WAARDEVASTE, RESP. WELVAARTSVASTE VERZEKERINGEN EN PENSIOENEN [1])

door Prof. Dr. H. Thierry

Een enigszins volledige behandeling van dit vraagstuk zou een boek vragen. Zie b.v. het proefschrift van Dr. L. M. van Leeuwen: „Het huidige Nederlandse levensverzekeringsbedrijf, in het bijzonder met betrekking tot het vraagstuk van waardevastheid en welvaartsvastheid". Universitaire Pers Rotterdam 1965.[2])

Wij volstaan dus met een aantal kernpunten van het vraagstuk min of meer schematisch te noemen.

Probleemstelling

Bij het traditionele stelsel van levensverzekering (pensioenverzekering), gewoonlijk gebaseerd op het stelsel van fondsvorming (in de vorm van het kapitaaldekkingsstelsel) zijn de premiën en de uitkeringen uitgedrukt in guldensbedragen (met zijn consequenties voor de belegging van de premiereserve). Dit stelsel staat in verband met de *„Gulden is guldenleer"*. Deze laatste houdt in, dat een verplichting is nagekomen, zodra verrekening van een overeengekomen hoeveelheid guldens heeft plaatsgevonden.

Met verandering van de waarde van het geld wordt geen rekening gehouden. De *verzekerde draagt* hierdoor het *valuta-risico*.

Compensatie in geval van geldontwaarding door wijziging van de hoogte der uitkeringen d.m.v. winstdeling, toeslagen of binding aan het laatst verdiende salaris (bij pensioenen) nemen niet weg, dat de verzekerde *in principe het valuta-risico volledig draagt*.

Uit sociaal oogpunt is het wenselijk, dat een oudedagsvoorziening verband houdt met de *levensomstandigheden* ten tijde van de *uitkeringen* (pensionnering). Dit is echter een minimum eis, die verwezenlijkt wordt bij het *„final pay system"*.

Tegenwoordig gaat men er vrij algemeen van uit, dat ook gedurende het leven *na de pensionnering* dit verband aanwezig behoort te zijn. Bij geldontwaarding is dit, bij toepassing van de gulden is guldenleer, niet het geval.[3])

Absolute waardevastheid in de zin van absolute vastheid van *gerepresenteerde koopkracht* is *niet bereikbaar*. Het gaat om een *zekere mate* van waardevastheid. Sinds enige jaren is echter een ontwikkeling te constateren van *waardevaste* (d.i. koopkracht behoudende) naar *welvaartsvaste* (d.i. aan de gemiddelde beschikkingsmacht van de groep, waartoe men behoort, gebonden) inkomens voor gezin en oude dag. Het *probleem* is: in hoeverre en langs welke wegen is het mogelijk de pensioenen en uitkeringen van levensverzekeringsmaatschappijen aan te passen, hetzij aan de gedaalde koopkracht (waardevast) hetzij aan het gestegen gemiddelde inkomen van de groep, waartoe iemand behoort (welvaartsvast). In verband met deze probleemstelling zullen wij achtereenvolgens behandelen:

I Het financieringsstelsel
II Mogelijkheden bij het omslagstelsel
III Mogelijkheden bij het kapitaaldekkingsstelsel
IV Het beleggingsvraagstuk bij het kapitaaldekkingsstelsel
V Unitverzekeringen

I. HET FINANCIERINGSSTELSEL

De keuze van het financieringsstelsel heeft een actuarieel, een economisch en sociaal aspect. Wij zullen deze echter niet gescheiden behandelen.

I. 1 Het stelsel van externe heffingen

Bij dit stelsel berust de financiering op heffingen, die *niet* speciaal de *te begunstigen categorie personen betreffen.* B.v. de financiering van een staatspensioen d.m.v. een extra belasting op weelde-artikelen of genotmiddelen. Verhoging van een (directe of indirecte) belasting om bepaalde sociale voorzieningen te kunnen scheppen of uitbreiden.

Hierbij is gewoonlijk niet meer sprake van verzekering, maar van *verzorging.* De enige aantrekkelijkheid ligt in de *eenvoud.* Voor de particuliere levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen speelt dit stelsel geen rol.

I. 2 Het zuivere omslagstelsel

Om degenen, die in de mening verkeren, dat het hier gaat om een nieuwe progressieve uitwerking van het moderne sociale denken deze illusie te ontnemen, zij er op gewezen, dat de toepassing van dit stelsel reeds heel oud is. Uit een in Philippi gevonden inscriptie blijkt, dat omstreeks de aanvang onzer jaartelling deze financieringswijze reeds werd toegepast. Zie voor verdere bizonderheden: J. Jonker: Enkele opmerkingen over het pensioenvraagstuk, mede naar aanleiding van het advies van de S.E.R. „Waardevaste bedrijfspensioenfondsen" 1961. Het bedrag nodig voor de uitkeringen wordt bij dit stelsel bijeengebracht door premieheffing, waarbij het totaalbedrag der uitkeringen in een bepaalde periode wordt „omgeslagen" over de voor premiebetaling in aanmerking komende groep. Dit is het *normale stelsel* bij alle vormen van *schadeverzekering* (brand, inbraak enz.) De uitkeringen worden dus feitelijk *uit de kas betaald.* Bij eventuele liquidatie is voor de toekomstige verplichtingen geen enkele reserve aanwezig.

Bij het zuivere omslagstelsel kan de *premie* dus van jaar tot jaar verschillend zijn. Gewoonlijk vindt de vaststelling van de premie voor een reeks van jaren plaats. Daardoor treedt meestal een zekere mate van *fondsvorming* op, waardoor het stelsel niet meer zuiver is.

Bij het zuivere omslagstelsel worden de uitkeringen betaald door de op dat moment aanwezige, actief in het productieproces ingeschakelde personen.

De *hoogte van de premie* wordt dus - behalve door het niveau van de uitkeringen - mede bepaald door de *verhouding* tussen het *aantal niet* meer in het productieproces *ingeschakelden* en het *aantal* op dat moment *aan de productie deelnemende* personen.

Het zuivere omslagstelsel veronderstelt een min of meer *constant blijvende leeftijdsopbouw* van de groep waarvoor het stelsel geldt.

Nauwkeuriger gesteld: een constant blijvende *structuur, omvang* en *inkomen* van de groep, b.v. de Nederlandse bevolking. Deze veronderstelling is meestal in *strijd met de werkelijkheid:* daling van het sterftecijfer, stijging van het geboortecijfer, „vergrijzing" van de Nederlandse bevolking door verlenging van de gemiddelde levensduur, stijging van de inkomens veranderen de genoemde drie factoren. Deze verandering heeft tot gevolg een tendenz tot *stijging* van de premie. Deze laatste zal bovendien *sterker* en *op kortere termijn fluctueren,* naarmate de groep,

waarop de verzekering (pensioenvoorziening) betrekking heeft, *minder omvangrijk* is. Daarom is dit financieringsstelsel niet geschikt voor de verzekering van kleinere groepen (bv. ondernemingspensioenfondsen).

Bovendien is de premie altijd *hoger* dan bij het hierna te noemen kapitaaldekkingsstelsel door het *ontbreken van de rentebate* uit de beleggingen.[4])

Enkele voordelen van het omslagstelsel

1 Het vraagstuk van de *„back-service"* (dienst in het verleden, waarvoor geen premies zijn betaald) doet zich niet in de gebruikelijke vorm voor.
2 De aanpassing van de uitkeringen aan de veranderde geldwaarde wordt gemakkelijker mogelijk gemaakt. Op dit voor ons onderwerp zo belangrijke aspect komen wij nog terug.
3 Er doen zich geen beleggingsproblemen voor.
4 Volgens sommigen, b.v. Limperg en A. Mey[5]) past dit stelsel bij het karakter van verzekering. Economisch en maatschappelijk gezien, aldus deze schrijvers, is verzekering een omzetting in kosten - te dragen door een voldoend grote groep - van de financiële nadelen, voortvloeiende uit een toekomstige, onzekere gebeurtenis. Deze nadelen worden over de groep *omgeslagen*. Volgens A. Mey moet de Staat de nakoming van de verplichtingen waarborgen. Dit geschiedt b.v. bij de A.O.W. en de A.W.W.
De vraag rijst of dit ook zou kunnen plaatsvinden bij de stichting van een *voor alle werknemers geldend bedrijfspensioenfonds*.

Enkele bezwaren tegen het omslagstelsel

1 In een *dynamische situatie* is de *premie wisselend*. Een „schommelfonds" geeft niet altijd voldoende compensatie. De fluctuatie is groter naarmate de groep kleiner is.
2 De *premie* is *hoger*, door het ontbreken van een rentebate. Volgens het rapport van Chr. Sociale organisaties inzake oudedagsvoorziening d.m.v. ondernemings- en bedrijfspensioenfondsen vraagt de A.O.W. voor een uitkering aan gehuwden van *f* 1600,— een premie van 6¾%, van *f* 3200,— 13½% terwijl deze door de demografische ontwikkeling in 1980 tot ongeveer 16 % zou moeten stijgen. Dit legt een zware last op de volkshuishouding. Dit rapport dateert echter van enige jaren geleden, zodat men deze cijfers niet te strikt moet nemen. In alle gevalle wordt de financiering van een *lastenverzwaring* door verhoging der pensioenen (inflatie of welvaartsstijging) in belangrijke mate naar *de toekomst verschoven*.
3 Het is niet toepasbaar op kleinere groepen.
4 Mogelijke afneming van de besparingen.

I. 3 Het stelsel van fondsvorming

Hieronder vallen alle systemen, waarbij een kleinere of grotere reserve voor toekomstige verplichtingen wordt gevormd. Wij zullen het belangrijkste, nl. het kapitaaldekkingsstelsel kort behandelen. Bij levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen wordt dit vrijwel uitsluitend aangetroffen.

Jaarlijks wordt *aan premie opgebracht het bedrag, dat voor iedereen i.v.m. zijn toekomstige aanspraken als reserve nodig is.*

Voor elke verzekerde individueel of voor groepen verzekerden collectief wordt een reserve (fonds) gevormd, waaruit de pensioenverplichtingen in de toekomst kunnen worden voldaan. Dit kapitaal wordt opgebouwd uit de ontvangen premies, vermeerderd met rente op rente.

Elk individu of elke collectiviteit betaalt in principe zijn postactieve uitkeringen uit de gedurende zijn actieve periode bijeengebrachte gelden.

Enkele voordelen van het kapitaaldekkingsstelsel

1 Zie het tegenovergestelde van de nadelen van het omslagstelsel.
2 De beleggingen van het fonds vormen een zekere *waarborgsom* voor de verzekerden. Het beleggingsrisico maakt dat dit nimmer een volledige waarborg is.
3 Volgens sommigen (b.v. Witteveen en Eizenga[6])) schept het kapitaaldekkingsstelsel een *evenwichtstendentie* tussen de groei van het arbeids- en het kapitaalpotentieel. Toename van de werkenden maakt mogelijk dat de besparingen van deze groep de ontsparingen van de verzekerden overtreffen, en omgekeerd. Het is echter de vraag in hoeverre de geaccumuleerde middelen aan het bedrijfsleven ten goede komen.

Bezwaren tegen het kapitaaldekkingsstelsel

1 Het vraagstuk van de „*back-service*" schept bij pensioenfondsen vooral in de aanvang moeilijkheden.
2 Voor een de gehele bevolking omvattende verzekering zouden *enorme kapitalen* nodig zijn. Hiervoor is dit stelsel dan ook niet bruikbaar.
3 Problemen van *belegging en beheer*. Verdeling van de beleggingen over de risicomijdende en de risico-aanvaardende sfeer.
4 *Waarde- of welvaartsvaste verzekeringen* leveren *grote moeilijkheden* op. Door de moderne *fractieverzekeringen* worden deze problemen in belangrijke mate opgelost.
5 Een eventueel *tekort* op de „wetenschappelijke" of „wiskundige" balans is soms moeilijk te dekken. (Alg. Burgerlijk Pensioenfonds!)

II. WELVAARTSVASTHEID, RESP. WAARDEVASTHEID BIJ HET OMSLAGSTELSEL

Koppeling van de hoogte der uitkeringen aan een loon- of een prijsindexcijfer levert bij het omslagstelsel de minste bezwaren op. De hogere bedragen worden eenvoudig „omgeslagen" over een bepaalde - mits voldoend grote - groep; dit leidt tot hogere premies. De nadelen van dit stelsel moet men dan op de koop toe nemen. Het bekende voorbeeld van deze oplossing is de A.O.W. en de A.W.W. verzekering.

Voor ondernemingspensioenfondsen is dit stelsel niet bruikbaar. Ook de individuele bedrijfspensioenfondsen omvatten gewoonlijk te weinig leden.

Er is wel voorgesteld alle bedrijfspensioenfondsen tot één fonds te verenigen, waardoor een basis voor welvaartsvaste pensioenen volgens het omslagstelsel zou kunnen worden geschapen. Wij noemen slechts het systeem van Mr. Dr. J. van Bruggen en Ir. J. C. Kaars Sypesteyn tot „pool"-vorming van alle bedrijfspensioenfondsen door instelling van een centraal vereveningsfonds. Zie hierover en over de voor- en nadelen de reeds eerder genoemde publicatie van Jonker.

De bedrijfspensioenfondsen zullen het karakter van uitvoeringsorganen verkrijgen. Ook een aanmerkelijke verhoging van het ouderdomspensioen (resp. A.W.W.) zou tot een algemeen, gecentraliseerd pensioenfonds, gefinancierd volgens het omslagstelsel, kunnen leiden. Dit zou bovendien het voordeel hebben, dat de personen, die niet onder een onderneming of bedrijfspensioenfonds vallen, wel onder een dergelijke algemene voorziening zouden ressorteren.

Tegen een dergelijke centralisatie zijn echter wel *bezwaren* in te brengen. Zij maakt inbreuk op het beginsel, dat bedrijfstak en/of onderneming zelf ook de secundaire arbeidsvoorwaarden bepaalt. Dit is alleen toelaatbaar als de algemeen economische politiek zulks wenselijk of zelfs onontkoombaar maakt.

De voor- en nadelen van het particulier initiatief staan hier tegenover de voordelen en gevaren van een te grote invloed van de overheid. Bovendien kan vaak te weinig rekening worden gehouden met de uiteenlopende omstandigheden in verschillende bedrijfstakken en ondernemingen. De animo van het scheppen van additionele of specifieke voorzieningen door bedrijfstak of onderneming, zal verminderen. De relatief hoge administratiekosten kunnen voor het laatste soms prohibitief zijn.

In het algemeen kan men zeggen, dat alleen door een gedifferentieerde opzet van de oudedagsvoorziening per onderneming of bedrijfstak voldoende recht kan worden gedaan aan het eigen karakter en de eigen verantwoordelijkheid van de bedrijfstak.

Bovendien zijn er - met behoud van het kapitaaldekkingsstelsel - voorzieningen mogelijk, die de bezwaren van de inflatie in min of meerdere mate kunnen ondervangen. Een volmaakt waardevast of welvaartsvast maken van de uitkeringen blijft echter onmogelijk. Dit houde men bij hetgeen volgt goed voor ogen.

III. MOGELIJKHEDEN MET BEHOUD VAN HET KAPITAALDEKKINGSSTELSEL

Voorop dient gesteld te worden, dat het kapitaaldekkingsstelsel het enig mogelijke financieringsstelsel is bij levensverzekeringsmaatschappijen, ondernemings- en bedrijfspensioenfondsen. Misschien zou bij volledige *nationalisering* van het levensverzekeringsbedrijf een voldoend groot aantal personen, worden verkregen om het omslagstelsel toe te passen. Men moet dan de bezwaren van zulk een nationalisering en de nadelen van het omslagstelsel op de koop toe nemen. Het is echter de vraag of dit wel nodig is, gegeven de mogelijkheden die het kapitaaldekkingsstelsel biedt.

III. 1 Binding van de premie aan de (gestegen) lonen

Deze maatregel beoogt de premie in gelijke mate te laten stijgen als de lonen.

Zij is echter niet bevredigend. Met name verhindert deze maatregel niet, dat de geldontwaarding een aantasting betekent van de reële waarde van het uit de reeds ontvangen premies gevormde fonds.

De bezwaren zijn het grootst bij een levensverzekering of een pensioenfonds op *individuele* basis. Men streeft dan naar een aequivalentie tussen baten en lasten *per individu*. Naarmate het *aantal jaren* dat men van de uitkering (pensionnering) verwijderd is, *kleiner is*, zal een verhoging van de premie op de voorgestelde wijze,

minder effect sorteren. Bij verzekering op *collectieve* basis - men spreekt dan van een fonds met een „technische doorsneepremie" - kan het bezwaar minder groot zijn. Men streeft dan naar evenwicht tussen baten en lasten *per groep*. Het hangt van de grootte en bedrijfsopbouw van deze groep af in hoeverre de voorgestelde premieverhoging soulaas zal bieden. In het algemeen achten wij deze oplossing niet voldoende bevredigend.

III. 2 Verhoging van de uitkeringen uit de winst van de levensverzekeringsmaatschappij of het pensioenfonds

III. 2.1 Wij beginnen met enige mogelijkheden bij de *pensioenfondsen:*

1 Het hanteren van een *zodanige acctuariële rentevoet* bij het vaststellen van de premies, dat een *jaarlijkse rentewinst van minstens 1 %* kan worden gemaakt.[7]) Deze rentewinst kan voor het mitigeren van de gevolgen van de geldontwaarding worden gebruikt.

2 Het aanwenden van *rentebaten* (voor zover de 1 % overschrijdende) en *verloopsbaten* tot verhoging der uitkeringen. Het gaat hierbij om toevallige baten. In dit verband zij er op gewezen, dat eventuele „extra reserves" buiten beschouwing behoren te blijven, aangezien deze als een functie van de grondslagen van het verzekeringsbedrijf zijn te beschouwen. Zij dienen nl. voor het opvangen van toevallige verliezen door nadelige afwijkingen t.a.v. sterfte, rentevoet en kosten. In de regel zal er dus niet veel overblijven voor de verhoging van de uitkeringen.

3 Het gebruiken van de geleidelijk vrijkomende „sociale premie". Hieronder verstaat men dat deel van de premie, dat de jongeren betalen voor de oudere deelnemers. Voor de jongere deelnemers ligt de doorsneepremie boven, voor de oudere deelnemers beneden de actuarieel benodigde premie. Wanneer men in het algemeen de indiensttreding binnen een bepaalde bedrijfstak gemiddeld op 30-jarige leeftijd stelt, is de sociale premie gemiddeld te stellen op het verschil tussen de berekende doorsneepremie en de actuarieel voor een 30-jarige benodigde premie.
   Is nu in de aanvang bij de berekening der doorsneepremie alleen gerekend met de bij de aanvang toetredende deelnemers, dan zullen alle toekomstige deelnemers (gemiddeld 30 jaar) een extra bate opleveren.[8])
   Voor zover de ouderen door jongeren worden *vervangen* komt een toenemend deel van de sociale premie vrij. Deze kan worden aangewend voor premieverlaging of - en dit moet in ons geval plaats hebben - ter compensatie van de gevolgen der inflatie.

Een combinatie van de in het voorafgaande opgesomde maatregelen kan, volgens het „Rapport inzake de oudedagsvoorziening d.m.v. Bedrijfs- of Ondernemingspensioenfondsen", uitgebracht door het Convent der Chr. Sociale organisaties, in tal van gevallen de gevolgen van een geleidelijke waardedaling van het geld voldoende mitigeren. Bevredigend achten wij deze maatregelen echter niet. Het is de vraag of een zo sterke mate van inflatie is voorzien.

III. 2.2 Levensverzekeringsmaatschappijen

Bij verschillende verzekeringsmaatschappijen is verzekering met *winstdeling* mo-

gelijk. Bij tal van maatschappijen heeft men een speciaal systeem ontwikkeld i.v.m. eventuele geldontwaarding. Hoewel de winstdelingssystemen zeker niet onbelangrijk zijn, zullen wij de lezer niet vermoeien met een opsomming van de mogelijkheden, die de verschillende maatschappijen op dit gebied bieden. Elke verzekeringsagent kan ze opsommen.

Geheel bevredigend zijn ze geen van alle. Wil men de uitkeringen i.v.m. de gestegen kosten aan levensonderhoud of de gemiddelde lonen, voldoende kunnen laten stijgen, dan zal er ook voldoende winst gemaakt moeten worden om deze te kunnen financieren. Hier ligt het zwakke punt, aangezien men de premies niet onbeperkt kan verhogen.

De meer bevredigende oplossingen liggen naar onze mening op het gebied van de *beleggingen*.

IV. HET BELEGGINGSVRAAGSTUK BIJ DE LEVENSVERZEKERINGSMAATSCHAPPIJEN EN PENSIOENFONDSEN

De beleggingen van de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen, zijn in hoofdzaak beleggingen van de *premiereserve*. Hieronder verstaat men het verschil tussen de actuariële contante waarde van de toekomstige lasten, verminderd met de actuariële contante waarde van de toekomstige baten.

Om enig inzicht te geven in de meest voorkomende beleggingsvormen laten wij hier volgen een overzicht van „De gezamenlijke beleggingen en de opbrengsten daarvan", opgenomen in het Verslag van de Verzekeringskamer betreffende het levensverzekeringbedrijf over het jaar 1965 (blz. 13). Bij de gezamenlijke pensioenfondsen worden soortgelijke beleggingen aangetroffen. De opbrengsten hebben wij niet overgenomen.

Met betrekking tot de samenstelling der beleggingen kan aan de staten 13 (beleggingen en opbrengsten) van de maatschappijen het volgende overzicht worden ontleend.

	Balanswaarde	
	in miljoenen guldens	in % van het totaal
Vaste eigendommen	1265,8	9,12
Hypotheken	3850,3	27,75
Effecten	1188,9	8,57
Leningen op schuldbekentenis	6153,6	44,36
Polisbeleningen	108,0	0,78
Andere beleggingen	1136,2	8,19
Overige beleggingen	171,0	1,23
Alle beleggingen	13873,8	100,00
Af: passiva die intrest eisen	365,2	
	13508,6	

Voor het vraagstuk van de welvaartsvaste verzekeringen hebben alleen betekenis:

Vaste eigendommen en *Effecten*, voor zover deze laatsten *aandelen* zijn. Volgens genoemd verslag over 1965 was de balanswaarde van de aandelen *f* 421.497.000,—, die der obligaties *f* 767.378.000,—.

Er is één soort obligaties, die i.v.m. de waardevaste verzekeringen wel genoemd worden nl.

IV. 1 Index-obligaties

De reële waarde van de obligaties tracht men te waarborgen door:

- indexering van de *hoofdsom* d.m.v. goudclausule, goederenpakketclausule, loonclausule of anderszins.
- indexering van de *rente* bv. door binding aan de kosten van levensonderhoud of het loonpeil.

De grote vraag is echter welke instanties bereid zullen zijn de financiële risico's, verbonden aan dergelijke indexleningen op zich te nemen (stijging rentevoet, waardedaling van het geld e.d.).

Naar onze mening komt alleen de overheid hiervoor in aanmerking. Het is echter de vraag of zij hiertoe bereid is en of dit wenselijk is, aangezien er ook andere wegen tot oplossing mogelijk zijn.[9])

Voor zover ons bekend komen deze index-obligaties in de praktijk niet voor.

Zie verder hierover het door Prof. Kuin in 1956 uitgebrachte preadvies ter gelegenheid van de accountantsdag 29 sept. 1956 over „Waardevaste Bedrijfspensioenfondsen". De Accountant sept. 1956.

IV. 2 Het P.I.C. systeem

Deze wijze van indexeren wordt reeds jarenlang gepropageerd door de Heer F. Muns. Hij wil de beleggingsovereenkomsten uitdrukken in koopkrachteenheden. Als waardevaste koopkrachteenheid neemt hij één Procent van het Index Cijfer van de kosten van levensonderhoud, één P.I.C. In deze P.I.C.'s wil hij alle nominale beleggingen, premiën en uitkeringen uitdrukken. Volgens Muns is hiermee het probleem van de ontwaarding van de geldeenheid in het algemeen opgelost. Een verzekeringsinstelling of pensioenfonds, dat dit P.I.C. stelsel volgt, is ons niet bekend. Op deze „Unit"verzekeringen komen wij nader terug.

IV. 3 Belegging in vaste eigendommen

Dat hierdoor geen absolute waarde- of welvaartsvastheid van verzekeringen wordt bereikt moge voorop staan. Op korte termijn bezien komt men gewoonlijk tot onbetrouwbare conclusies t.a.v. een eventuele paralleliteit tussen de waarde van onroerende goederen en de waarde van de geldeenheid. Op lange termijn bezien ontdekt men - voorzichtig uitgedrukt - soms wel een zekere paralleliteit. In de jaren 30 gaat deflatie gepaard met waardedaling van de vaste eigendommen.

Na de 2e wereldoorlog ziet men de voortdurende inflatie gepaard gaan met een stijging van de prijzen van onroerend goed. Deze laatste is echter door de schaarste van grond en huizen, de voortdurend stijgende bouwkosten en andere factoren veel sterker dan de waardedaling van het geld.

Als „oplossing" voor het vraagstuk van de waarde- of welvaartsvaste verzekering kan deze belegging echter slechts tot op zekere hoogte gelden.

Wij willen er tenslotte op wijzen, dat thans een mogelijkheid bestaat - en op betrekkelijk ruime schaal wordt toegepast - die in feite neerkomt op een *levensverzekeringssysteem op basis van belegging in onroerend goed*. Wij doelen op het volgende geval. Iemand koopt een huis en geeft daarop een hypotheek, waarbij het geld verstrekt wordt door een levensverzekeringsmaatschappij. Tegelijkertijd wordt tot eenzelfde bedrag een gemengde verzekeringsovereenkomst gesloten met deze maatschappij. Bepaald wordt dat op de hypotheek niet zal worden afgelost, maar dat de uitkeringen op de gemengde verzekering ter aflossing zullen dienen.

Op de einddatum of eerder bij vooroverlijden gaat de uitkering naar de verzekeringsmaatschappij en is de hypotheek afgelost. De polishouder of zijn nabestaanden hebben dan het *huis* onbezwaard in eigendom.

IV. 4 Belegging in aandelen

Het is duidelijk dat door deze belegging de „gulden is gulden theorie" in gevaar komt. Het is dan ook begrijpelijk dat er steeds een aversie heeft bestaan bij levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen tegen belegging van de hen toevertrouwde gelden geheel of voor een belangrijk gedeelte, in aandelen. Het is de vraag of deze aversie geheel juist is.

P. J. van der Burg bepleit in „Belegging in aandelen door pensioenfondsen" in Maatschappijbelangen oktober 1959, voor pensioenfondsen belegging van alle beschikbare middelen in de risico-aanvaardende sfeer. Hij baseert dit op het feit, dat men bij risico-aanvaardende belegging een *aanspraak* krijgt op *de eigendom van productiemiddelen*. Deze productiemiddelen blijken normaliter een opbrengst af te werpen waarvan, *op lange termijn* gezien, de reële waarde niet door de geldontwaarding wordt aangetast, aangezien de nominale opbrengst toeneemt, naarmate de inflatie voortgang vindt. De koers van de aandelen vertoont op de lange termijn een positieve correlatie met de kosten van levensonderhoud.

Bovendien is - wederom op lange termijn gezien - het *gemiddelde rendement op aandelen* (bedoeld wordt een behoorlijk gespreid pakket van goede aandelen) hoger dan het gemiddeld rendement op beleggingen in de *risico-mijdende sfeer*.

Op dit pleidooi hebben vele schrijvers kritiek geleverd. Het is niet doenlijk om in een kort bestek deze te behandelen. We bepalen ons tot Kuin in het zojuist aangehaalde preadvies, die - en dit is o.i. niet voor bestrijding vatbaar - belegging in aandelen geen panacee vindt voor de *individuele* belegger.

Voor de *pensioenfondsen* wijst hij er op, dat er kortere perioden zijn, waarin het verloop van de aaandelenkoersen aanzienlijk afwijkt van de beweging in de kosten van levensonderhoud.

De beslissende vraag, of een pensioenfonds de *koopkracht van zijn uitkeringen kan handhaven* als de koopkracht van zijn beleggingen daalt, beantwoordt Kuin, ook voor „gemengde" fondsen *ontkennend*, tenzij:

a. het pensioenfonds over *voldoende extra reserves* beschikt en het bestuur vast overtuigd is van de tijdelijkheid der afwijking;
b. de *inkomsten* uit het aandelenbezit een *nauwer verband* met de kosten van levensonderhoud vertonen dan de *beurswaarde* van dit bezit;
c. het pensioenfonds van andere zijde (de onderneming of de Staat) een *toeslag* krijgt om het verschil tussen waardevaste uitkeringen en minder waardevaste inkomsten te overbruggen.

Ook L. M. van Leeuwen in zijn in de aanvang genoemde publicatie wijst er op, dat over de merites van aandelenbelegging alleen kan worden geoordeeld, wanneer men *perioden van enige duur* beziet. Hoe lang deze termijn is, valt moeilijk aan te geven.

In verband daarmee bepleit Van Leeuwen *periodieke bijdragen* i.p.v. eenmalige storting. Bij een verstandig beleid kan men dan de *aankopen over de tijd spreiden.* Zijn voorzichtige conclusie is „dat er met betrekking tot de toekomstige situatie *wel enige aanwijzingen zijn omtrent de mogelijkheden van aandelenbelegging op de langere termijn*". Om deze aanwijzingen te kunnen zien moet men zich baseren op het *karakter van een aandelenpakket: lotsverbondenheid* met de onderneming of de ondernemingen, van welke men de aandelen bezit. Deze lotsverbondenheid heeft haar conjuncturele en structurele consequenties.

Vermeldenswaard zijn nog een tweetal artikelen in Econ. Stat. Berichten van 13 april en 29 juni 1966, van *Drs. D. J. Termeer:* „Belegging in aandelen: bescherming van vermogen en inkomen tegen inflatie?"

In het eerste artikel wordt nagegaan *in welke mate het nominale eigen vermogen* (aandelenkapitaal + alle reële reserves) van een reeks willekeurig gekozen ondernemingen *is toegenomen* gedurende de periode 31 dec. 1961 - 31 dec. 1964. *Verhoging* van het *aandelenkapitaal* kan het gevolg zijn van uitkering van *bonusaandelen, emissies* of *winstinhouding.* Uitsluitend wordt gebruik gemaakt van de jaarverslagen van de ondernemingen, hetgeen het onderzoek een relatief karakter geeft. (Men denke b.v. aan de geheime reserves.) Als index voor de daling van de koopkracht wordt het *indexcijfer van de kosten van levensonderhoud* genomen. Voor enige correcties, welke worden aangebracht, zie men het artikel.

Uit het vergelijkend overzicht van de *relatieve groei van het eigen vermogen* van de onderzochte ondernemingen blijken enige interessante uitkomsten.

1 Voor zover tot uitdrukking komende in de *groei van het eigen vermogen,* biedt *belegging in aandelen* inderdaad in *meer of mindere mate* een *beveiliging tegen inflatie.* Echter tussen de verschillende bedrijfstakken vindt een *grote diversiteit* in de groei van het eigen vermogen plaats.
2 De *chemische bedrijven* gaven gedurende de onderzochte jaren een *relatief belangrijke toename* van het eigen vermogen te zien (Organon, Kon. Zout- Ketjen).
3 Het eigen vermogen van de zg. *„Internationals"* is *sterker gegroeid dan de waardedaling* van dit vermogen als gevolg van de inflatie. De groei varieert echter bij de verschillende concerns.
4 De groei van de *internationale aannemingsbedrijven* ligt *boven het gemiddelde,* bijv. Bredero, Kon. Mij. voor Havenwerken, Amsterdamse Ballast.
5 De als zodanig bekend staande *nationale groei-ondernemingen,* Albert Heijn, Bijenkorf, Bols, Heineken), waarvan het geschatte rendement laag is, geven een groei te zien *boven het gemiddelde.* De groeipercentages liggen echter niet hoger dan die van de „Internationals".
6 De *scheepvaartondernemingen* hebben de *inflatie* kennelijk *niet* volledig *het hoofd kunnen bieden* (K.N.S.M., K.P.M.).
7 Het eigen vermogen van de *banken* heeft qua koopkracht *geen gelijke tred* gehouden met de inflatie. Wel dient gewezen te worden op de wijze van verslaglegging van deze categorie ondernemingen (de aanwezigheid van grote geheime reserves). Blijft de vraag of de banken in staat zullen zijn uit *de opbrengsten van de dienstverlening jaarlijks bedragen af te zonderen voor de instandhouding*

van het eigen vermogen. Met name gezien het feit, dat de *investeringen* van de banken *niet gericht zijn op goederenactiva.*

8 Ook voor de *internationale handelsondernemingen* geldt de stelregel, dat de *investeringen* grotendeels gericht zijn op nominale waarden, waardoor de gevolgen van de inflatie wellicht moeilijk konden worden opgevangen.

In het tweede artikel gaat Termeer na in hoeverre de *winstuitkeringen* aan de aandeelhouders gelijk met de inflatie zijn gestegen. Enerzijds garanderen de *hogere dividenduitkeringen* hen een *gelijk reëel inkomen,* anderzijds resulteren, onder overigens gelijkblijvende omstandigheden, deze *hogere dividenduitkeringen* in een *evenredige koersstijging,* waardoor de *koopkracht* van het *vermogen in stand wordt gehouden.* Men kan niet verwachten, dat de dividenduitkeringen steeds worden verhoogd.

De hem toevloeiende geldbedragen kunnen echter toenemen doordat door *uitkeringen* van *bonusaandelen* de *basis,* waarover het dividend wordt uitgekeerd, wordt *verbreed.* In dit onderzoek wordt nagegaan in hoeverre over een tijdvak van 10 jaren *(1955-1964) de stijging van de dividenduitkeringen gelijke tred heeft gehouden met de inflatie.*

Bij de beoordeling van de uitkomst van dit onderzoek blijkt, dat *de helft* van de betrokken ondernemingen de aandeelhouders *geen reëel gelijkblijvend rendement* heeft kunnen bieden.

Nagenoeg *dezelfde ondernemingen,* welke in het *vorige onderzoek* boven het gemiddelde uitstaken, blijken ook nu weer *aan hoge eisen te voldoen.* Wij verwijzen hiervoor naar de uit het eerste onderzoek getrokken conclusies onder *3, 6, 7* en *8.*

Met betrekking tot de vraagstelling of belegging in aandelen bescherming biedt tegen de geldontwaarding is de uitkomst van dit onderzoek onthullend. Stel dat een belegger in*1955 van alle onderhavige ondernemingen een gelijk aandeel in bezit had* en dit gedurende de betreffende periode *heeft behouden.* Het blijkt dat het in *1964 ontvangen dividend op aandelen en in portefeuille gehouden bonusaandelen t.o.v. het dividend in 1955 ontvangen met bijna 50% is gestegen,* d.w.z. dat het *stijgingspercentage groter geweest is dan de inflatie gedurende deze periode.* Van deze stijging heeft bijna *20% betrekking op hogere dividenduitkeringen* en ruim *30%* op *dividenden in bonusaandelen.*

Tot zover deze artikelen. De vraag is in hoeverre de gebeurtenissen van 1966 de getrokken conclusies in gevaar brengen. Hierover ontbreken echter voldoende gegevens.[10])

Wij zouden als onze mening willen uitspreken, dat een aantal verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen wellicht wat meer in aandelen kunnen beleggen, dan tot nu toe het geval is, maar dat het *mengen* van aandelen en vastrentende fondsen gewenst is. Dit zou - naar het voorstel van Ten Doeschate („Het vraagstuk van de kapitaalschaarste in Nederland, meer in het bijzonder de schaarste aan risicodragend kapitaal". Preadvies van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde 1950) - mogelijk maken een *splitsing* in de uitkering op een polis van levensverzekering in *een in guldens uitgedrukt vast* en een *variabel deel,* waarvan het laatste bedrag bepaald wordt door de resultaten behaald met en op een belegging in aandelen.

Tenslotte komen wij tot een naar onze mening zeer belangrijke vorm van levens-

verzekering, die in het laatste jaar door alle maatschappijen in een of andere vorm is ingevoerd.

V. „UNIT" VERZEKERINGEN

Bij dit soort verzekeringen worden de uitkeringen en de premies niet vastgesteld in guldens, maar in *„waardevaste" eenheden.* De suggesties in deze richting zijn geopperd door Prof. Mr. J. G. Koopmans in een tweetal artikelen in de Econ. Statistische Berichten nl. „Een verstopte bron van risicodragend kapitaal" (22 nov. 1950) en „Levensverzekering bij veranderlijke koopkracht van de geldeenheid" (20 juni 1951). Naar aanleiding daarvan zijn tal van discussies gevoerd, waarop wij hier niet zullen ingaan.

V. 1

Het plan Koopmans kwam neer op het ontwerpen van polissen, waarin de aanspraken op uitkeringen uitgedrukt zouden worden in *„units" die een zekere waardevastheid zouden bezitten.* Aangezien aandelen een zekere mate van waardevastheid plegen te vertonen, kwam Koopmans op het idee *gedeelten van aandelenportefeuilles als eenheid* te doen gebruiken. Teneinde het specifieke risico verbonden aan afzonderlijke aandelen, zoveel mogelijk uit te schakelen door toepassing van een ruime risicospreiding, zou een soortgelijk systeem moeten worden gevolgd als de beleggingsconsortia of beleggingstrust. Deze vormen voor haar deelnemers *„beleggingsdepots"* in elk waarvan een vrij omvangrijke selectie van verschillende categorieën van aandelen is opgenomen. Aan de deelnemers worden *„depotfractiebewijzen"* uitgereikt, die elk - gegeven n fracties per depot - 1/n van een bepaald depot vertegenwoordigen.

De levensverzekeringsmaatschappijen zouden naar analogie daarvan *„beleggingsdepots"* moeten vormen. De eenheden, waarin de volgens de polissen uit te keren bedragen, de premiën en de premiereserve zouden moeten luiden, zouden dan *„depotfracties"* moeten zijn, die elk - gegeven n fracties per depot - 1/n deel van een bepaald beleggingsdepot zouden vertegenwoordigen.

De feitelijke afrekeningen van premiën, koopsommen en uitkeringen zouden in guldens blijven geschieden, maar de *betrokken guldensbedragen* zouden steeds berekend moeten worden naar de *koerswaarde* (beurswaarde) van de betrokken depotfracties op het *tijdstip van afrekening.* Door belegging van de premiereserve in de depotfracties, waarin de verplichtingen jegens de verzekerden luiden, zou aan het traditionele, juiste beginsel van *valuta-evenwicht* voldaan worden.

Op deze wijze zou een *combinatie* kunnen worden verkregen van *dekking* tegen het sterfterisico, *beperking* - zij het geen volledige dekking - van het *valutarisico* en *beperking* - zij het ook weer geen volledige dekking - van het *beleggingsrisico,* dat in aandelendepots schuilt. De mogelijke varianten t.a.v. samenstelling en het beheer van de beleggingsdepots laten wij onbesproken.

Het plan Koopmans hield niet in, dat niet naast elkaar verzekeringen in guldens en verzekeringen in „units" - zulks ter keuze van de aspirantverzekerden - zouden kunnen worden gesloten.

Aan het plan zijn enige *technische moeilijkheden* verbonden, die in de discussies daarover ook naar voren kwamen. Wij volstaan met de vermelding van een tweetal daarvan .

- De bepaling van de *rentebasis* wordt moeilijker, gezien het meer wisselende en onzekere rendement van aandelen.
- De koersen van de aandelen zijn van dag tot dag aan tijdelijke *toevallige invloeden* onderhevig.

Om onbillijkheden te voorkomen zou men kunnen denken aan een *waardebepaling van de „units", gebaseerd op gemiddelde beurswaarden over betrekkelijk lange perioden* (bv. een maand). De uitkerings-gerechtigden zouden het ontvangen van het hen toekomende bedrag binnen nader te bepalen tijdsgrenzen kunnen uitstellen tot een zo gunstig mogelijk geacht tijdstip.

V. 2 N.V. de Waerdije, Maatschappij van Levensverzekering op basis van belegging in aandelen te Rotterdam

Deze in 1956 opgerichte Maatschappij heeft haar systeem gebaseerd op de grondgedachten van het plan Koopmans. De rekeneenheid is *de waerdije-fractie* (w.f.) waarin rechten, koopsommen of premies worden uitgedrukt. *Maandelijks wordt de guldenswaarde van de w.f. vastgesteld.* Zou de premie te zwaar worden, dan kan de verzekerde som verminderd worden zonder dat dit verlies oplevert. De belegging vindt uitsluitend plaats in aandelen van het Rotterdams Beleggingsconsortorium (Robeco), één van de grootste beleggingsmaatschappijen ter wereld.

Om *speculatie te vermijden* is bepaald dat *afkoop* en *belening* van de polis alleen kan plaats vinden *op basis van de guldenswaarde van de w.f., die geldt in de maand volgende op die waarin het verzoek tot afkoop en belening wordt gedaan.* Voor bijzondere gevallen bevat de polis beperkende bepalingen.

Bij *beëindiging* van een kapitaalverzekering, dus bij de *uitkering*, is de polishouder in de gelegenheid te kiezen tussen:
- voortzetting van de verzekering;
- uitbetaling in termijnen (hierbij blijft de verzekerde het sterfterisico dragen);
- omzetting in een lijfrente.

Deze keuze-mogelijkheid is van belang omdat bij een *uitkering ineens* de situatie zich kan voordoen, dat de *guldenswaarde der w.f.* door omstandigheden *abnormaal laag* is. Men is dan in de gelegenheid een stijging der w.f. waarde af te wachten.

De Waerdije vestigt er de aandacht op dat haar polis *geen „koopkrachtpolis"* is. Zij wijst op de *wenselijkheid* om een *bepaalde verhouding, tussen polissen in guldens en polissen in w.f. aan te houden* (dit werd ook reeds door Kuin, Van Leeuwen en anderen gedaan - gemengde belegging). De guldensverzekeringen kunnen worden ondergebracht in de „Stad Rotterdam", de levensverzekeringsmaatschappij met wie de Waerdije samenwerkt.

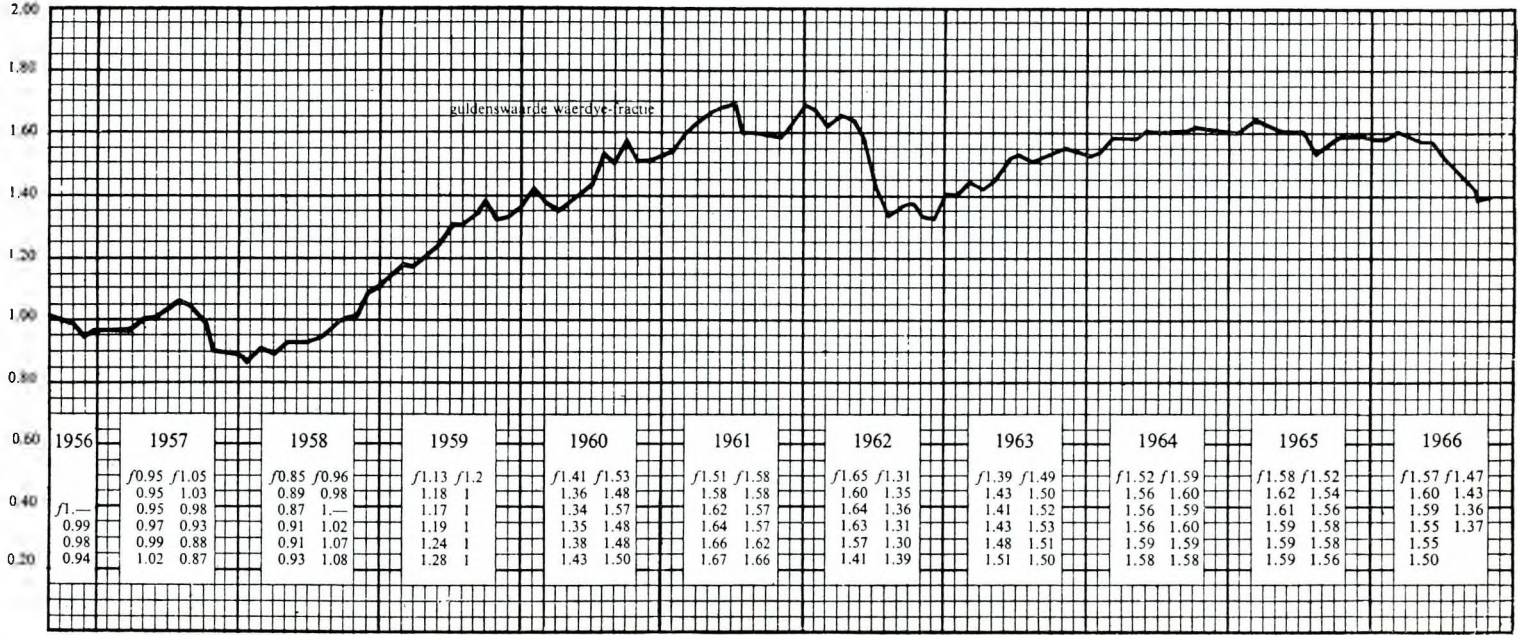
Wij laten hieronder ter illustratie een grafiek volgen, overgenomen uit de „Waerdije foliant" van november 1966.

Het zou belangrijk zijn om het verloop van de *kosten van levensonderhoud (waardevast)* en die van de *lonen* in deze grafiek op te nemen. Tot onze spijt beschikken wij niet over deze gegevens.

Het verzekeringssysteem van de Waerdije heeft veel kritiek uitgelokt. De volgens het traditionele stelsel werkende verzekeringsmaatschappijen hebben op een gegeven moment alle publiciteit d.m.v. de Ned. Vereniging tot bevordering van het levensverzekeringsbedrijf verboden (niet officieel). Doodzwijgen was het consigne.

Grafiek guldenswaarde van de Waerdyefractie sinds 1 september 1956

Bij De Waerdye luiden alle op geld waardeerbare rechten en verplichtingen in de polissen in Waerdye-fracties. Maandelijks wordt voor deze Waerdye-fracties een guldenswaarde berekend, waardoor aanpassing plaatsvindt aan de koersbeweging van het aandeel ROBECO en waardoor de invloed van het rendement tot uitdrukking wordt gebracht.



1956	1957		1958		1959		1960		1961		1962		1963		1964		1965		1966	
	f0.95	f1.05	f0.85	f0.96	f1.13	f1.2	f1.41	f1.53	f1.51	f1.58	f1.65	f1.31	f1.39	f1.49	f1.52	f1.59	f1.58	f1.52	f1.57	f1.47
	0.95	1.03	0.89	0.98	1.18	1	1.36	1.48	1.58	1.58	1.60	1.35	1.43	1.50	1.56	1.60	1.62	1.54	1.60	1.43
f1.—	0.95	0.98	0.87	1.—	1.17	1	1.34	1.57	1.62	1.57	1.64	1.36	1.41	1.52	1.56	1.59	1.61	1.56	1.59	1.36
0.99	0.97	0.93	0.91	1.02	1.19	1	1.35	1.48	1.64	1.57	1.63	1.31	1.43	1.53	1.56	1.60	1.59	1.58	1.55	1.37
0.98	0.99	0.88	0.91	1.07	1.24	1	1.38	1.48	1.66	1.62	1.57	1.30	1.48	1.51	1.59	1.59	1.59	1.58	1.55	
0.94	1.02	0.87	0.93	1.08	1.28	1	1.43	1.50	1.67	1.66	1.41	1.39	1.51	1.50	1.58	1.58	1.59	1.56	1.50	

Inmiddels is daarin verandering gekomen. Sinds 1 juli 1966 is het mogelijk geworden om bij alle verzekeringsmaatschappijen verzekeringen af te sluiten in „fractiebewijzen". Daartoe zijn veelal nieuwe beleggingsmaatschappijen opgericht. Het is de vraag of dit laatste nodig is. Het *voornaamste verschil* is dat zij zich *niet altijd binden aan belegging in aandelen van een bepaalde maatschappij*. Wel worden eigen beleggingsmaatschappijen opgericht.

VI. KORTE SAMENVATTING

Absoluut waarde- of welvaartsvaste verzekeringen of pensioenen zijn onbereikbaar. Zij zijn het gemakkelijkste te verwezenlijken door financiering volgens het omslagstelsel. Dit is echter alleen mogelijk bij verzekeringen, die de gehele bevolking of althans een zeer grote bevolkingsgroep omvatten.

De voordelen van de welvaartsvaste verzekeringen worden dan gekocht door het accepteren van een *grote invloed van de overheid* of een *nationalisatie van het levensverzekeringsbedrijf*. Ook andere nadelen van het omslagstelsel moeten op de koop toe genomen worden.

Het verlaten van het kapitaaldekkingsstelsel zou grote hoeveelheden effecten op de markt brengen en de beurs dus in hevige mate kunnen verstoren. Eventueel zou een zeer grote geleidelijkheid moeten worden betracht.

Wij zijn echter voorstander van het *behoud van het particulier initiatief*, waar dit geen doorslaggevende bezwaren ontmoet. Daarom lijkt ons de oplossing, zoals deze door de Waerdije en sinds kort door andere levensverzekeringsmaatschappijen wordt geboden de meest aantrekkelijke.

Wij zijn er ons van bewust, dat hierover het laatste woord nog niet is gesproken. Aanspraak op enige volledigheid kan t.a.v. deze verhandeling vanzelfsprekend niet gemaakt worden.[11])

AANTEKENINGEN

1 Deze verhandeling werd geschreven ten behoeve van het Symposion 1967 over „Enkele aspecten van het inflatievraagstuk" aan de Economische faculteit der Vrije Universiteit.

2 Zie ook prof. Dr. H. Thierry: „Pensioen- en spaarfondsen in de private sector van het economisch leven", tweede druk, Samsom Alphen a/d Rijn 1955.

3 Het jaarverslag over 1966 van de AMRO bank wijdt een uitvoerige beschouwing aan het vraagstuk der welvaartsvaste pensioenen, dat het bedrijfsleven in beginsel voor een onoplosbaar probleem stelt.

4 Zie voor de betekenis van de rentebate bij de opbouw van het pensioen Thierry t.a.p. blz. 64.

5 Prof. Dr. Th. Limperg: „De betekenis van reserve- en fondsvorming der verzekeringen op de kapitaalmarkt"; Bedrijfseconomische Studiën, blz. 240 e.v. Prof. Dr. Abr. Mey: „De sanering van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds" in Bestuurswetenschappen 1956 en 1957.
Een andere mening wordt gegeven door Prof. Dr. N. J. Polak: „Kapitaalvor-

ming bij ouderdoms- en invaliditeitsverzekering", Verspreide geschriften deel II blz. 23 e.v.

6 Prof. Dr. H. J. Witteveen en Prof. Dr. W. Eizenga: „Ontwerp nr. 40009. Enige kritische opmerkingen" Maandblad Arbeid okt. 1955.

7 De rentevoet, die gewoonlijk ten grondslag ligt aan de actuariële berekeningen is 3½%. Gezien de stijging van de rentevoet, vooral gedurende het laatste jaar, lijkt ons een verhoging van de actuariële rentevoet zeer wel mogelijk.

8 Het rapport inzake de ouderdomsvoorziening d.m.v. bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen, uitgebracht door de commissie van het convent der Chr. Sociale Organisaties geeft op blz. 19 het volgende getallenvoorbeeld.

Bij een bestaand bedrijfspensioenfonds met een gegeven leeftijdsopbouw wordt een pensioen toegekend van *f* 13,— per dienstjaar met onder bepaalde voorwaarden een minimum van *f* 260,—. De bij de aanvang van het fonds voor de toegetreden deelnemers berekende netto doorsneepremie ouderdomspensioen is *f* 103,51. De actuariële (netto) premie ouderdomspensioen voor een 30-jarige is *f* 69,14. Toetreding van een 30-jarige geeft dus een overschot (sociale premie) van *f* 34,37. De contante waarde van de totale extra last voor de ouderen is *f* 2.415.650,—.

Wordt nu rekening gehouden met de vervanging van ouderen door jongeren gedurende een periode van 40 jaar (met een gemiddelde leeftijd van toetreding van 30 jaar), dan is per huidige en toekomstige deelnemer gedurende 40 jaar nodig *f* 23,65 aan sociale premie. Na 40 jaar is dan de volledige sociale premie beschikbaar.

9 Op 28 februari 1967 verklaarde de toenmaals demissionaire minister van financiën Prof. Dr. J. Zijlstra, dat indexering van overheidsschuld d.m.v. koppeling aan een prijsindexcijfer ongewenst is. Het zou de krachten, die het inflatieproces tegengaan, verslappen, dit te meer nog daar deze praktijk dan ook buiten de overheid ingang zou gaan vinden.

10 In het Bank- en Verzekeringsnummer 1967 van Het Algemeen Handelsblad geeft Drs. Termeer in een artikel: „Belegging in aandelen als bescherming tegen inflatie" een overzicht over de ontwikkeling van het „reëel dividend" (dividendinkomen van jaar tot jaar gedeeld door het indexcijfer van de kosten van levensonderhoud van dat jaar). Hij neemt als periode van onderzoek 1922 tot 1965. Over de wenselijkheid van het jaar 1922 als basisjaar valt te discussiëren. Hij gaat dan na en brengt in grafieken de ontwikkeling van het reële dividend van Philips, Unilever, Koninlijke Petroleum, Handel enz. en Banken. De uitkomsten leiden nagenoeg tot dezelfde conclusies - alleen meer gedetailleerd - die wij in het artikel vermelden.

Als punt van kritiek kan naar voren worden gebracht, dat hij onder het hoofd „Handel enz." een zeer heterogeen gezelschap van ondernemingen samenbrengt, waartoe ook een enkele groei-onderneming behoort. Aangezien de conclusies t.a.v. de laatstgenoemde categorie van ondernemingen anders (gunstiger) zijn dan t.a.v. de Handelsondernemingen in het algemeen, zijn de onder „Handel enz." gegeven resultaten en de daarop steunende grafiek minder betrouwbaar.

11 Toen dit artikel reeds was afgesloten verscheen in het Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -organisatie van december 1966 een bijdrage van J. H. van Lingen over „Levensverzekering op basis van belegging in aandelen".

Hierin wordt o.a. een uitvoerige uiteenzetting en kritiek op „De Waerdije" gegeven. Wij vonden daarin echter geen aanleiding om deze alsnog in ons artikel over te nemen.

Ook de voor- en nadelen van waardevaste t.o.v. welvaartsvaste pensioenen werden niet behandeld, omdat dit ons te veel op het - op zichzelf zeer belangrijke - terrein van de macro-economie zou brengen.

Eveneens werd slechts terloops gewezen op de tendenzen tot inflatoire of deflatoire ontwikkeling bij de verschillende financieringsmethoden. De grootte van de productiviteitsstijging, de loonontwikkeling en de verdeling van de „ruimte" tussen de werkenden en de niet meer in het productieproces ingeschakelden, zijn slechts enkele factoren, die hierbij een belangrijke rol sspelen.