage vastrentende waarden wel, maar slechts zeer langzaam. Unaniem wordt als reden de hoge reële rente opgegeven, terwijl de KLM-pensioenfondsen aanvullen dat men op lange termijn een rentedaling verwacht, zodat vastrentende waarden net nu zeer interessant zijn.

De categorie hypotheek daalt bij de ondernemingspensioenfondsen en stijgt nog wel bij de overige pensioenfondsen, maar lang niet meer zo sterk als enige jaren geleden. Ook hier worden door vrijwel alle pensioenfondsen dezelfde argumenten aangevoerd: een door de economische teruggang afnemende vraag naar hypotheek en toenemende concurrentie onder de aanbieders van hypotheek.

De meest opmerkelijke ontwikkeling binnen de categorie vastrentende waarden is de tendens van onderhandse leningen naar obligaties. De beide KLM-pensioenfondsen hebben deze verschuiving het meest radicaal doorgevoerd: zij belegden in 1982 nog 55,9% in onderhandse leningen en 19,2% in obligaties; in 1984 bedroegen deze percentages respectievelijk 18,8% en 57,2%. De verhouding is meer dan omgedraaid!

5) Philips A + B, Shell, KLM vliegend personeel + algemeen, Hoogovens en Akzo. Het Hoogovens-pensioenfonds streeft overigens, geheel tegen de algemene tendens in, naar een uitbreiding van het percentage vastrentende waarden ten koste van het percentage zakelijke waarden.

6) ABP, PGGM en de bedrijfspensioenfondsen voor de bouwrijverheid, de metaalindustrie en de metaalnijverheid.



Institutionele beleggers zouden meer moeten beleggen in onroerend goed.

(foto ANP)

De volgende redenen worden voor deze verschuiving genoemd:

- het nagenoeg verdwijnen van het renteverskil tussen de openbare en de onderhandse markt voor leningen;
- de voorkeur voor niet al te lange looptijden;
- er wordt tegenwoordig een groter belang gehecht aan de betere verhandelbaarheid van obligaties;
- de verbeterde verhandelbaarheid van obligaties als gevolg van het gestegen omzetvolume 7);
- de optie tot looptijdverlenging van sommige obligatieleningen;
- het nadeel van veel onderhandse leningen dat ze vroeger afgelost worden (men kan nu tegen een lager rentepercentage een nieuwe lening afsluiten), hetgeen bij de meeste obligaties niet mogelijk is.

#### Aandelen

De aandelen vormen de relatief sterkst stijgende categorie. Hierbij dient echter wel te worden opgemerkt dat de meeste pensioenfondsen hun aandelen tegen beurskoers waarden en gezien de koersstijgingen op de aandelenmarkten sinds 1982 is het maar de vraag of van een actief uitbreidingsbeleid kan worden gesproken.

De ondernemingspensioenfondsen hebben hun doelstellingen met betrekking tot Nederlandse aandelen ongeveer gerealiseerd; bij de overige pensioenfondsen lijkt, na een vrij sterke stijging tot 1984, in 1985 de groei wat te zijn afgenomen. Opmerkelijk is de stagnatie in het percentage buitenlandse aandelen bij beide groepen pensioenfondsen sinds 1983. Aangezien nauwelijks gesteld kan worden dat buitenlandse aandelen sinds dat jaar minder interessant zijn geworden, ligt de oorzaak van deze stagnatie waarschijnlijk bij het optreden van problemen bij het opbouwen van een goede, buitenlandse portefeuille.

Het ABP is er bij de opstelling van de gewenste aandelenportefeuille kennelijk van uitgegaan dat men ook in het buitenland zou kunnen gaan beleggen. De hiervoor benodigde verandering van de Beleggingswet is inmiddels door het kabinet goedgekeurd en zal naar alle waarschijnlijkheid nog dit jaar van kracht worden. Gezien het feit dat het ABP geen ervaring heeft met buitenlandse beleggingen en gezien het feit dat goede, buitenlandse beleggingsmoge-

lijkheden uiteraard niet voor het oprapen liggen, zal het nog wel enige tijd duren voordat het ABP in staat zal zijn de nieuwe mogelijkheden ten volle te benutten. Indien voor het eerste probleem externe adviseurs worden aangetrokken, zal ook dan de nodige zorgvuldigheid moeten worden betracht.

#### Onroerend goed

De ondernemingspensioenfondsen hebben, gegeven de afwijkende beginpercentages, hun doelstelling, het onroerend-goed-aandeel in de portefeuille met 3 procentpunten te verminderen, bereikt. De stabilisatie in de eerste 9 maanden van 1985 onderschrijft deze stelling.

De overige pensioenfondsen vergroten hun percentage onroerend goed langzaam, terwijl in 1985 zelfs sprake is van een afname. Ook bij deze categorie moet men rekening houden met het feit dat het ABP nog niet in het buitenland mag beleggen. Daarnaast heeft het ABP als gevolg van de 'ABP-affaire' de uitbreidingen in de onroerend-goedsector tijdelijk enigszins vermindert.

Het vinden van goede nieuwe projecten levert, vooral in Nederland, de laatste jaren steeds meer problemen op. Daarnaast treedt enige leegstand op, met name bij bedrijfsobjecten. Ten slotte klagen de meeste pensioenfondsen over lage rendementen als gevolg van het systeem van de dynamische kostprijsuur.

#### Overige beleggingen

De categorie overige beleggingen is te klein en te verscheiden van aard om over de ontwikkeling ervan een verantwoorde uitspraak te doen.

Het CBS vraagt deze categorie zelf niet meer apart aan de ondernemings-, bedrijfs- en beroepspensioenfondsen: de bedragen worden ondergebracht bij de overige categorieën. Bij de cijfers met betrekking tot de grootste pensioenfondsen vallen beleggingen met een participatiekarakter (particuliere participatie maatschappijen en de MIP)

7) Dit is natuurlijk gedeeltelijk door de pensioenfondsen zelf veroorzaakt, maar daarnaast speelt ook de toegenomen belangstelling van het buitenland een rol.

en bij het ABP leningen aan deelnemingen onder overige beleggingen.

### Liquide middelen

De sluitpost van het geheel aan beleggingen, liquide middelen, kan als gevolg van toevallige gebeurtenissen relatief sterk wisselen, maar het aandeel in de totale portefeuille blijft altijd klein. Opmerkelijk is dat de pensioenfondsen weinig gebruik maken van geldmarktinstrumenten 8), die ook onder deze categorie vallen. Gezien de tweede en vierde kolom van tabel 1 is men kennelijk niet van plan hieraan in de toekomst veel te veranderen.

### Eliminatie van prijsontwikkelingen

Eerder is al gezegd dat bepaalde prijsontwikkelingen, met name de koersstijgingen op de diverse aandelenmarkten, een grote invloed hebben gehad op de portefeuille-ontwikkeling. Hieronder is een poging gedaan deze prijsinvloeden te elimineren. Hierbij is gekozen voor de volgende methode.

Er wordt uitgegaan van de kapitaalwinsten per kwartaal, zoals berekend door 't Hart en Van Laer 9). Deze kwartaalcijfers zijn omgezet in indices, waarbij ultimo 1982 op 100 is gesteld. De categorie vastrentende waarden wordt gecorrigeerd met één factor, dit in navolging van 't Hart en Van Laer 10), die hebben aangetoond dat de prijsontwikkeling van obligaties, onderhandse leningen en hypotheaire leningen vrijwel parallel loopt en bepaald wordt op de obligatiemarkt. Verder worden alleen de categorieën aandelen en onroerend goed aangepast. De categorie overige beleggingen is te verscheiden van aard om te kunnen indexeren en liquide middelen kunnen uiteraard niet worden gecorrigeerd voor prijsontwikkelingen 11). Er wordt verondersteld dat aangekochte en verkochte activa een zelfde prijsontwikkeling achter de rug hebben en dat de gemiddelde prijsontwikkeling in het buitenland gelijk is aan die in Nederland, zodat de Nederlandse index kan worden gebruikt. Ten slotte wordt verondersteld dat aan- en verkopen gelijkmatig gespreid over het jaar plaatsvinden.

Op grond hiervan zijn de balansposten met de volgende factoren gecorrigeerd:

1. bij waardering tegen beurswaarde (respectievelijk taxatiewaarde, actuele waarde) wordt de balanspost gedeeld door de index ultimo 1983/100 respectievelijk de index ultimo 1984/100;
2. op grond van de bovengenoemde veronderstelling hoeft bij waardering tegen kostprijs alleen het saldo van aan- en verkopen gecorrigeerd te worden;
3. balansposten, die à pari op de balans zijn opgenomen, worden niet gecorrigeerd;
4. balansposten die op een andere wijze dan de drie bovengenoemde worden gewaardeerd, worden opgenomen in de categorie die de waarderingwijze het meest benadert.

Gezien de eerdergenoemde veronderstellingen is het duidelijk dat tabel 3 alleen grofweg aan kan geven welke verschuivingen in de beleggingsportefeuille hebben plaatsgevonden na correctie voor prijsbewegingen. Met andere woorden: de veranderingen in tabel 3 zijn een benadering van de actieve verschuivingen in het beleggingsbeleid.

Bij de ondernemingspensioenfondsen groeit de vastrentende sector veel sneller dan bij de oorspronkelijke cijfers, terwijl het percentage aandelen niet blijkt te stijgen, maar zelfs blijkt te dalen. Aangetoond kan worden dat indien de aandelenportefeuille uit 1982 het gemiddelde koersverloop had gevolgd, nu een groter bedrag en dus een groter percentage in de gehele portefeuille aanwezig was geweest.

Bij de overige pensioenfondsen lijkt de reële terugdringing van de vastrentende waarden in 1983 aan een (voorlopig) einde te zijn gekomen. Met name door de actieve uit-

Tabel 3. Beleggingsportefeuilles van de 5 grootste pensioenfondsen gecorrigeerd voor prijsontwikkelingen, in procenten

	Ondernemingspensioenfondsen			Overige pensioenfondsen		
	1982	1983	1984	1982	1983	1984
Vastrentende waarden	61,3	64,6	67,6	88,3	87,5	87,4
- hypotheken	5,2	5,1	4,8	2,2	2,6	2,6
- onderhandse leningen	42,1	39,0	36,0	81,8	79,3	76,8
- obligaties	14,0	20,5	26,7	4,3	5,6	8,0
Aandelen	10,3	10,1	8,7	0,8	1,1	1,3
Onroerend goed	25,8	22,2	21,3	8,2	8,7	9,0
Overige beleggingen	1,0	1,0	0,9	2,2	2,0	1,7
Liquide middelen	1,6	2,2	1,5	0,4	0,7	0,6

breidingen van het ABP, PGGM en het bedrijfspensioenfonds voor de metaalindustrie stijgt het percentage aandelen hier wel reëel. De overige categorieën blijken, net als bij de ondernemingspensioenfondsen, dezelfde trend te vertonen als de oorspronkelijke cijfers.

### Pensioenfondsen en portefeuilletheorie

Tot slot zal worden bekeken hoe de voorgestelde veranderingen uitwerken in het kader van de moderne portefeuilletheorie, die stelt dat een belegger een afweging maakt tussen verwacht rendement en verwacht risico (gedefinieerd als de standaarddeviatie van de rendements). De belegger kiest voor die portefeuille die, gegeven een bepaald risico, het maximale rendement oplevert respectievelijk die portefeuille die, gegeven een bepaald rendement, een zo klein mogelijk risico heeft. De combinatie van zo gedefinieerde, optimale portefeuilles levert de 'efficiënte grenslijn' op 12).

In het navolgende is gebruik gemaakt van maandcijfers over de jaren 1975 tot en met 1984 van de volgende 6 categorieën: Nederlandse aandelen, Amerikaanse aandelen, Japanse aandelen, onroerend goed, vastrentende waarden en liquiditeiten 13). Beleggingscategorieën waarvoor geen apart cijfermateriaal beschikbaar was, zijn ondergebracht bij de meest verwante categorie. De figuur geeft aan waar op grond van deze rendementscijfers en de bijbehorende variantie/covariantie-matrix de efficiënte grenslijn (lijn I) en de portefeuilles van de pensioenfondsen liggen.

Opvallend zijn twee resultaten:

- de portefeuilles van de Nederlandse en met name de overige pensioenfondsen liggen relatief sterk onder de efficiënte grenslijn;
- de ondernemingspensioenfondsen schuiven licht en de overige pensioenfondsen schuiven duidelijk in de richting van de efficiënte grenslijn.

Omdat pensioenfondsen gebonden zijn aan een aantal beleggingsbeperkingen en dus nooit de efficiënte

8) Schatkistpapier en andere korte uitzettingen.

9) J.J. 't Hart en E.E. van Laer, *Totale rendementsindices voor de Nederlandse kapitaalmarkten*, Rotterdamse Monetaire Studies, nr. 17, Rotterdam, 1984.

10) Idem, blz. 10-11.

11) Wel eventueel met een risicovrije rentevoet.

12) Zie voor een beschrijving van de gebruikte methode: J. van der Meulen, *Pensioenfondsen en hun beleggingen*, Pecunia, jg. 1, nr. 2.

13) Vertrouwelijk beschikbaar gesteld door de vakgroep Financiering en Belegging, Economische Faculteit, Erasmus Universiteit, Rotterdam.

grenslijn kunnen bereiken, is geprobeerd een verzameling van restricties op te stellen, die bovengenoemde beperkingen weergeven. Wat betreft de particuliere pensioenfondsen verklaart de Verzekeringskamer echter dat per geval bekeken wordt of de portefeuillesamenstelling toelaatbaar is. Hierbij zouden geen vaste regels worden gehanteerd. Onderstaande verzameling dient dan ook slechts als een benadering voor de (uiterste) mogelijkheden van een particulier pensioenfonds (voor het ABP zou een aparte verzameling moeten worden opgesteld).

De restricties zijn:

- vastrentende waarden  $\leq 30\%$
- aandelen  $\leq 40\%$
- buitenlandse aandelen  $\leq 30\%$
- onroerend goed  $\leq 40\%$
- liquiditeiten  $\leq 10\%$

De bij deze restricties horende efficiënte grenslijn is in de figuur weergegeven als lijn II. Het is opvallend dat de efficiënte grenslijn door de restricties slechts zeer beperkt omlaag wordt gedrukt, dit in vergelijking met de positie van de huidige en gewenste beleggingsportefeuilles.

Uitgaande van de beide gewenste portefeuilles en de efficiënte grenslijn II is onderzocht welke portefeuillesamenstelling het rendement maximaliseert bij het gegeven risico en welke samenstelling het risico minimaliseert gegeven het rendement. De resultaten zijn weergegeven in tabel 4.

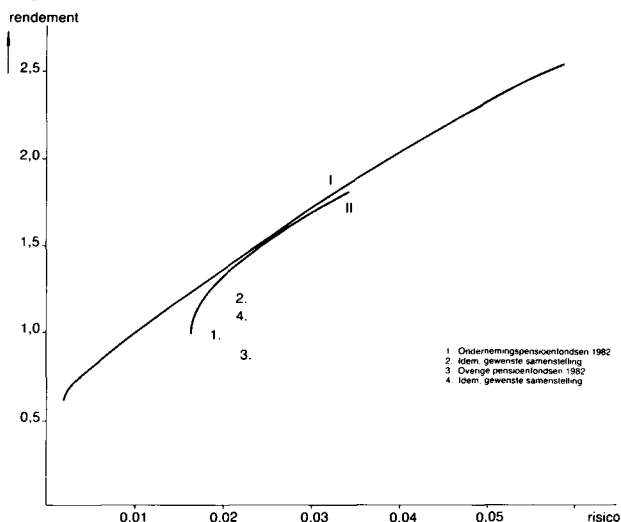
Natuurlijk is aan deze methode een aantal bezwaren verbonden. Ten eerste kan men zich afvragen of de spreiding van de rendementen uit het verleden een goede indicator vormt voor het risico in de toekomst. Vervolgens zijn de resultaten sterk afhankelijk van de gekozen periode en de gekozen bron van het cijfermateriaal. Verder komen in dit gebied onder de efficiënte grenslijn vele portefeuilles voor met nagenoeg hetzelfde rendement en risico, maar met zeer verschillende samenstellingen. Ten slotte kan worden opgemerkt dat naast de risico-rendementverhouding met name de afstemming van verplichtingen en beleggingen op elkaar een belangrijk uitgangspunt vormt voor de keuze van de portefeuillesamenstelling.

Toch kan uit tabel 4 een aantal richtingen voor verbetering worden afgeleid. Het percentage vastrentende waarden moet sterker terug, dit ten gunste van onroerend goed en geldmarktinstrumenten. Het totale gewenste percentage aandelen komt redelijk overeen met de resultaten in tabel 4, alleen zou met name de Japanse aandelenmarkt meer aandacht moeten krijgen (in Nederland ontbreekt hiervoor echter waarschijnlijk de vereiste kennis).

Met name het op grotere schaal gebruik maken van geldmarktinstrumenten doet de pensioenfondsen vreemd aan. Zij stellen dat tegenover hun lange verplichtingen ook lange beleggingen dienen te staan. Tot op zekere hoogte is dit waar en het maximum percentage aan liquiditeiten is dan ook op slechts 10% gesteld. Maar juist pensioenfondsen, die tenslotte opereren in het gebied onder de efficiënte grenslijn met lage risico's, zouden gebruik moeten ma-

ken van deze beleggingscategorie vanwege het lage-risicokarakter. Enerzijds kunnen geldmarktinstrumenten worden gebruikt ter overbrugging van de periode tussen het vrijkomen van het te beleggen kapitaal en het beschikbaar komen van goede beleggingsmogelijkheden.

Figuur. Efficiënte grenslijn van beleggingsportefeuilles



Anderzijds kunnen geldmarktinstrumenten ook een rol spelen als laatste schakel in het proces van afstemming van uitkeringen en beleggingen op elkaar, dit laatste met name bij pensioenfondsen die in de situatie verkeren, waarbij de totale premie-inkomsten kleiner zijn dan de totale uitkeringen en waarbij dus een deel van de beleggingsopbrengsten moet worden aangesproken 14).

Tot slot nog een opmerking over het onroerend-goed-aandeel. Ondanks de diverse klachten en ondanks de schommelingen in de onroerend-goedprijzen de laatste jaren, blijkt de risico-rendementverhouding dermate interessant te zijn dat een aanmerkelijk groter percentage in de totale portefeuille is aan te bevelen. Gezien de problemen die in Nederland optreden, zal men hiervoor waarschijnlijk naar het buitenland moeten.

## Conclusies

De ondernemingspensioenfondsen zijn, in het algemeen gesproken, in staat gebleken hun portefeuille sneller aan te passen dan de overige pensioenfondsen, die, gegeven hun grotere 'ombuigingen', de termijn voor realiteet wel erg optimistisch hadden geschat. Daarnaast moet voor het ABP worden opgemerkt dat de gewijzigde Beleggingswet nog niet is aangenomen.

De procentueel sterke stijging van de aandelenportefeuilles blijkt voornamelijk een gevolg te zijn van de gesteunde aandelenkoersen. Van een actief uitbreidingsbeleid kan nauwelijks worden gesproken.

Redenerend vanuit het standpunt van de portefeuilletheorie moeten de pensioenfondsen het percentage vastrentende waarden nog sterker terugdringen ten gunste van onroerend-goedbeleggingen en geldmarktinstrumenten.

**Paul van Aalst**

Tabel 4. Efficiënte portefeuilles, in procenten

	Ondernemingspensioenfondsen		Overige pensioenfondsen	
	maximaal rendement	minimaal risico	maximaal rendement	minimaal risico
Vastrentende waarden	30,8	39,0	30,5	42,3
Aandelen				
- Nederland	5,6	1,8	5,8	0,2
- V.S.	1,6	2,1	1,6	2,3
- Japan	12,0	7,1	12,1	5,2
Onroerend goed	40,0	40,0	40,0	40,0
Liquiditeiten	10,0	10,0	10,0	10,0

14) Dit is o.a. het geval bij het Akzo-pensioenfonds en (sinds 1985) bij het ABP.