

Transparantie over pensioen: een vergelijking tussen verzekeraars en pensioenfondsen

Inleiding

De toekomst van ons pensioensysteem staat ter discussie. Veel pensioenfondsen hebben al lang niet meer geïndexeerd en in een aantal gevallen is er al gekort. Feitelijk is er sprake van een CDC-systeem waarbij de deelnemer zelf het beleggingsrisico draagt. De vraag is dan wat de voordelen zijn van een collectief systeem met solidariteit tussen generaties ten opzichte van een stelsel bij private verzekeraars op individuele basis.

De auteur heeft in opdracht van de Algemene Pensioengroep een onderzoek gedaan naar de verschillen tussen beide stelsels. Daarbij is veel aandacht geschonken aan de verschillen in kosten en beleggingsbeleid. De conclusies zijn dat verzekeraars met name op het gebied van beleggingskosten en actuariële premies aanzienlijk duurder zijn dan pensioenfondsen. Omdat ze een defensievere beleggingsmix hebben, zijn hun uiteindelijke resultaten veel minder goed dan die van pensioenfondsen. Verzekeraars hebben als nadeel dat zij gedurende de uitkeringsfase nu eenmaal een zeer defensieve asset mix moeten aanhouden. Dat pakt met de huidige

extreem lage rente uiteindelijk zeer nadelig uit voor hun klanten.

Een collectief systeem met enige vorm van inter-generationale risicodeling is aantrekkelijk omdat de fondsen langdurig met een meer offensieve mix kunnen werken. Voor de huidige nadelen, zoals de doorsneepremie en het gebrek aan keuzemogelijkheden, zou nu een oplossing moeten worden gezocht.

Vraagstelling

De vraag wat collectieve en individuele regelingen nu precies betekenen in termen van rendement, risico én kosten komt in het maatschappelijk debat slechts in beperkte mate aan de orde. De vraag is daarom wat zijn de werkelijke kosten, risico's en opbrengsten van een *collectief* en daarnaast die van een *individueel* product, uitgevoerd door een pensioenfonds respectievelijk een commerciële levensverzekeraar?

Uiteraard verschillen de producten wezenlijk van aard. Collectieve producten geven voorwaardelijk

Auteur
Jaap Koelewijn'



aanspraak op een recht. Dat recht wordt door diverse oorzaken steeds zachter in die zin dat de uiteindelijke uitkering steeds meer gaat meebewegen met de ontwikkelingen op de financiële markten en de stijgende levensverwachting. Bij een collectieve regeling zijn er verschillende vormen van solidariteit en zijn er buffermechanismen die de effecten van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt mitigeren. Zelfs als er meer risico bij de deelnemers ligt, kennen collectieve regelingen belangrijke voordelen zoals de kans op indexatie – een belangrijk doel is immers het in stand houden van de koopkracht – en het langer kunnen profiteren van een beter renderende asset mix na pensioendatum.

Het individuele product geeft tijdens de uitkeringsfase in beginsel recht op een gegarandeerde eeuwigdurende uitkering. Bij de opbouw van zijn kapitaal kan de rechthebbende binnen bepaalde grenzen risico nemen, zij het dat dit risico afneemt met het verstrijken van de tijd. Op basis daarvan kan hij uiteindelijk een eeuwigdurende uitkering inkopen. Die ligt vast en is afhankelijk van de alsdan geldende rente. Er is daarom sprake van een conversierisico.

Deze bijdrage legt de nadruk op een aantal onderwerpen. In de eerste plaats besteed ik aandacht aan de verschillen in strategisch beleggingsbeleid tussen pensioenfondsen en verzekeraars. In de tweede plaats analyseer ik de verschillen in verdienmodellen en kostenbelading. Als derde aandachtspunt onderzoek ik de manier waarop de partijen hun beleid implementeren met verschillende asset classes. In de vierde plaats ga ik in op het conversierisico. Dit ontstaat door de omstandigheid dat de polishouder aan het einde van zijn opbouwperiode een gegarandeerde levenslange uitkering moet aankopen.

Wat wordt er vergeleken en met welk doel?

In deze bijdrage maak ik een vergelijking tussen **collectieve** arrangementen bij een pensioenfonds en **individuele** regelingen bij een verzekeraar. Dat heeft een aantal implicaties. De belangrijkste is dat er bij pensioenfondsen sprake is van risicodeling tussen generaties. Dat is bij de individuele regelingen bij verzekeraars niet het geval. Een belangrijk uitgangspunt is dat bij de pensioenfondsen met een meer risicovolle asset mix gewerkt wordt. Dit heeft een grote impact op het te bereiken resultaat.

De overweging om juist deze ‘extreme’ vergelijking te maken, is dat in het maatschappelijk debat sterk de nadruk wordt gelegd op de wens, c.q. noodzaak, pensioenen individueel op te bouwen. In dit onderzoek worden de twee ‘uitersten’ naast elkaar gezet. Er zijn verschillen in strategisch beleggingsbeleid, verdienmodellen, kostenniveau’s en structuren; de invulling van de portefeuilles verschilt en er is wel of geen sprake van conversierisico. Deze verschillen worden hierna verder uitgewerkt. Dat laat onverlet dat verzekeraars een collectieve PPI oplossing aanbieden, die aanzienlijk goedkoper is dan de huidige

individuele oplossingen. Bij de PPI is er echter geen sprake van risicodeling tussen generaties.

Het maatschappelijk debat over collectieve pensioenen

In het maatschappelijk debat staan het nut en noodzaak van collectieve regelingen steeds meer onder druk. Men wijst op het, als bevoogdend ervaren, verplichte karakter van de regelingen. Door het gebrek aan concurrentie tussen pensioenfondsen zouden de kosten te hoog zijn. In verschillende publicaties is gewezen op het gegeven dat pensioenfondsen, op een wijze die vergelijkbaar is met die van verzekeraars, aanzienlijke kosten in rekening brengen. Nu de deelnemers zelf materieel al de beleggingsrisico’s dragen, is het de vraag wat dan nog de toegevoegde waarde is van collectieve verplichte regelingen.

Collectieve arrangementen bij pensioenfondsen worden vergeleken met individuele bij verzekeraars

Een transitie naar een systeem waarin de deelnemers individueel rechten zouden opbouwen, zou om deze redenen te overwegen zijn. Er zou sprake kunnen zijn van meer keuzevrijheid, zoals de mogelijkheid om de premie tijdelijk aan te wenden voor de aflossing van de hypotheek, en maatwerk. De deelnemer zou een regeling kunnen kiezen die meer bij zijn persoonlijke wensen aansluit. Hij zou invloed kunnen hebben op het te kiezen risicoprofiel van zijn beleggingen en op de duur en hoogte van zijn uitkeringen. Verder zou men in een individueel systeem niet het nadeel hebben van de doorsneepremie.

Een ander argument dat in de discussie naar voren komt, is dat de kosten van pensioenfondsen hoog, c.q. niet transparant zouden zijn. Omdat de dekingsgraden onder druk staan, is het begrijpelijk dat de aandacht voor de kosten, en dan met name die van de beleggingen, toeneemt. Door de deelnemers meer keuzevrijheid te geven zou de concurrentie tussen de aanbieders van pensioenregelingen kunnen toenemen. Idealiter zou dat tot lagere kosten moeten leiden. Uit een onderzoek van PwC komt naar voren dat met name kleine pensioenfondsen hoge kosten van uitvoering kennen. Verzekeraars zouden, volgens dit onderzoek, in staat zijn om tegen lagere kosten de administratie te verzorgen. Het onderzoek richtte zich niet op de beleggingskosten. Uit het onderzoek van PwC komt niet naar

voren of verzekeraars een deel van hun kosten onderbrengen bij de beleggingskosten.

Verschillen in strategisch beleggingsbeleid bij pensioenfondsen en verzekeraar

De assetmix gedurende de opbouwfase

Pensioenfondsen zijn in staat om permanent met een meer risicovolle assetmix te beleggen dan verzekeraars. Dat geldt zowel gedurende de opbouw- als de uitkeringsfase. Zij kunnen, vanwege de lagere zekerheidsmaatstaf, meer risico nemen en door de intergenerationele deling van risico's hebben zij een breder draagvlak voor risico's. Het gegeven dat zij met meer risico kunnen beleggen, brengt met zich mee dat op de lange termijn de uitkeringen hoger kunnen zijn. De neerwaartse risico's zijn uiteraard ook aanwezig en zij kunnen in de negatieve scenario's zeer aanzienlijk zijn. Verzekeraars daarentegen hebben minder mogelijkheden om hun klanten een offensieve mix aan te bieden. In de opbouwfase bieden zij de mogelijkheid van vermogensopbouw door middel van een *life cycle product* aan, dat voorziet in een graduele afbouw van de risico's.

De assetmix in de uitkeringsfase

Anders dan bij verzekeraars kan de deelnemer van een pensioenfonds na pensioendatum doorgaan met een meer risicovolle asset mix. Bij een verzekeraar is er sprake van een gedwongen conversie, waarbij de vigerende rentestand bepalend is voor de hoogte van de uitkering. Dit impliceert dat er een aanzienlijk risico bestaat dat de klant tegen een zeer lage rente een uitkering moet aankopen (zie Figuur 1). In het licht van de toegenomen levensverwachting zullen de verzekeraars prudent omgaan met het aangaan van verplichtingen. Ook dit werkt drukkend op de uitkering. De pensioenfondsen hebben in het verleden de stijgende levensverwachting vaak ten laste gebracht van de solvabiliteit.

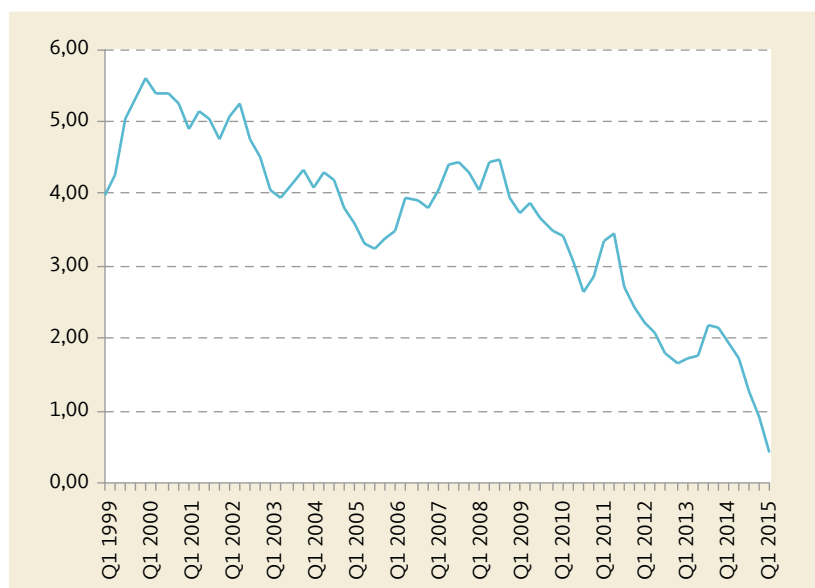
Illiquide activa

Door de aard van hun verplichtingen – de zeer lange horizon – zijn pensioenfondsen in staat om minder liquide activa in hun portefeuille op te nemen. Een deel van deze beleggingen levert een iets hoger rendement op dan zakelijke waarden. Dat is niet het enige voordeel. Er is onder normale omstandigheden ook sprake van een diversificatievoordeel omdat de toegevoegde asset categorieën niet volledig correleren met zakelijke waarden en obligaties.

Schaalvoordelen

De kosten van pensioenfondsen zullen, vanwege de schaalvoordelen, in het algemeen lager zijn dan die van verzekeraars. Waar het gaat om de actuariële premies zullen met name de grote pensioenfondsen profiteren van hun schaalgrootte. Ze kunnen daarnaast profiteren van schaalvoordelen bij beleggen en administratie. Ze hebben minder administratieve druk op hun organisaties omdat ze minder

Figuur 1 10-jaars Staatsobligaties 1/1/1990-1/1/2015



regelingen hoeven uit te voeren. Verzekeraars voeren echter veel verschillende soorten regelingen uit. Dit leidt in beginsel tot hogere kosten per verzekerde. De uitkomsten van empirisch onderzoek indiceren echter dat dit niet altijd zo is.²

In de literatuur voert men een discussie over de vraag of er sprake is van een optimale omvang van pensioenfondsen. Het onderzoek van Bikker indiceert dat daarvan sprake is. Vooral grote pensioenfondsen kunnen profiteren van schaalvoordelen in hun administratieve processen. Ook dalen de beleggingskosten naarmate een pensioenfonds meer omvang heeft.³ Uit een onderzoek van PwC – in opdracht van het Verbond van Verzekeraars – komt een gemengd beeld naar voren.

Transparantie bij verzekeraars verbeterd maar nog niet optimaal

Een van de conclusies is dat vooral kleine pensioenfondsen het minder goed doen qua uitvoeringskosten dan verzekeraars. Verzekeraars zouden beter in staat zijn een aanzienlijk aantal regelingen uit te voeren dan pensioenfondsen. Het rapport indiceert wel dat het moeilijk is om generieke conclusies te trekken. Zo blijft naar mijn oordeel onduidelijk of, en zo ja in welke mate, de verzekeraars binnen hun verdienmodel de inkomsten van de beleggingen aanwenden voor interne subsidiëring van hun administratieve kosten. Verzekeraars hebben er belang bij om hun geoffreerde administratieve lasten zo laag mogelijk te houden, omdat zij in een competitieve omgeving werken. Omdat de klant in het offertetraject geen inzage krijgt in de kosten van

beleggingen, is het in onze ogen denkbaar dat zij intern schuiven met hun kosten.

Transparantie bij verzekeraars

Een belangrijk punt van aandacht is de wijze waarop verzekeraars hun winstdoelstelling realiseren. In beginsel zijn er drie soorten kosten die zij aan de klant in rekening brengen. In de eerste plaats is er de directe kostendoorberekening zoals die in de bijsluiter wordt vermeld. In de tweede plaats kan via de actuariële premie winst worden behaald. De verzekeraar zal, ook omdat hij prudent dient te handelen, de premie zodanig bepalen dat er een gerede kans is dat hij een sterftewinst realiseert. In de derde plaats kunnen de verzekeraars via de beleggingspool, waarin zij hun middelen beleggen kosten in rekening brengen. Daarmee is niet op voorhand gezegd dat de kosten van verzekeraars noodzakelijk hoger zullen zijn dan die van pensioenfondsen. Zij werken in beginsel in een competitieve omgeving, waardoor zij genoodzaakt zouden moeten zijn hun kosten goed te beheersen.

De discussie na 1995 over kosten bij verzekeraars

De kosten die zowel pensioenfondsen als verzekeraars maken, zijn de afgelopen jaren onderwerp geweest van een intensieve maatschappelijke discussie. In eerste aanleg spitste deze zich toe op de kostenbelading van de producten van verzekeraars. In het bijzonder de beleggingsverzekeringen zijn een onderwerp van discussie en onderzoek geweest. Al in 1995 publiceerde Boot een onderzoek naar de kosten van beleggingsverzekeringen. Zijn conclusie destijds was dat de kostenbelastingen van deze producten naar zijn oordeel zeer hoog waren. Daardoor konden de klanten slecht 33% van het beoogde fiscale voordeel daadwerkelijk realiseren. Boot concludeerde destijds al dat de verzekeraars op twee manieren kosten verrekenen. Dat is in de eerste plaats door op de te beleggen bedragen kosten in te houden. Daarnaast brengen de verzekeraars via de pensioenfondsen waarin ze beleggen kosten in rekening. De kritiek die Boot destijds leverde, was dat de producten weinig transparant waren en dat de vooraf getoonde te behalen rendementen vaak niet realistisch waren. Ook was men weinig transparant over de kosten en werd niet duidelijk gemaakt wat de gevolgen zouden zijn van tegenvallende beleggingsopbrengsten op de hoogte van de te betalen premie voor de overlijdensrisicoverzekering.

Verbeteringen door invoering bijsluiter; provisieverbod

Inmiddels is er, na veel maatschappelijke onrust en uitgebreid onderzoek door de AFM en andere partijen, bij verzekeraars veel veranderd op het gebied van transparantie vooraf. Ook zijn de kosten die de klant indirect toegerekend worden in aanzienlijke mate verlaagd. Het gaat hier specifiek om de eerste kosten ter zake van provisies die aan de tussenpersonen werden betaald. Omdat de tussenpersonen geen provisie meer van de verzekeraar mogen ontvangen, drukken deze kosten niet langer op de in te leggen bedragen. Hoewel de klant nog steeds voor

advies betaalt – dat gebeurt nu rechtstreeks aan de adviseur – bestaat de indruk dat er per saldo sprake is van een kostenverlaging ten opzichte van de vroeger bestaande situatie.

De door de verzekeraars verstrekte bijsluiters geven meer dan voorheen inzicht in de aan de klant doorberekende kosten. Uit deze bijsluiters blijkt dat ze kosten in rekening brengen voor hun administratieve apparaat en dat er een actuariële premie in rekening wordt gebracht. De hoogte van de kosten alsmede de premiestelling verschilt van geval tot geval.

Beleggingskosten bij verzekeraars vooraf niet transparant

Op één onderdeel zijn de verzekeraars naar onze opvatting echter nog verre van transparant. Zij tonen in hun bijsluiters slechts de theoretische nettorendementen van de beleggingen. Zij rekenen dus voor wat de beleggingsopbrengsten zullen zijn als het onderliggende product een bepaald rendement **na** kosten heeft gerealiseerd. De bijsluiters geven echter geen inzicht in de kosten die gerelateerd zijn aan de beleggingen. Daardoor ontstaat een onvolledig beeld. In de volgende paragraaf geef ik aan wat de door mij geraamde kosten van de beleggingen zijn. Dat doe ik aan de hand van de publicaties van de verzekeraars over hun beleggingspools. Er zijn overigens aanwijzingen dat als de verzekeraar *niet* in eigen fondsen belegt, waardoor hij dus inkomsten misloopt, hij deze kosten direct aan de klant in rekening brengt. De kostenbelading van producten van verzekeraars die niet in eigen pools beleggen, blijken hoger te zijn dan die van verzekeraars die dat wel doen.

Transparantie bij pensioenfondsen

Anders dan voor verzekeraars is er voor pensioenfondsen geen wettelijke verplichting om transparantie vooraf te geven over de aan hun activiteiten verbonden kosten. Er zijn wel regels die toezien op de transparantie die in de communicatie met deelnemers betracht moet worden. Voor een deel zijn deze kosten echter wel te bepalen aan de hand van de jaarverslagen. Daarnaast heeft de sector zelf – mede onder druk van het publieke debat en de deelnemers – initiatieven ontwikkeld om meer duidelijkheid over de kosten te verschaffen. De Pensioenfederatie heeft hiervoor een kader ontwikkeld en een kader opgesteld waarbinnen de pensioenfondsen zich kunnen verantwoorden.⁴ Hoewel er geen wettelijke verplichting is, verschaffen de pensioenfondsen op vrijwillige basis steeds meer duidelijkheid. Niet onvermeld mag blijven dat ook de toezichthouder druk op de sector heeft uitgeoefend en nog steeds uitoefent om meer inzicht te geven in de kosten. Een aantal grote pensioenfondsen heeft hierin het initiatief genomen, maar ook een flink aantal kleine en middelgrote pensioenfondsen rapporteren ondertussen gedetailleerd over hun kosten. De toezichthouder heeft hierover op haar beurt uitgebreid gerapporteerd. De conclusie was dat de transparantie sterk

verbeterd was. Vooral de grote fondsen geven een goed inzicht in de kosten.

Grenzen aan de transparantie van pensioenfondsen en verzekeraars

In een aantal opzichten is de transparantie over de kosten van zowel de pensioenfondsen als verzekeraars nog niet volledig, zij het dat er wel sprake is van duidelijke vooruitgang. Het gaat hier om drie soorten kosten: transactiekosten van beleggingen die niet via een gereguleerde markt worden verhandeld, kosten van complexe structuren en prestatiegerelateerde beloningen. Er zijn in dit opzicht verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars.

In de eerste plaats is het niet altijd mogelijk om de transactiekosten van het beleggen goed te rapporteren. Vaak worden transacties op een netto-basis gevoerd. Er worden dan geen expliciete kosten in rekening gebracht. De kosten worden namelijk verwerkt door middel van een *spread* tussen de bied- en laatprijs. De Pensioenfederatie noemt dit in haar modelrapportage dan ook expliciet. De fondsen die deze modelrapportage hebben geïmplementeerd melden deze kosten.

Een tweede soort kosten hangt samen met het gegeven dat de vermogensbeheerder belegt in een structuur waarbinnen één fonds – het paraplufonds – belegt in subfondsen. Deze fund-of-funds structuur wordt met name gebruikt voor beleggen in hedge funds en private equity. Het is op het niveau van het hoofdfonds niet altijd mogelijk om te bepalen wat de totale kosten zijn geweest omdat de onderliggende fondsen niet altijd duidelijkheid verstrekken over hun eigen kosten. De paraplufondsen werken in de praktijk daarom vaak met de netto-rendementen van de onderliggende fondsen. Hierdoor raken de werkelijke kosten versluierd.

Prestatiegerelateerde beloningen blijven een gevoelig onderwerp

Nu is er de afgelopen jaren veel verbeterd op het gebied van transparantie van transactiekosten en fund-of-funds structuren. Dat geldt primair voor pensioenfondsen. Omdat de pensioenfondsen zelf ook inzien dat het noodzakelijk is om hun kosten inzichtelijk te maken en te beheersen hebben zij weten te bewerkstellingen dat de fondsbeheerders op basis van een *look through* benadering aan hen rapporteren. Hierdoor is de kwaliteit van de informatie sterk verbeterd. Bij de verzekeraars heb ik hierover geen informatie kunnen vinden. Voor zover deze beschikbaar is, geeft deze geen duidelijkheid over de kosten van fund-of-funds.

Een derde en laatste onderdeel van de kosten zijn de prestatiegerelateerde beloningen. Vooral bij beleggingen in minder liquide activa is het zeer gebruikelijk dat de beheerder een beloning krijgt die gerelateerd is aan de door hem geleverde prestatie. Er zijn twee overwegingen om een prestatiebeloning toe te kennen. De eerste is dat de investeerder bij minder liquide beleggingen een actieve rol vervult bij het zoeken naar beleggingsalternatieven en gedurende de looptijd van de investering ook vaak actief betrokken is bij het beheer ervan. Zijn activiteiten zijn voor een belangrijk deel bepalend voor de te behalen resultaten. De tweede is dat de waardering van de beleggingen gedurende de looptijd als regel gecompliceerd is. Omdat de activa illiquide zijn, is het moeilijk om een goede marktwaarde te bepalen. Om deze reden kiest men er in de praktijk vaak voor om pas af te rekenen met de beheerder op het moment dat de activa vervreemd worden. Hierdoor loopt men niet het risico dat de beheerder op grond van een subjectieve tussentijdse waardering een onjuiste beloning krijgt.

Daarnaast wordt er voor een prestatiegerelateerde beloning gekozen opdat de kosten tijdens de fase van actief beheer gedrukt kunnen worden. Hierdoor kunnen de kosten beheersbaar blijven en ontvangt de beheerder pas een beloning als er daadwerkelijk een prestatie is geleverd. Met deze voorwaardelijke vorm van belonen streven de pensioenfondsen er ook naar om de belangen van de deelnemers en de vermogensbeheerders zoveel mogelijk met elkaar in lijn te brengen. De kans dat de beheerder misbruik maakt van de informatie-asymmetrie door bijvoorbeeld veel risico te nemen dan wel de beleggingen te hoog te waarderen wordt erdoor verkleind. Een consequentie van deze wijze van belonen is wel, dat als de beloningen daadwerkelijk worden toegekend, ze aanzienlijk kunnen zijn.

Conclusie: verzekeraars hebben nog een weg te gaan; pensioenfondsen geven veel meer openheid

Uit het onderzoek komt naar voren dat de pensioenfondsen flinke stappen hebben gezet met betrekking tot de rapportage van de verschillende soorten kosten. Naar mijn oordeel blijven de verzekeraars daarbij achter. Zeker hun *ex-ante* inzichtelijkheid is onder de maat. De kosten van beleggen zijn bij de verzekeraars voor de individuele consument niet vooraf inzichtelijk. Ze staan niet in de bijsluiters. Pas achteraf krijgen zij globale informatie over de kosten. Voor zover er publieke informatie is over de kosten is deze summier. Men meldt niet de zogenaamde *Total Cost of Ownership*. De pensioenfondsen doen het in dit opzicht aanzienlijk beter, hoewel volgens de AFM de onderbouwing van de kosten – waarom maakt men ze en hoe zijn de kosten gerelateerd aan de opbrengsten – beter zou kunnen.

Nochtans ben ik van mening dat er met betrekking tot de kosten van pensioenfondsen op grond van openbare bronnen in voldoende mate onderbouwde

uitspraken gedaan kunnen worden. Voor wat betreft de kosten van de verzekeraars ligt dat genuanceerder. Uit openbare bronnen is er summiere informatie te halen, die ik in gesprekken met deskundigen heb getoetst. Hieruit kwam naar voren dat er nog steeds kosten zijn die niet expliciet gemeld worden, maar in de koersen worden verwerkt. Ik heb daarvoor op basis van openbare bronnen en mondelinge informatie schattingen gemaakt.

Cijfermatige onderbouwing

Kosten en actuariële premies tijdens de opbouwfase

Zowel bij pensioenfondsen als bij verzekeraars betaalt de deelnemer/klant een actuariële premie voor het overlijdensrisico en de pensioenopbouw bij arbeidsongeschiktheid. Hoewel dit geen ‘harde’ kostenpost is, wordt de premie wel in mindering gebracht op de te beleggen bedragen. Uiteindelijk komen de ingehouden premies weer ten goede aan de rechthebbenden, zij het dat er bij verzekeraars mogelijk nog een winstmarge wordt gerealiseerd. Uit de jaarverslagen van de pensioenfondsen is de hoogte van de premies niet of moeilijk te destilleren. Ik heb mij daarom gebaseerd op de informatie die van pensioenfondsen direct is verkregen. De pensioenfondsen houden door middel van een kostenopslag een deel van de premie in ter compensatie van hun administratieve kosten, anders dan die van vermogensbeheer.

De verzekeraars melden de premies in de bijsluiters. De verzekeringspremies voor actuariële risico’s bij verzekeraars variëren binnen een bandbreedte van 7% tot 10% van de ingelegde premies. Bij zowel pensioenfondsen als verzekeraars ga ik ervan uit dat de actuariële premies op de stortingen worden ingehouden.

Bij pensioenfondsen raam ik dat 5% van de ingelegde premies dient ter afdekking van de kosten anders dan die van vermogensbeheer. Het gaat hier voornamelijk om administratiekosten.

Ook de verzekeraars houden kosten in voor hun administratieve apparaat. De kostenbelading is grosso modo tussen de 12% en 20% van de ingelegde premies. In berekeningen ga ik ervan uit dat bij verzekeraars 15% aan kosten wordt ingehouden. Voor alle duidelijkheid, het gaat hier om de kosten van de administratie en overige kosten voor het apparaat van de verzekeraars.

Kosten tijdens de uitkeringsfase

Tijdens de uitkeringsfase worden ook premies ingehouden om daarmee het nabestaandenpensioen te kunnen financieren. Ook is er sprake van administratiekosten en kosten van vermogensbeheer. De kosten voor administratie worden in mindering gebracht op de belegbare premie terwijl de kosten van vermogensbeheer ten laste komen van het vermogen. De actuariële premies van de verzekeraars in

de uitkeringsfase bleken uit openbare bronnen niet te achterhalen te zijn. Uit mondelinge informatie is mij gebleken dat ze niet erg hoog zijn. Deze post laat ik buiten beschouwing. De kosten van het vermogensbeheer, die ten laste komen van het beleggingsresultaat, zijn conform de kosten in de opbouwfase.

Kosten vermogensbeheer

De pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren meer duidelijkheid verschaft over hun kosten voor vermogensbeheer. Er is een publicatie van de Pensioenfederatie op basis waarvan een referentie bepaald kan worden voor de verantwoording van de kosten. Ook publiceren verschillende pensioenfondsen de kosten voor de onderscheiden assetcategorieën. Er zijn, zo blijkt uit diverse publicaties, zeer veel soorten kosten. Welke kosten er precies gemaakt worden en hoe hoog ze zijn, hangt af van verschillende factoren, zoals de omvang en de inrichting van het fonds. De hoge mate van gedetailleerdheid maakt dat het verre van eenvoudig is om een volledig inzicht te krijgen in het totaal van de kosten. Ik heb daarom een raming gemaakt, die naar mijn opvatting op een redelijke manier recht doet aan de werkelijkheid. Voor de pensioenfondsen sluit ik zoveel mogelijk aan bij de uitgangspunten van de commissie parameters. Dat resulteert in de volgende kostenstructuur:

Obligatiefondsen	0,20%
Aandelenfondsen	0,25%
Private equity	2,50%
Hedgefondsen	1,00%

Naar mijn oordeel zijn deze percentages niet volledig. Er is nog sprake van andere kosten, waaronder kosten van het bestuur, accountants, overlay managers, bewaarloon, transactiekosten en fiduciaire managers. Hoewel in verhouding tot het totale vermogen deze kosten niet zeer hoog zijn, is het totaal wel van belang. Om deze kosten te ‘vangen’ neem ik een extra opslag van 15 basispunten van het totale vermogen. Hiermee benader ik de totale kosten van de beleggingen.

Bij verzekeraars zijn de kosten aanzienlijk lastiger te bepalen. De kosten voor vermogensbeheer staan niet expliciet in de bijsluiters vermeld. Er is uit publieke bronnen summere informatie beschikbaar. Deze is niet eenduidig.⁵ Ik volsta daarom met een zeer globale schatting van 0,4% voor obligatiefondsen en 0,8% voor aandelenfondsen. Ook hier tel ik 15 basispunten bij op.

Sinds de invoering van het provisieverbod mogen de verzekeraars geen uitkeringen meer doen aan de tussenpersonen. Deze brengen de kosten voor hun advies nu in rekening bij de klant. Ik raam dat er eenmalig een bedrag van 2500 euro aan kosten wordt gemaakt en in de daaropvolgende jaren 75 euro per jaar aan kosten voor regulier onderhoudsadvies in rekening wordt gebracht.

Obligatiefondsen	0,40%
Aandelenfondsen	0,80%
Advies eenmalig	€2500
Advies doorlopend	€75

Conclusies

Samenvattend kan worden gesteld dat:

1. De transparantie met betrekking tot kosten is de afgelopen jaren bij zowel pensioenfondsen als verzekeraars verbeterd. Met name de grote pensioenfondsen geven inzicht in hun kosten van vermogensbeheer, transactiekosten en de kosten van complexe structuren. De transparantie over de actuariële premies zou kunnen worden verbeterd. Ook meldt men de prestatieafhankelijke beloningen. Verzekeraars geven vooraf inzicht in de administratieve kosten en de actuariële premies. Ze melden echter niet vooraf hoe hoog de kosten van vermogensbeheer zijn. Pas achteraf krijgt de klant daar informatie over. Verzekeraars geven, voor zover ik dat heb kunnen nagaan, geen inzicht in de kosten van complexe structuren en kosten van prestatiegerelateerde beloningen.
 2. De beleggingskosten bij verzekeraars zijn – bij een vergelijkbare asset mix – vrijwel altijd aanmerkelijk hoger dan die bij pensioenfondsen. Ook brengen verzekeraars als regel meer administratiekosten in rekening dan pensioenfondsen. Bij kleine pensioenfondsen echter, zijn de administratieve kosten per deelnemer aanzienlijk en in een enkel geval tot wel driemaal hoger dan die van efficiënt opererende pensioenfondsen.
 3. Op de lange termijn is het verwachte rendement van een collectieve regeling bij een pensioenfonds, met in achtname van de kosten en risico's, vrijwel altijd hoger dan dat van een individuele regeling bij een verzekeraar. Voor dit verschil zijn zes verklaringen:
 - a. Binnen een collectieve regeling is men in staat om zowel gedurende de opbouwfase als de uitkeringsfase te profiteren van een meer risicovolle, maar beter renderende assetmix. Omdat er sprake is van een lange tijdshorizon dempen de risico's uit. Alleen in zeer negatieve scenario's kunnen de prestaties van pensioenfondsen met een hoog risicoprofiel lager zijn dan die van defensieve portefeuilles van verzekeraars.
 - b. Pensioenfondsen kunnen, vanwege hun omvang en lange tijdshorizon, profiteren van het additionele rendement (na aftrek van kosten) van minder liquide beleggingen, zoals private equity- en hedgefondsen. Deze beleggingen leveren een bijdrage aan de vermindering van de risico's aangezien deze leiden tot meer diversificatie. De toegevoegde waarde van minder liquide beleggingen staat wel ter discussie.⁶ De kosten zijn hoog en vooral hedgefondsen zijn gevoelig voor het opdrogen van liquiditeit. De resultaten van private equity kennen in de praktijk een grote spreiding. Alleen beleggers die erin slagen succesvolle fondsen op te zetten, c.q. te selecteren, zullen de hoge kosten terugverdienen.
 - c. De kosten van pensioenfondsen zijn lager dan die van verzekeraars. In het algemeen zijn de administratiekosten van grote pensioenfondsen lager, maar vooral kleine pensioenfondsen scoren minder goed. Het grote verschil in kosten wordt met name veroorzaakt door de lagere beleggingskosten van de pensioenfondsen.
 - d. Een belangrijk risico van individuele regelingen bij een verzekeraar is dat de klant op pensioendatum een uitkering moet aankopen tegen de op dat moment geldende rente. Dit is het conversierisico. Dat is een omstandigheid die veel onzekerheid veroorzaakt. Bij een lage rente wordt de levenslange uitkering op een laag en niet veranderbaar niveau vastgezet. Bij een pensioenfonds kan men ook in de uitkeringsfase blijven profiteren van een meer risicovolle assetmix.
 - e. Door de conversie op pensioenleeftijd is het verwachte rendement van een individuele regeling, zeker in het licht van de huidige zeer lage rente, na pensioendatum bijna altijd geringer dan bij een collectieve regeling. Alleen in het specifieke geval dat de rente op het moment van conversie zeer hoog is en de pensioenfondsen langdurig zeer slecht gepresteerd hebben, zal een individuele regeling aantrekkelijker zijn dan een collectief arrangement. De zekerheid van een individuele regeling is in de uitkeringsfase daarentegen hoger dan die van een collectieve.
 - f. De verzekeraars worden in hun bewegingsvrijheid beperkt door de zwaardere eisen op het vlak van de solvabiliteit en de verplichting om op het moment van conversie voor de gehele looptijd van het contract de hoogte van de uitkering te bepalen. Het verdient aanbeveling om de regelgeving in dit opzicht aan te passen, waardoor verzekeraars de mogelijkheid krijgen om het opgebouwde vermogen gefaseerd te converteren. De klant kan dan langer met meer risico beleggen en daardoor – met inachtneming van het hogere risico – het vooruitzicht houden op een hoger rendement. Als de regelgeving wordt aangepast dan zou er een meer gelijkwaardig speelveld ontstaan.
4. Zoals hierboven al werd opgemerkt kunnen pensioenfondsen naar verhouding meer beleggen in minder liquide activa. Het is aannemelijk dat het beleggen in minder liquide activa bijdraagt aan het reduceren van risico's. Hierdoor neemt de verwachte waarde van het op te bouwen vermogen in de negatieve scenario's toe, zelf al zijn de kosten hoger, (de verwachte eindwaarde in de positieve scenario's is door de lagere spreiding en hogere kosten overigens lager). Beleggen in dergelijke producten leidt evenwel tot hogere kosten en vereist specifieke kennis en *selection skills* qua beleggen. De academische literatuur is op dit punt echter niet eenduidig over de toegevoegde waarde van bijvoorbeeld private equity. Alleen

fondsen die voldoende slagkracht hebben en goed kunnen selecteren en beheren, hebben uitzicht op een beter rendement na aftrek van kosten.

5. Voor zowel pensioenfondsen als verzekeraars geldt dat het aannemelijk is dat er een minimale schaalgrootte noodzakelijk is om kostenefficiënt te kunnen opereren. Uit de academische en praktische literatuur komt echter geen eenduidig antwoord naar voren over een optimale schaalomvang. Wel is duidelijk dat kleinere fondsen als regel hogere administratiekosten hebben.

Overige observaties

In de discussie over kosten benadrukt men het absolute bedrag aan kosten dat gemaakt wordt. Het is echter beter te letten op de kosten in relatie tot het te realiseren rendement. Bij een offensief pensioenfonds zijn de kosten in het basisscenario weliswaar hoger dan bij een verzekeraar, maar gerelateerd aan de opbrengsten zijn ze aanzienlijk lager.

In het maatschappelijk debat over pensioenen komen de voordelen van het delen van risico's in termen van lang leven en beleggingsrisico redelijk naar voren. De voordelen van het delen van risico's tussen generaties blijven naar mijn oordeel onderbelicht. Het is onvermijdelijk dat bepaalde vormen van solidariteit in een steeds individueler wordende samenleving niet meer houdbaar zijn. Het risico is dat bij de vernieuwing het kind met het badwater wordt weggegooid. Alternatieven zoals aangereikt door Nijman en Bovenberg verdienen serieuze aandacht.

De verzekeraars hebben – evenals andere aanbieders – PPI's opgericht. De kosten van deze faciliteit zijn aanzienlijk lager dan die van het traditionele aanbod van verzekeraars. Bij een PPI gaat het echter om individuele regelingen, waarbij de actuariële risico's elders zijn verzekerd. De klant kan zijn eigen asset mix bepalen. Hij draagt echter zelf het rente- en beleggingsrisico. Er is geen sprake van solidariteit tussen generaties. Het risico van conversie bij een lage rente blijft ook bij de PPI-oplossing onverminderd bestaan.

De pensioenfondsen kampen nog steeds met het probleem dat er een kloof zit tussen de door hen gewekte verwachtingen over de zekerheid van pensioenen en de te verwachten indexatie. Omdat het zeer onwaarschijnlijk is dat binnen afzienbare termijn de dekkingsgraden weer zullen stijgen tot de niveaus van vijftien jaar geleden, zal de huidige onzekerheid niet snel verdwijnen. Pensioenfondsen zullen in de toekomst hun uitkeringen moeten blijven gebruiken als stuurinstrument. Het verdient aanbeveling dat pensioenfondsen hun deelnemers duidelijk maken dat ook in de toekomst de onzekerheid blijft bestaan. Ze kunnen wel meer zekerheid bieden, maar de prijs van deze zekerheid is hoog en ook dat zal duidelijk voor het voetlicht gebracht moeten worden.

Aanbevelingen

1. Zowel pensioenfondsen als verzekeraars kunnen nog een verbeteringsslag maken ten aanzien van transparantie. Dit geldt in het bijzonder voor de financiële bijsluiters van verzekeraars. De consument kan daaruit op voorhand niet goed opmaken wat de kosten van de beleggingen zijn. Pas achteraf krijgt hij (deels) onvolledige informatie over de kosten. Hier kunnen de verzekeraars nog stappen zetten.
2. De pensioenfondsen zouden meer inzicht moeten verschaffen in de hoogte en de aanwending van de actuariële premie. Het is niet volledig duidelijk wel deel van de ingelegde premie feitelijk voor belegging wordt aangewend en welk deel voor het verzekeren van de actuariële risico's wordt gebruikt.
3. De klant heeft geen invloed op het beleggingsbeleid van de verzekeraars. Bij een pensioenfonds kan het bestuur zijn risicohouding bepalen en binnen de gestelde regels een eigen afweging maken. Bij een verzekeraar kan de deelnemer in de opbouwfase kiezen voor een eigen risicoprofiel, maar in de uitkeringsfase ligt de asset mix vast. De huidige regelgeving laat hier geen aanpassingen toe.
4. Het blijft ook onduidelijk in welke mate de verzekeraars profiteren van het doen van transacties en het in rekening brengen van kosten. De governance van de beleggingen van de verzekeraars is een punt van zorg waar het gaat om de afweging van het klantbelang in relatie tot die van de aandeelhouder. Op het vlak van transparantie en intern toezicht zijn verbeteringen wenselijk.
5. De propositie die verzekeraars nu kunnen doen voor wat betreft de opbouw in de actieve fase en het doen van een levenslange uitkering is door de regelgeving zodanig beperkt dat zij niet goed kunnen concurreren met pensioenfondsen. Ze bieden slechts een nominale garantie en geen indexatie. Ook de hogere solvabiliteitseis, opgelegd vanwege het garantië karakter van het product en bescherming van de polishouder, bepaalt de speelruimte voor de verzekeraars. Bovendien leidt een hogere solvabiliteitseis tot hogere kosten. De regelgeving zou in dit opzicht aangepast kunnen worden, namelijk dat verzekeraars hun klanten in de uitkeringsfase de optie zouden kunnen bieden meer risico te mogen nemen.

Alle aspecten in ogenschouw nemend kunnen wij concluderen dat verzekeraars met name op het gebied van beleggingskosten en actuariële premies aanzienlijk duurder zijn dan pensioenfondsen. Omdat ze een defensievere beleggingsmix hebben, zijn hun uiteindelijke resultaten veel minder goed dan die van pensioenfondsen. Beide partijen kunnen zeker ook nog een flinke stap maken qua transparantie. En daarna zijn er in deze wereld van schuivende panelen vast weer nieuwe uitdagingen. “Want tussen droom en daad staan wetten in de weg en praktische bezwaren.” ■

Noten

- 1 Prof.dr. Jaap Koelwijn is deeltijdhoogleraar aan Nyenrode en eigenaar van Financieel Denkwerk.
- 2 https://www.verzekeraars.nl/verzekeringsbranche/dossiers/pensioenen/Documents/2099-04-23_PwC_rapport_uitvoeringskosten.pdf
- 3 <http://www.afm.nl/nl/nieuws/2014/juli/kostentransparantie-jaarverslagen-pensioenfondsen.aspx>
- 4 http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/ServiceDocumenten/Aanbevelingen_uitvoeringskosten_2013_herziene_versie.pdf
- 5 Achmea, ASR en SNS publiceren op hun websites rapportages over hun beleggingspools.
- 6 Kaplan, Steve & Schoar, Antoinette, 2004. "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows," Working papers 4446-03, Massachusetts Institute of Technology (MIT), Sloan School of Management.

(advertentie)

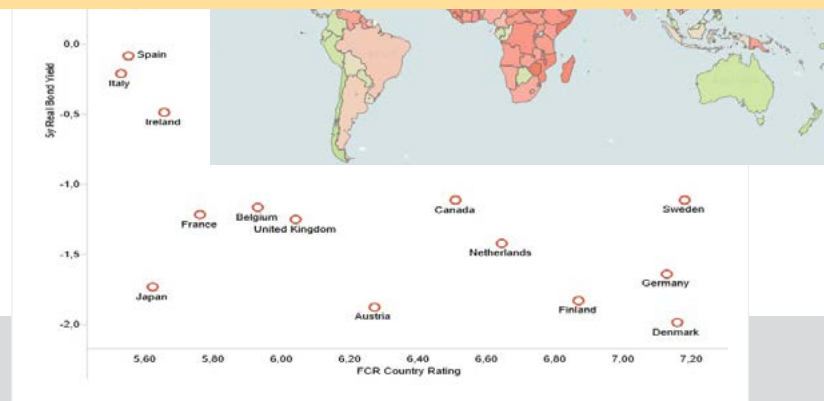
First Credit Research  **Turning Big Data into investment decisions**

Category	Subcategory	Factor	Denmark	Finland	France	Germany	Greece	Ireland	Country
Economic Strength	Current	Business Confidence	97.50	99.00	100.00	100.70	99.40	99.90	
		Consumer Confidence	101.90	99.70	99.90	100.90	98.40	103.90	
		Export Growth YoY	-6.29	-7.93	0.93	-6.11	-6.00	-10.84	



Be ahead of the market: Spot trends and changes at an early stage using our fundamental indicators

Category	Subcategory	Factor	Denmark	Finland	France	Germany	Greece	Ireland	Country
Event Risk	Financial Mar.	Population growth (annual %)	0.23	0.06	0.47	-0.19	0.04	1.16	
		Stock Yield	3.26	4.13	4.79	4.64	8.04	3.48	
		Financial Sector Debt/GDP	375.73	313.45	458.85	391.81	250.96	1,260.26	
Sector	Private Sector	Nonperforming loans %	4.90	6.56	4.30	2.90	33.88	24.60	
		Corporate Debt/GDP	104.07	143.79	166.97	100.53	76.54	305.04	
		Household Debt/GDI	335.36	113.61	100.37	86.76	100.65	218.05	
Real Estate	Sector	Year house price change	-14.92	6.48	-2.16	15.88	-37.88	-36.69	
		Price to Income	7.96	-2.30	28.21	16.88	3.44	-7.58	
		Price to Rent	14.17	44.31	34.60	-13.32	-16.36	9.84	
Fiscal Strength	Current	% External Debt	189.18	245.31	200.27	160.05	224.58	1,939.98	
		Cash surplus/deficit (% of GDP)	-1.44	-2.40	-4.44	0.29	-2.69	-4.22	
		Debt/GDP	45.07	57.93	95.20	75.50	174.25	112.44	
Long term	Fiscal	Gross Financing Need	7.75	7.64	17.37	6.59	14.50	7.61	
		Interest payment/GDP	0.36	-0.23	2.23	1.23	4.85	4.14	
		Elderly dependency ratio	18.00	19.20	17.90	20.90	20.10	12.10	
Institutional Strength	Current	Fiscal Adjustment	-1.81	-0.87	4.23	-1.42	2.07	3.69	
		Corruption perception index	91.90	89.00	71.00	78.00	40.00	72.00	
		Falling States Index	21.87	18.05	32.42	29.72	50.40	24.80	
Monetary Stability	Inflation	Governance Index	10.69	11.08	6.94	8.80	1.85	8.49	
		Consumer Price YoY	1.03	0.43	1.58	1.44	4.03	2.25	
		GDP Output Gap	-1.64	-3.00	-3.37	0.91	-0.78	-6.76	
Prosperity	Valuta	Current account balance (% of GD)	7.32	-0.57	-1.42	0.20	0.70	3.30	
		Total Reserves/GDP	26.81	4.38	5.31	5.46	2.36	6.84	
		% Urban population	87.68	84.22	79.52	75.30	78.01	63.24	
Sustainability	Current	GDP per capita	61,884.50	50,450.67	45,383.83	47,200.96	22,317.82	51,158.71	
		Human Development Index	0.90	0.88	0.88	0.91	0.85	0.90	
		Life expectancy	79.09	79.69	81.86	80.44	80.20	80.56	
Environmental	Index	Environmental performance index	78.82	75.72	71.65	80.87	73.29	74.67	
		Gender Gap Index	0.78	0.84	0.71	0.76	0.68	0.78	



First Credit Research analyzes the 100 largest economies in the world, including their financial markets and a wide range of influential factors such as social, demographic and political circumstances. Our skilled research team processes this information into a real-time rating, which provides users with independent insights into the creditworthiness of these 100 economies. By comparing these ratings to the market value of bonds and stock indices, investors can make more informed investment decisions, which reduces the risk of losses in their investment portfolios.

For more information visit our website www.firstcreditresearch.nl or contact Simon Heerings at +31(0)30 298 2320.