



## Beleggingsrendementen van pensioenfondsen en verzekeraars

**Auteur(s):**

Steenkamp, T.B.M.

Frijns, J.M.G.

De auteurs zijn respectievelijk als universitair docent en hoogleraar verbonden aan de vakgroep Financiering van de Vrije Universiteit Amsterdam. Jean Frijns is tevens directeur beleggingen van het ABP.

**Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4082, pagina 954, 20 november 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen, pensioenen

*In de discussie over de verplichte deelname aan pensioenfondsen is een veelgebruikt argument dat door onvoldoende concurrentie het pensioen te duur is. In dit artikel wordt betoogd dat de prestaties van pensioenfondsen aanzienlijk beter zijn dan die van verzekeraars.*

### Inleiding

In de afgelopen decennia is door de sociale partners hard gewerkt aan de uitbouw en de verbetering van de pensioenvoorzieningen. Dit heeft ertoe geleid dat nu bijna 95% van de werknemers onder een pensioenregeling valt en voor het merendeel van deze werknemers het pensioenresultaat voldoet aan de 'maatschappelijke norm' van 70% van het laatst genoten loon<sup>1</sup>. De algemene verbreiding van de particuliere pensioenvoorzieningen heeft tevens geleid tot een enorme accumulatie van vermogen. Sinds de invoering van de Pensioen- en spaarfondsenwet (PSW) in 1952 is het balanstotaal van de gezamenlijke Nederlandse pensioenfondsen gegroeid van f. 5 mrd in 1960 naar ruim f. 500 mrd in 1993. Wanneer het pensioenbedrijf van de verzekeringsmaatschappijen hierbij wordt opgeteld zal - naar verwachting - het totale pensioenvermogen in Nederland in het jaar 2000 ruim f. 1000 mrd bedragen.

Naarmate de voltooiing van dit imposante pensioengebouw nadert, staan de Nederlandse pensioenvoorzieningen in toenemende mate aan kritiek bloot. Deze kritiek betreft voor een deel het mogelijke gebrek aan marktwerking in de pensioensector. In Nederland wordt onder de enigszins misleidende<sup>2</sup> term marktwerking een discussie gevoerd over de voor- en nadelen van de verplichting van individuele werknemers en individuele ondernemingen aan een ondernemings- of bedrijfstakpensioenregeling. Voorstanders van de afschaffing van de verplichtstelling stellen in het algemeen meer marktwerking synoniem met meer concurrentie. Een toenemende concurrentie zou tot meer efficiency, lagere kosten, meer keuzevrijheid en een betere kwaliteit van het pensioenproduct leiden. Tegenstanders wijzen op het feit dat de afschaffing van de verplichtstelling via bestandsconcurrentie leidt tot een uitholling van het pensioen en/of het aanbieden daarvan tegen een te hoge prijs<sup>3</sup>.

In dit artikel gaan wij in op de performance- en kostenaspecten van de pensioenvoorziening, die ter discussie staan in het debat over de verplichtstelling.

### Methode

Om inzicht te verschaffen in de factoren die de prestaties van een pensioenvoorziening voor een onderneming bepalen, gaan we uit van de volgende gelijkheden die volgen uit een theoretische balans en de verlies en winstrekening van een pensioenfonds:

» (1)  $dPA = d(EV + PL)$  en

» (2)  $dPA = (\text{beleggingsinkomsten} - \text{kosten}) - \text{pensioenuitkeringen} + \text{premie-inkomsten}(\text{betalingen})$ . met:

$dPA$  = verandering van de waarde van de pensioenfondsbeleggingen (activa)

$dEV$  = verandering van de reserves van het pensioenfonds

$dPL$  = verandering van de pensioenfondsverplichtingen

De prestaties van het pensioenfonds kunnen nu worden gemeten op basis van de beleggingsinkomsten minus de kosten (de netto-beleggingsinkomsten) die het pensioenfonds maakt. Bij de beleggingsinkomsten gaat het zowel om directe beleggingsinkomsten als ongerealiseerde waardeverschillen. Bij de kosten gaat het niet om de kosten van de inkoop en verhoging van de pensioenvoorziening. Het betreft hier onder meer de administratieve- en personele kosten die samenhangen met de verschaffing van de pensioenvoorziening. Uit de vergelijkingen (1) en (2) volgt voor de hoogte van de netto-beleggingsinkomsten:

» (3) netto-beleggingsinkomsten =  $d(PL + EV) + \text{uitkeringen} - \text{premiebetalingen}$

Wanneer wordt gekozen voor de netto-beleggingsinkomsten als maatstaf voor de prestatie van een pensioenaanbieder, kan deze op verschillende manieren worden berekend. Idealiter zou meting direct moeten geschieden op basis van individuele jaarverslagen waar de netto-beleggingsinkomsten direct uit kunnen worden afgelezen. Door de afwezigheid van een publicatieplicht en het veelal ontbreken van een uniforme waarderingsgrondslag is een dergelijke micro- benadering een moeilijke opgave.

Een tweede mogelijkheid is een methode die is voorgesteld door Eichholz en Koedijk in dit blad<sup>4</sup>. Deze auteurs meten de prestaties van de verzekeraars door te kijken naar de individuele pensioenlasten van ondernemingen, gemeten door de premiebetalingen aan het pensioenfonds of de verzekeraar. Door deze premiebetalingen te corrigeren voor de hoogte van de salarissen ontstaat de pensioenratio als vergelijkingsmaatstaf. De vergelijking wordt uitgevoerd tussen drie groepen, de bedrijfspensioenfonds (BPF's), de ondernemingspensioenfonds (OPF's) en de pensioenverzekeraars. Bij deze laatste groep gaat het dan om door ondernemingen afgesloten collectieve pensioencontracten. Voor de periode 1984-1993 becijferen Eichholtz en Koedijk dat de prestaties van de BPF's (pensioenratio 7,48%) minder waren dan van de OPF's (pensioenratio 7,18%) en de verzekeraars (pensioenratio 6,87%). Een resultaat dat door de verzekeraars dankbaar is omarmd en als belangrijk argument wordt gebruikt voor hun verlangens naar meer marktwerking in de pensioensector.

Uit vergelijking (3) kan worden afgelezen dat gelijkstelling van premiebetalingen en netto-beleggingsinkomsten een aanvaardbare methode is als de factor  $d(PL + dEV) + \text{uitkeringen}$  niet belangrijk verschilt tussen (groepen van) ondernemingen. Deze factor kan echter aanzienlijk verschillen doordat pensioenregelingen van elkaar verschillen, de kengetallen van het deelnemersbestand aan de pensioenregeling kunnen verschillen en het financierings- en premiebeleid kan afwijken<sup>5</sup>.

#### Een directere metingsmethode

Het wekt enigszins bevreemding dat de meest voor de hand liggende vergelijking voor de prestaties van een pensioenfonds niet wordt gebruikt. Uit vergelijking (3) volgt dat de netto-beleggingsinkomsten direct kunnen worden gemeten door de waardeverandering van de pensioenactiva te corrigeren voor de netto-cash-flow uit hoofde van uitkeringen en premies. Herschrijving van vergelijking (3) geeft:

Zie [figuur 1](#).

$$(4) \frac{\text{netto-beleggingsinkomsten}}{PA} = \frac{dPA}{PA} + \frac{\text{uitkeringen-premies}}{PA}$$

Figuur 1. Formule.

Als maatstaf voor de prestatie nemen we de netto-beleggingsinkomsten als percentage van het balanstotaal. Deze ratio kan eenvoudig worden uitgerekend met behulp van de gegevens die zijn verzameld in [tabel 1](#)<sup>6</sup>. De netto-premies in de tabel betreffen het saldo van premies en uitkeringen. Het balanstotaal van de verzekeraars betreft het deel dat is toegerekend aan de collectieve (pensioen) contracten. Deze toerekening heeft plaatsgevonden op basis van de opgebouwde voorziening.

**Tabel 1. Financiële gegevens pensioenfonds en levensverzekeraars in f. mrd.**

	Balanstotaal pensioenfonds	Balanstotaal verzekeraars	Netto-premies pensioenfonds	Netto-premies verzekeraars
1985	292,049	59,085	2,1	6,9
1986	316,657	68,643	0,9	7,4
1987	334,652	72,600	-1,2	7,9
1988	357,632	80,887	-2,2	9,8
1989	381,731	86,985	-4,3	10,8
1990	396,519	92,800	-4,8	13,2
1991	425,830	100,739	-4,5	16,3
1992	450,520	108,571	-5,4	16,5
1993	502,897	117,338	-5,4	15,8
1994	539,841	126,474	-6,1	16,6

Met behulp van vergelijking 4 en de gegevens in [tabel 1](#) kunnen de gemiddelde netto-beleggingsinkomsten als percentage van het balanstotaal van zowel pensioenfonds als verzekeraars worden becijferd. [tabel 2](#) geeft een overzicht, waarbij de gemiddelde netto-beleggingsinkomsten zowel op basis van een rekenkundig als meetkundig gemiddelde zijn weergegeven. De berekeningen wijzen uit dat de gemiddelde netto-beleggingsinkomsten als percentage van het balanstotaal bij pensioenfonds met 8% aanzienlijker hoger ligt dan de 4-5% voor de verzekeraars<sup>7</sup>. Berekeningen met cijfers die zowel netto-premies als balanstotaal splitsen naar ondernemings- en bedrijfstakpensioenfonds geven aan dat tussen beide groepen nauwelijks verschillen zijn waar te nemen. De netto-beleggingsinkomsten als percentage van de activa bedroegen voor de ondernemingspensioenfonds 7,7% en voor de bedrijfstakpensioenfonds 7,5% over de periode 1985-1994.

**Tabel 2. Overzicht prestatie maatstaven pensioenfonds en verzekeraars**

	BPF	OPF	Verzekeraars

Gemiddeld jaarrendement, rekenkundig	7,5%	7,7%	3,9% (5,1%)
Gemiddeld jaarrendement, meetkundig	7,2%	7,3%	3,8% (4,9%)

Uit de tabel kan niet zonder meer de conclusie worden getrokken dat - over de onderzochte periode - de prestaties van de pensioenfondsen veel beter waren. De geconstateerde verschillen kunnen namelijk ook door een aantal andere factoren worden verklaard, waarvan de belangrijkste zijn:

- » 1. de groei van het pensioenvermogen voor het collectief verzekerde deel bij de verzekeraars is gebaseerd op de groei van de (technische voorziening van) pensioenverplichtingen en bij pensioenfondsen op basis van de groei van de activa;
- » 2. de waardering van de pensioenactiva kan sterk verschillen naar subgroep;
- » 3. de groei van de balanstotalen hoeft geen autonome groei te zijn, maar kan mede veroorzaakt zijn door de uitbreiding of inkrimping van het aantal deelnemende ondernemingen.

Ad 1. Aangezien de groei van de verplichtingen in het algemeen wordt gemeten tegen een constante rekenrente van 4% is dit een slechte maatstaf voor de marktwaardeveranderingen van de activa. Wanneer bijvoorbeeld de hoogte en looptijd van de uitkeringen niet verandert zal ook de waarde van de verplichtingen niet veranderen. Alle beleggingsinkomsten slaan dan in de reserves. Om te beoordelen of dit een belangrijk probleem vormt voor de vergelijkbaarheid hebben we de gemiddelde groei over de onderzoeksperiode van het pensioenvermogen van de verzekeraars berekend, zowel op basis van de totale activa als de opgebouwde (technische) voorziening. De groeicijfers zijn respectievelijk 10,4% en 10,2% en wijken dus niet substantieel van elkaar af. Op basis van deze cijfers kan - zij het met de nodige voorzichtigheid - de conclusie worden getrokken dat de groeicijfers van het pensioenvermogen tussen verzekeraars en pensioenfondsen onderling vergelijkbaar zijn.

Ad 2. Verschillen in de waardering van verschillende soorten activa kunnen van invloed zijn op de resultaatvergelijking. Een bekend voorbeeld is de nog veel gebruikte nominale waardering van obligaties. In tijden van een rentedaling(stijging) wordt het totale rendement daardoor onder(over)schat. Tijdens de onderzoeksperiode 1985-1994 was per saldo sprake van een rentedaling van 7,25% naar 6,72%. Indien pensioenfondsen meer dan verzekeraars gebruik zouden maken van waardering tegen marktwaarde zou dit tot enige flattering van de opbrengsten bij pensioenfondsen leiden. Groot kan dit effect niet zijn doordat het aandeel obligaties binnen de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen beperkt is (ca. 25%), slechts een deel tegen marktwaarde wordt gewaardeerd en de rente in de onderzochte periode per saldo slechts met een half procentpunt is gedaald. In het extreme geval dat alle pensioenfondsen obligaties tegen marktwaarde waarden en verzekeraars tegen nominale waarde zal een overschatting van het rendement van de sector pensioenfondsen resulteren van gemiddeld 0,1%<sup>8</sup>.

Ad 3. De verandering van het balanstotaal en van de uitkeringen minus premies van de groep pensioenfondsen of de groep verzekeraars is geen betrouwbare maatstaf meer voor het netto-beleggingsrendement indien er autonome balansmutaties optreden als gevolg van overboekingen van de ene sector naar de nadere. Voorzover deze hebben plaatsgevonden is dit van de sector pensioenfondsen naar de verzekeraars geweest en zou dit leiden tot een geflatteerd resultaat voor de verzekeraars.

## Conclusie

Cijfers met betrekking tot de prestaties van pensioenaanbieders moeten - bij gebrek aan uniforme rapporteringsgrondslagen - met de nodige voorzichtigheid worden gehanteerd. Naar onze mening kan de conclusie van Eichholtz en Koedijk dat de pensioenverzekeraars in de periode 1984-1993 beter presteerden dan ondernemings- en bedrijfspensioenfondsen via een andere en even plausibele metingsmethode met speels gemak worden omgedraaid. Het wachten blijft op een wettelijk verplichte uniforme en openbare verslaggeving van pensioenfondsen

<sup>1</sup> Deze norm is in 1967 geïntroduceerd door de Stichting van de Arbeid en is gebaseerd op de gedachte dat de netto-pensioenuitkering op ongeveer een gelijk niveau moet liggen als het netto-loon voor pensionering.

<sup>2</sup> Zie hiervoor C. Petersen, [Marktwerking en de doelmatigheid van verzekeraars](#), *ESB*, 3 juli 1996, blz. 603-605.

<sup>3</sup> Zie bijvoorbeeld R.C.L. Bakker en R. van Dam, *Marktwerking en verplichtstelling in de pensioensector*, VK-studies, nr 4.

<sup>4</sup> P.M.A. Eichholtz en C.G. Koedijk, [De prestaties van pensioenverzekeraars](#), *ESB*, 17 april 1996, blz. 336-340.

<sup>5</sup> Deze kritiek is ook verwoord in de reacties van onder andere [Euverman en Oor](#) en [Jeurissen](#) op het onderzoek van [Eichholtz en Koedijk](#) in de *ESB*, 15 mei 1996. In een uitgebreidere versie van dit artikel wordt uitvoerig ingegaan op deze kritiek en een aantal berekeningen gepresenteerd. Deze versie kan worden aangevraagd bij de auteurs.

<sup>6</sup> De gegevens zijn beschikbaar gesteld door de Verzekeringskamer en kunnen voor een belangrijk deel worden teruggevonden in de publicaties *Financiële gegevens pensioenfondsen* en *Financiële gegevens levensverzekeraars*.

<sup>7</sup> Het verschil tussen 4% en 5% wordt verklaard door het totaalbedrag aan afkopen al dan niet mee te nemen in het bruto-uitkeringsbedrag.

<sup>8</sup> De eindwaarde van de beleggingen van pensioenfondsen zou dan - t.o.v. de verzekeraars - verlaagd moeten worden met  $6 \cdot 0,5 \cdot 0,25 = 0,75\%$ , waarbij 6 als duration is genomen van een gemiddelde obligatieportefeuille. Dit verlaagt de gemiddelde jaarlijkse opbrengst over

de onderzoeksperiode met ongeveer 0,1%. Tot ongeveer eenzelfde resultaat komen wij wanneer totale rendementscijfers van staatsleningen worden vergeleken met het couponrendement. Gemiddeld over de onderzoeksperiode ligt het totale rendement 0,5% -punt hoger, waardoor het rendement van de pensioenfondsportefeuille op jaarbasis 0,125% hoger ligt.