

Diversificatie via de pensioenverzekering

De pensioenpremie is een belegging waarop de individuele verzekerde in combinatie met zijn overige activa een optimaal rendement wil behalen. Daartoe dient een pensioenfonds een menu aan beleggingsportefeuilles aan te bieden, met behulp waarvan individuele vermogensposities (hypotheek, eigen huis e.d.) zo goed mogelijk kunnen worden gediversifieerd.

Met de vergrijzing is het maatschappelijk belang van de pensioenfondsen toegenomen. De fondsen zijn de afgelopen jaren sterk gegroeid, en een steeds groter gedeelte van de bevolking ontvangt een pensioen. Het mag dan ook geen verbazing wekken dat de discussie over dit onderwerp eveneens in intensiteit toeneemt.

Een van de centrale punten in deze discussie is de individualisering van pensioenen. Doorgaans wordt daarmee bedoeld op een grotere vrijheid van de burger in de keuze van het pensioen en de pensioenopbouw, hetgeen gepaard gaat met een sterkere flexibiliteit en klantgerichtheid van de pensioenfondsen. In deze bijdrage gaat het om portefeuillebeheer en de afstemming van de beleggingen op de verplichtingen. Centraal staat de plaats van de pensioenverzekering binnen de beleggingsportefeuille van de individuele verzekerde.

Doelstelling pensioenfonds

De doelstelling van een pensioenfonds zou, in navolging van Merton, kunnen worden gezien als de taak om de aangesloten verzekerden te voorzien van een welstandsniveau ná de pensionering dat vergelijkbaar is met dat vóór de pensionering¹. Zo beschouwd is de keuze voor het eindloonstelsel, die door de meeste Nederlandse pensioenfondsen is gemaakt, gerechtvaardigd.

Bezien we de doelstelling van een pensioenfonds vanuit het oogpunt van de pensioengerechtigde, dan zijn twee dingen van belang: ten eerste de premie, en ten tweede het pensioen. Vanuit het oogpunt van de verzekerde is de verzekering bij een pensioenfonds te beschouwen als een

investering. Echter, anders dan doorgaans het geval is bij investeringen, ligt hier de opbrengst wettelijk of naar gebruik vast en is deze niet afhankelijk van het door het pensioenfonds gevoerde beleggingsbeleid². Daartegenover staat een investering, de premie, die omgekeerd evenredig fluctueert met de opbrengsten van de beleggingen van het pensioenfonds³. Bij een gegeven pensioen is het voor de pensioengerechtigde van belang om een zo laag mogelijke premie te betalen, maar ook een premie die aan zo min mogelijk risico onderhevig is. Met andere woorden, bij gegeven premiehoogte dient de variantie van de premie te worden geminimali-

1. R.C. Merton, On consumption indexed public pension plans, in: Z. Bodie en J.B. Shoven (red.), *Financial aspects of the United States Pension System*, University of Chicago Press, 1983, blz. 259-289.

2. Frijns en Petersen geven aan dat het opbrengstenrisico voornamelijk door werkgemers en actieven worden gedragen, en dat gepensioneerden alleen in geval van extreme financiële nood meedelen in deze risico's. Zie J. Frijns en C. Petersen, *De zekerheid van pensioentoezeggingen*, ESB, 1991, blz. 148-152.

3. Pensioenfondsen dienen de aan hen toevertrouwde gelden solide te beleggen, hetgeen in de praktijk betekent dat de beleggingen aan dienen te sluiten bij de verplichtingen. Frijns en Goslings, en Wolff hebben echter aangetoond dat er geen beleggingen zijn die in waarde gelijke tred houden met de waardeontwikkeling van de verplichtingen. Tekorten en overschotten van pensioenfondsen dienen dan ook te worden opgevangen door de pensioenpremie. Zie J.M.G. Frijns en J.H.W. Goslings, 'Matching' voor het pensioenbedrijf, ESB, 1989, blz. 868-871; en C.C.P. Wolff, *Pensioenverzekering? - Een financieel-economische beschouwing*, Oratie, Van Gorcum, Assen/Maastricht, 1989.

seerd. Aldus is de doelstelling van een pensioenfonds geformuleerd in termen van de moderne portefeuille theorie.

Beleggingsportefeuille verzekerde

Pensioenfondsen die hun doelstelling zo beschouwen, behoren nu nog tot de meest verlichte. Individualisering van pensioenen echter, noodzaakt de fondsen hierin nog een stap verder te gaan. Bij individualisering dienen de fondsen namelijk hun doelstelling in overeenstemming te brengen met de doelstelling van de individuele pensioengerechtigde. Het gaat dan niet alleen meer om hoogte en volatilititeit van de pensioenpremie, maar om het totale vermogen van de individuele verzekerde. Het pensioen en de bijbehorende premie zijn immers onderdelen van de totale beleggingsportefeuille van de verzekerde. Als pensioenfondsen bij de bepaling van hun beleggingsbeleid rekening gaan houden met de beleggingsportefeuilles van de verzekerden, dan zijn de consequenties daarvan vergaand. We zullen dat hier illustreren met een voorbeeld.

We beschouwen de portefeuille van een individuele verzekerde die representatief is voor een groot deel van de verzekerden bij Nederlandse pensioenfondsen. De belangrijkste vermogenstitel van die verzekerde is een huis, belast met een hypotheek. Verder zijn er spaargeld en contant geld, misschien wat aandelen en obligaties en ten slotte nog enkele andere zaken als een auto en juwelen. Het komt erop neer dat deze verzekerde een relatief grote positie in Nederlands niet-commercieel vastgoed heeft, vergezeld van een short positie in Nederlandse vastrentende waarden. Het buitenland is in deze voor particulieren typische portefeuille niet of nauwelijks vertegenwoordigd.

Het is duidelijk dat de portefeuille niet optimaal gediversifieerd is. In termen van het Capital Asset Pricing Model loopt de verzekerde naast het marktrisico ook een ruime mate van specifiek risico, dus risico dat in principe diversifieerbaar is. De samenstelling van de portefeuille wijkt af van het optimum omdat niet zuiver financiële motieven aan de samenstelling ervan ten grondslag liggen en omdat het voor particulieren niet eenvoudig is om in het buitenland te beleggen.

Diversificatie via pensioenfondsen

Stel nu dat zijn pensioenfondsen veel belegt in Nederlandse woningen. In dat geval zal de pensioenpremie sterk afhankelijk zijn van de rendementen op de Nederlandse woningmarkt: bij een dalend rendement moet de premie omhoog. Echter, tegelijkertijd daalt ook het rendement op de bestaande individuele portefeuille van de verzekerde. De toch al slechte diversificatie van de individuele portefeuille wordt door de beleggingsstrategie van dit pensioenfonds nog slechter. Belegt het fonds daarentegen weinig in Nederlandse woningen, maar veel in commercieel vastgoed⁴, aandelen en vastrentende waarden, en bovendien voornamelijk in het buitenland, dan zal voor de verzekerde een goed gespreide portefeuille resulteren met een navenant lager risico.

Het pensioenfonds kan dus een belangrijke rol vervullen in het bereik van een optimaal gespreide portefeuille voor zijn cliënten. De afwijking van de optimale portefeuille kan door het pensioenfonds in ieder geval gedeeltelijk worden gecompenseerd, en wel door het aanbieden van een portefeuille die complementair is aan die van de cliënten. Het resultaat is dan dat het specifiek risico door de verbeterde diversificatie voor de verzekerde omlaag gaat.

Hiertoe zal een fonds bij de samenstelling van de beleggingsportefeuille rekening moeten houden met de portefeuille van de verzekerden. Sterker nog, een fonds zal zijn beleggingsdoelstellingen steeds dienen te formuleren in termen van rendement en risico van de portefeuille van de verzekerden.

Beleggingsmenu's

Het is duidelijk dat een fonds niet alle aangesloten verzekerden optimaal kan bedienen met één en dezelfde portefeuille. Voor vrijwel alle particuliere beleggers in Nederland geldt dat beleggingen in het buitenland in hun individuele beleggingsportefeuille zijn ondervertegenwoordigd. Een sterke nadruk op buitenlandse beleggingen door het pensioenfonds zal dan ook goed aansluiten bij de portefeuilles van de meeste verzekerden. Daarbuiten echter, lopen de individuele beleggingsportefeuilles van de

verzekerden sterk uiteen, en zal een fonds een menu van verschillende samengestelde complementaire portefeuilles moeten aanbieden om optimaal aan te sluiten bij de bestaande beleggingsportefeuilles van verschillende groepen verzekerden. Bij individualisering van pensioenen zullen de fondsen dan ook onderzoek moeten doen naar de samenstelling van de portefeuilles van de individuele verzekerden. Daarbij is een aantal kernvragen van belang.

Status verzekerde in het fonds

Allereerst is van belang of de verzekerde actief is of niet, of hij nog verzekerd is bij het betreffende pensioenfonds, en of hij de status van slaper heeft. De opzet met een menu van portefeuilles is slechts van belang voor actieve niet-slapers, daar nog pensioenpremie betalen aan het betreffende pensioenfonds. Niet-actieven ontvangen pensioen en betalen geen premie. Slapers ontvangen nog geen pensioen, maar betalen ook geen premie. Daar voor hen de risicorendement afweging ten aanzien van de pensioenpremie niet van belang is, hoeft hun vermogenspositie niet te worden meegenomen in de samenstelling van de portefeuille van het fonds. Voor gepensioneerden en slapers is het eerder genoemde menu van beleggingsportefeuilles dan ook niet relevant. Het pensioenfonds dient zich hier te beperken tot het samenstellen van een portefeuille die de waardeveranderingen van de verplichtingen aan de gepensioneerden en de slapers zo goed mogelijk volgt.

Activa van de verzekerde

Hiernaast is cruciaal of de verzekerde zijn woning koopt dan wel huurt. Voor verzekerden die in het bezit zijn van een woning, zouden complementaire pensioenfondsportefeuilles kunnen worden gecreëerd waarin woningen geen of slechts een geringe rol spelen.

4. Onderzoek in de Verenigde Staten heeft aangetoond dat de correlatie tussen rendementen op woningen en op commercieel vastgoed laag zijn. Goetzman en Ibbotson vinden waarden tussen de 0,12 en de 0,52, afhankelijk van de gebruikte opbrengstenindex. Zie W.N. Goetzmann en R.G. Ibbotson, *The performance of real estate as an asset class*, *Journal of Applied Corporate Finance*, nr. 2, 1990, blz. 65-76.

Voor verzekerden met een hypotheek dient juist een groot deel van de portefeuille in Nederlandse vastrentende waarden te worden belegd. Dergelijke portefeuilles bieden immers compensatie voor de short positie die deze particulieren in vastrentende waarden hebben.

Verzekerden die hun woning huren, zullen daarentegen beter bediend worden met een portefeuille waarin woningen een prominente rol spelen en waarin Nederlandse vastrentende waarden minder belangrijk zijn.

Leeftijd van de verzekerde

Verder is de vraag van belang in hoeverre de leeftijd van de verzekerde actieven een rol speelt. Jonge actieven met een koopwoning zullen bij voorbeeld een erg hoge hypotheek hebben, en naast hun huis weinig andere activa. Oudere actieven zullen naast hun huis nog andere activa hebben, zoals bij voorbeeld aandelen of een tweede aanvullende pensioenverzekering. Daarnaast zal hun hypotheek al verder afgeleefd zijn.

Voor het pensioenfonds betekent dit dat de jongeren beter geholpen worden met een complementaire beleggingsportefeuille met relatief veel Nederlandse vastrentende waarden, terwijl voor ouderen vastrentende waarden minder gewenst zijn en zakelijke waarden een belangrijker plaats in dienen te nemen. Met internationale beleggingen kan een pensioenfonds in principe alle leeftijdsgroepen goed bedienen.

Risicoprofiel verzekerde

Ten slotte is het risicoprofiel van de verzekerde actieven van belang. Ook hierin zal hun leeftijd een rol spelen. Waarschijnlijk zijn jongeren bereid een hoger risico te lopen dan ouderen. Ook het al of niet aanwezig zijn van kinderen zal hoogstwaarschijnlijk van invloed zijn op de risicohouding van de verzekerden.

Op basis van al deze informatie kunnen de actieve verzekerden in groepen worden ingedeeld, naar risicoprofiel en samenstelling van hun beleggingsportefeuille. Hierbij kunnen optimale portefeuilles worden samengesteld. Verzekerden kunnen dan van de ene naar de volgende portefeuille doorschuiven, afhankelijk van de ontwikkeling van hun persoonlijke beleggingsportefeuille. Aldus hebben zij dank zij hun pensi-

oenfonds gedurende hun gehele actieve loopbaan een beleggingsportefeuille die zo min mogelijk afwijkt van de optimaal gespreide portefeuille.

Invloed pensioenstelsel

Zoals hier beschreven zijn de geschetste ontwikkelingen alleen van toepassing indien de fondsen het eindloos- of het middelloonstelsel gebruiken. Als de Nederlandse fondsen over zouden gaan op het beschikbare premie systeem, dan zou de situatie fundamenteel veranderen. Niet langer zou dan de premie fluctueren bij gegeven pensioen, maar precies het omgekeerde zou het geval zijn: de premie zou vastliggen, terwijl het pensioen zou fluctueren. Het opbrengstenrisico ligt dan geheel bij de verzekerden en de pensioenverzekering lijkt dan veel sterker op een gewone belegging.

In dat geval zijn niet alleen de individuele beleggingsportefeuilles van de actieven van belang, maar ook die van de gepensioneerden. Immers, voor beide groepen geldt dat de waarde van het pensioen nu afhankelijk is van het beleggingsresultaat van het fonds. De pensioenuitkering is dan aan risico onderhevig en zal het risico van de totale beleggingsportefeuille van zowel actieven als niet-actieven beïnvloeden. Het menu aan beleggingsportefeuilles dat het fonds aanbiedt, dient dan te gelden voor zowel de actieven als de niet-actieven.

Informatieverstrekking

Om complementaire portefeuilles samen te kunnen stellen, dienen pensioenfondsen dus informatie te verzamelen over de beleggingen van de cliënten. Aan de andere kant dienen de cliënten van het fonds informatie te ontvangen over de verschillende complementaire portefeuilles die het aanbiedt, ten einde hieruit een gefundeerde keuze te kunnen maken.

In de eerder geciteerde bijdrage van Frijs en Petersen wordt er al voor gepleit dat pensioenfondsen in hun jaarverslag indicaties geven over de relatie tussen betaalde premie en uitkeringen voor de verschillende leeftijds-inkomensprofielen, om aldus tot een breder inzicht te komen in het uiteindelijke rendement op de premiebetalingen. Het hier gepresenteerde voorstel bouwt hierop voort.

Slot

In de discussie over individualisering van pensioenen worden grotere flexibiliteit en klantgerichtheid van de pensioenfondsen vaak genoemd. In deze bijdrage is aannemelijk gemaakt dat pensioenfondsen een belangrijke taak kunnen vervullen in het optimaliseren van de totale beleggingsportefeuilles van de verzekerden. Indien de pensioenfondsen de verzekerden in staat stellen te kiezen uit beleggingsportefeuilles die complementair zijn aan hun individuele beleggingsportefeuille, kunnen bij gelijk blijvend risico de opbrengsten van de besparingen van de verzekerden omhoog. Deze vorm van individualisering van pensioenen kan aldus een bijdrage leveren aan het verhogen van de maatschappelijke opbrengst van het pensioensysteem in Nederland.

Piet Eichholtz

De auteur is verbonden aan het Limburg Institute of Financial Economics (LIFE). De commentaren van Eduard Kimman, Ronald Mahieu en Christian Wolff zijn van grote waarde geweest bij de totstandkoming van deze bijdrage.