



Beleggingsverzekeringen: faire voorlichting nog ver weg

Auteur(s):

Oosenbrug, A.

Roos, J.

*Respectievelijk hoogleraar en wetenschappelijk medewerkster Financial Services, Erasmus Universiteit Rotterdam.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4271, pagina 704, 15 september 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Aanbieders van beleggingsverzekeringen doen hun rendementsprognoses vergezeld gaan van de mededeling dat in het verleden gemaakte rendementen geen garantie bieden voor de toekomst. Uit een analyse over meerdere decennia blijkt dat de gebruikte rendementen in de praktijk zelden of nooit worden waargemaakt. Er kunnen daarom vraagtekens worden gezet bij de regels met betrekking tot de voorlichting.

De belangstelling voor beleggen in aandelen is de laatste jaren sterk toegenomen. Steeds meer particulieren willen een graantje meepikken van de hoge rendementen van de laatste jaren en stappen daarom in aandelen. Verzekeraars spelen op deze trend in door steeds meer producten te ontwikkelen, waarbij het beleggingsrendement ten goede komt aan de verzekeringnemer (de zogenaamde beleggingsverzekeringen).

Het marktaandeel van dergelijke beleggingsverzekeringen is de laatste jaren sterk toegenomen. Van 1992 tot en met 1997 bedroeg de gemiddelde jaarlijkse premiegroei voor 'traditionele' verzekeringen nog geen vijf procent tegen bijna vijftig procent (!) voor beleggingsverzekeringen ¹. Het aandeel van beleggingsverzekeringen in de premieomzet uit hoofde van nieuw gesloten verzekeringen is dan ook gestegen van tien procent in 1993 tot 43 procent in 1998 ².

Bij een beleggingsverzekering is het toekomstig rendement bepalend voor de hoogte van de uitkering. De inschatting daarvan blijft echter koffiedik kijken. Omdat de hoogte van de uitkering tegelijkertijd een essentiële rol speelt bij de aankoopbeslissing van de consument, is het risico van het al te rooskleurig voorspiegelen van gouden bergen levensgroot aanwezig. Heldere, realistische en zo goed mogelijk geobjectiveerde voorlichting omtrent het te verwachten rendement is dan ook van cruciaal belang. Hiertoe is vanuit het Verbond van Verzekeraars de *Code rendement en risico* tot stand gebracht. Deze code betreft de voorlichting omtrent te verwachten rendementen en het daarbij spelende risico op tegenvallende rendementen.

Om tot een objectieve norm te kunnen komen, is voorgeschreven dat te offeren voorbeeldkapitalen onder andere moeten worden berekend op basis van een zeker gemiddeld historisch fondsrendement. Omdat de aandelenrendementen in de gekozen referentieperiode historisch gezien extreem hoog lagen, komen de resulterende berekeningsgrondslagen ook extreem hoog uit. Door reclame-uitingen en offertes te baseren op die optimistische rendementsveronderstellingen, is de kans groot dat de werkelijke uitkomsten zullen tegenvallen en dat consumenten zich in de toekomst massaal bekocht zullen voelen.

In dit artikel worden de door verzekeraars gehanteerde offerterendementen bekeken vanuit het perspectief van de over een zeer langjarige periode gerealiseerde aandelenrendementen.

Het gemiddeld historisch fondsrendement

Krachtens de *Code rendement en risico* vormt het gemiddeld historisch fondsrendement de bovengrens voor het voor reclame-uitingen en offertes te gebruiken rendement. De facto betekent dit dat in de praktijk het historisch fondsrendement de basis vormt voor reclame-uitingen en offertes. Met het over een lange periode uitmiddelen van historische rendementen pretendeert men het effect van uitschieters te elimineren, waardoor een min of meer betrouwbare indicatie voor het over een langjarige periode te realiseren rendement zou worden verkregen. Dit uitmiddelen geschiedt in twee stappen (zie ook het kader op de volgende pagina):

» uit twintig opeenvolgende jaarrendementen worden zes vijftien-jaars voortschrijdende meetkundige gemiddelden bepaald ³;

» van de verkregen gemiddelden wordt het rekenkundig gemiddelde bepaald en afgerond op halve procenten.

Beschikbaar materiaal voor een historische toetsing

Voor de op de Nederlandse beurs verhandelde aandelen geeft de CBS-herbeleggingsindex het totale (koers- en dividend)rendement. Voor de meest recente twintig-jaarsperiode komt het gemiddeld historisch fondsrendement op basis van deze index uit op 18,5 procent (zie kader). Door het ontbreken van de benodigde data is het echter niet mogelijk om het historisch verloop van deze rendementsmaatstaf te reconstrueren. Om toch een idee te krijgen van de representativiteit van het niveau van een op de laatste twintig jaar gebaseerde maatstaf voor het niveau dat (historisch gezien) als normaal is te beschouwen, moet dus een andere index worden gebruikt. De 'Standard

& Poor (S&P) composite index' is zo'n index waarvoor wel over een behoorlijk lange periode gegevens beschikbaar zijn, te weten van 1871 tot 2000⁴.

Berekening van het gemiddeld historisch fondsrendement

De volgende twintig jaarrendementen (%) zijn gegeven in [tabel 1](#):

Tabel 1. Twintig jaarrendementen (%)

Jaar	rendement	jaar	rendement	jaar	rendement	jaar	rendement
1980	7	1985	33	1990	-13	1995	20
1981	-1	1986	10	1991	19	1996	40
1982	24	1987	-18	1992	8	1997	45
1983	60	1988	35	1993	47	1998	22
1984	28	1989	27	1994	2	1999	31

Stap 1: voortschrijdende meetkundig gemiddelden zijn gegeven in [tabel 2](#):

Tabel 2. Stap 1: voortschrijdend meetkundig gemiddelden

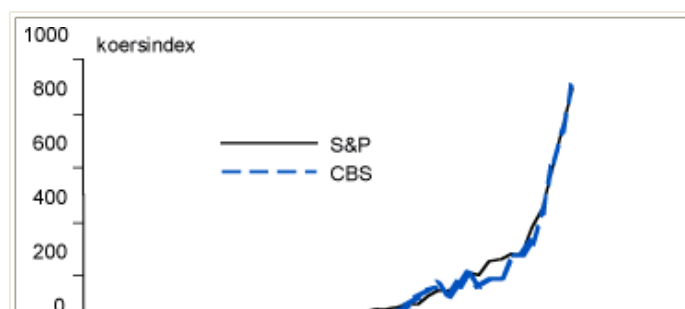
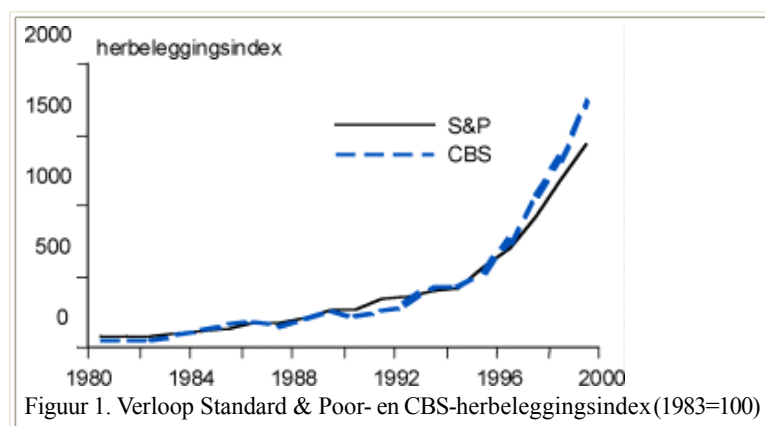
	1980-94	1981-95	1982-96	1983-97	1984-98	1985-99
meetkundig gemiddelde (%)	16,1	17,0	19,7	20,9	18,8	18,9

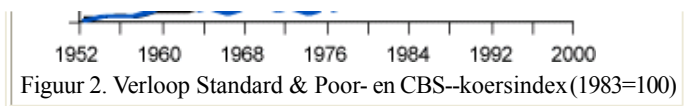
Stap 2: rekenkundig gemiddelde:

$$(16,1 + 17,0 + 19,7 + 20,9 + 18,8 + 18,9)/6 = 18,6$$

Het (afgerond) gemiddeld historisch fondsrendement is 18,5 procent.

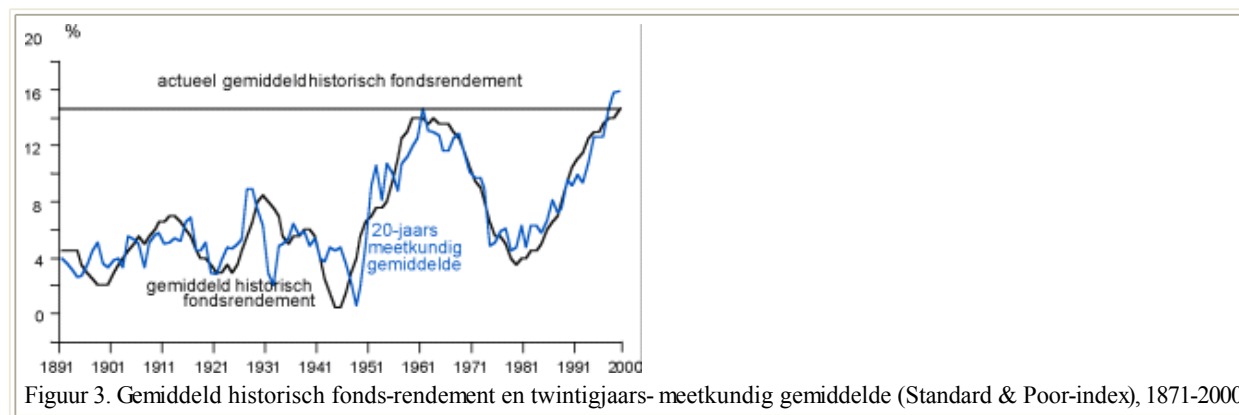
Wordt het verloop van de CBS herbeleggingsindex vergeleken met dat van de S&P 'total return index', dan blijken beide indices overigens redelijk gelijk op te lopen (zie [figuur 1](#)). Bij het vergelijken van de - over een langere periode beschikbare - CBS koersindex met de S&P-koersindex blijkt dit nog sterker ([figuur 2](#)). Mede op basis daarvan zijn de lange termijn-ontwikkelingen in de S&P index ook binnen een Nederlandse context bruikbaar als (ruwe) indicator voor de lange termijn-ontwikkelingen van aandelenrendementen⁵. Bovendien is de S&P index een goede graadmeter voor de Amerikaanse economie, welke nu eenmaal de belangrijkste ter wereld is.





Historisch verloop van de maatstaf

Het over de jaren 1871 tot 2000 beschikbaar zijn van de S&P-index maakt het mogelijk om voor een lange periode het verloop van een daarop gebaseerd gemiddeld historisch fondsrendement te bepalen. [figuur 3](#) toont onder andere de uitkomst hiervan.



In de bijna vijftigjarige periode tot de Tweede Wereldoorlog fluctueert het gemiddeld historisch fondsrendement rond de 7,25 procent met een bandbreedte van plus en min 3,25 procent. Gedurende die periode komt dit dus niet boven de 10,5 procent uit. Voor de jaren van de Europese wederopbouw schiet het historisch fondsrendement echter opeens omhoog tot ver boven het vooroorlogs maximum. Rond 1960 wordt een historische top van zestien procent bereikt, waarna een ruim vijftien jaar continu aanhoudende scherpe daling inzet. In 1979 wordt een dieptepunt bereikt van 5,5 procent. Na 1979 zet opnieuw een continue stijging in tot een nieuw record van 16,5 procent in 1999 [6](#).

In het verloop van het historisch fondsrendement valt op, dat:

- » de tijdvakken tussen twee pieken of dalen na de oorlog aanzienlijk langer zijn dan vóór de oorlog;
- » het gemiddelde niveau na de oorlog (11,2 procent) aanzienlijk hoger ligt dan vóór de oorlog (6,9 procent) [7](#);
- » de bandbreedte na de oorlog (elf à dertien procent) aanzienlijk groter is dan vóór de oorlog (vijf à zes procent).

Representativiteit

Gezien de lengte van de 'cycli' en gezien de na uitmiddeling nog resterende grote bandbreedte waarbinnen het gemiddelde zich beweegt, moet worden geconcludeerd dat zeker voor de naoorlogse periode de gekozen twintigjaars-termijn te kort is om van een daadwerkelijke uitmiddeling van pieken en dalen te kunnen spreken. Tegen die achtergrond is het verre van voor de hand liggend om - nu de bewuste maatstaf zich op een absoluut recordniveau bevindt - uit te gaan van de bedoelde twintigjaars-uitmiddeling.

Hetzelfde volgt uit een nadere interpretatie van de betekenis van het historisch fondsrendement. Doordat het gemiddeld historisch fondsrendement volgt uit het middelen van zes voortschrijdende vijftienjaars-gemiddelden, is feitelijk sprake van een gewogen gemiddelde over een twintigjaars-periode. Werkelijk behaalde rendementen zijn echter steeds het gevolg van een ongewogen samenstel van rendementen over opeenvolgende deelperioden. Wordt rechttoe rechtaan uitgegaan van het meetkundig twintigjaars-gemiddelde, dan komt dit voor de laatste twintigjaars-periode uit op 17,9 procent (afgerond achttien procent) [8](#). Dit ligt anderhalf procent hoger dan het gemiddeld historisch fondsrendement, doordat bij het meetkundig gemiddelde uitschieters sneller doorwerken in het gemiddelde [9](#).

In [figuur 3](#) is tevens het verloop van het twintigjaars-meetkundig gemiddelde afgezet tegen dat van het gemiddeld historisch fondsrendement. Ook het verloop van het twintigjaars-gemiddelde maakt duidelijk, dat het anno 2000 te berekenen gemiddeld historisch fondsrendement verre van representatief is voor de aandelenrendementen die in het verleden gebruikelijk waren. Enkel bij een in 1961 of bij een in de drie laatste jaren aflopende twintigjarige beleggingstermijn zou een totaalrendement hebben geresulteerd dat niet lager was dan het geoffreerde rendement. Met 109 twintigjarige waarnemingstijdvakken geeft dit een onderschrijdingsfrequentie van meer dan 96 procent! Dit wil zeggen dat in meer dan 96 van de honderd gevallen het rendement lager uitkwam dan het offerterendement.

Diverse tijdshorizonten

Niet iedere verzekerde sluit een polis met een duur van twintig jaar. De bepaling van de in concreto van belang zijnde onderschrijdingsfrequentie moet dan ook worden afgestemd op de van toepassing zijnde duur van de polis, oftewel de van toepassing zijnde tijdshorizon. In beginsel geldt dat de kans op een buitengewoon hoog (maar ook op een buitengewoon laag) rendement groter wordt naarmate de tijdshorizon korter is. Desondanks blijken ook bij duren die in een levensverzekeringscontext als kort moeten worden beschouwd, de onderschrijdingsfrequenties hoog te zijn (zie [tabel 3](#)). Zelfs bij een duur van tien jaar komt de onderschrijdingsfrequentie op basis van het totaal beschikbare ervaringsmateriaal nog boven de 89 procent uit [10](#). Bij een - voor een levensverzekering heel gebruikelijke - duur van dertig jaar is deze al zonder meer honderd procent.

Tabel 3. Historische onderschrijdings-frequenties voor het huidige gemiddeld historisch fondsrendement op basis van de Standard & Poor-index

Tijdshorizon in jaren	onderschrijdingsfrequentie t.o.v. huidig gem. hist. fondsrendement		
	1872-1999	1900-'99	1946-'99
10	89	86	80
12	89	85	77
14	95	94	90
16	96	95	92
18	96	96	92
20	96	95	91
22	99	99	97
24	99	99	97
26	100	100	100
28	100	100	100
30	100	100	100

Ook het geliefde verhaal dat de wereld van na de oorlog vanuit rendementsperspectief gezien fundamenteel anders is dan die van voor de oorlog, zet weinig zoden aan de dijk. Beperkt men zich tot het op de naoorlogse periode betrekking hebbende ervaringsmateriaal, dan komen de onderschrijdingsfrequenties (met name bij meer normale duren) slechts marginaal lager uit. De frequentie waarmee minimaal het offerterendement zou zijn gerealiseerd, blijft ook dan bij de meeste tijdshorizonten steken onder de tien procent!

Interpretatie van de hoge niveaus der onderschrijdingsfrequenties

Gegeven de hoge onderschrijdingsfrequenties is het niet verbazingwekkend dat het neerwaarts risico op basis van historische ervaringen aanzienlijk moet worden geacht, terwijl het daartegenover staande winstpotentieel minimaal is. Bij een twintigjarige tijdshorizon is de situatie dat zich een winstpotentieel van anderhalf procent of meer ten opzichte van de offertegrondslag realiseert, in het verleden nog nimmer vertoond. Daarentegen was in meer dan 95 procent van de beschikbare waarnemingstijdvakken sprake van het zich realiseren van een met anderhalf procent of meer achterblijvend uitkeringsniveau ¹¹. Een dergelijk relatief beperkt onderrendement leidt echter wel tot een uitkering die al behoorlijk achterblijft bij de geoffreerde uitkering. Bij twintig jaarlijkse stortingen van drieduizend gulden geeft dit een uitkering van f 353.400 in plaats van f 428.100 (f 74.700 oftewel zeventien procent minder) en bij een eenmalige storting van tienduizend gulden voor twintig jaar geeft dit f 163.700 in plaats van f 212.100 (f 48.400 oftewel 23 procent minder).

Fondsrendement na afslag en standaardfondsrendement

Ter relativering van het historisch fondsrendement moeten krachtens de code tevens de kapitalen op basis van het historisch fondsrendement na aftrek van een risicoafslag van zestig procent en het standaardfondsrendement worden vermeld. Dit laatste is een uniform rendementspercentage dat thans op tien staat, terwijl het eerste bij een historisch fondsrendement van 16,5 procent op 6,6 procent uitkomt.

Zoals al eerder is opgemerkt, zijn de verschillen in kapitaaluitkomst gigantisch ¹². In het eerdere voorbeeld van de eenmalige storting van tienduizend gulden loopt het kapitaal bij het standaardfondsrendement terug van f 212.100 naar f 67.200 (-68 procent). Bij het historisch fondsrendement na risicoafslag verschrompelt dit zelfs tot f 35.900 (-83 procent!). Desondanks blijken ook dan de onderschrijdingsfrequenties nog zeker niet verwaarloosbaar klein te zijn: voor het standaardfondsrendement liggen deze globaal tussen de 62 en zeventig procent en voor het fondsrendement na afslag tussen de twintig en 38 procent ¹³. Het in onderlinge samenhang presenteren van de diverse rendementen wekt de suggestie dat het fondsrendement na de zestig procent-afslag een ondergrens aangeeft ¹⁴. Het verleden leert echter dat in het genoemde voorbeeld in meer dan 25 procent van de gevallen zelfs een uitkering ter grootte van slechts zeventien procent van de geoffreerde uitkering nog niet wordt gehaald. Met de bestaande voorlichtingspraktijken zullen maar weinigen zich dit realiseren.

Ook de wetenschappelijk 'gecertificeerde' uitspraak dat het standaardfondsrendement met 95 procent betrouwbaarheid een indicatie geeft voor het te verwachten toekomstige rendement, moet op grond van het voorgaande met een korrel zout worden genomen ¹⁵.

Politieke vragen beantwoord

Al in 1997 stelde het D66-kamerlid Giskes kamervragen over de rooskleurige rendementsprognoses van levensverzekeraars ¹⁶. De in dit kader meest relevante vragen luiden:

» "Weet u dat dit (het zich baseren op rendementen over de afgelopen twintig jaar, auteurs) in de huidige situatie blijkt te leiden tot zeer hoge prognoserendementen (soms zestien procent)?"

» "Acht u een dergelijke offertetechniek in het belang van de verzekeringconsumenten?"

Hierop antwoordde de minister van Financiën ¹⁷: "Wel meen ik dat uitkomsten die leiden tot voorbeeldrendementen van zestien procent, hoewel feitelijk gerealiseerd in het verleden, een mogelijk te positieve indruk geven. (...) Mijns inziens zou de Code met betrekking tot de relatief hoge voorbeeldrendementen (...) nader moeten worden gezien."

Het met het woord "mogelijk" hierin opgenomen voorbehoud kan op grond van het vorenstaande gevoeglijk worden geschrapt.

Besluit

In de thans door verzekeraars gehanteerde methodiek worden juist die jaren als referentie genomen, waarin het aandelenrendement een absolute piek bereikte. Voor een faire voorlichting omtrent het in het verleden gerealiseerde rendement, biedt iedere andere referentieperiode die niet leidt tot het zich baseren op een absolute piek, een beter alternatief.

Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst, aldus de code. Diverse verzekeraars voegden hieraan toe: "...maar zijn wel een ervaringsfeit!", of woorden van gelijke strekking. Het ware beter hiervan te maken: "Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst, doch leren wel dat het gegeven rendement zelden of nooit echt werd gemaakt!"

1 A. Oosenbrug, *Levensverzekering in Nederland*, Erasmus Finance and Insurance Centre, Rotterdam 1999, blz. 101.

2 R.A.F. Michel, Belang unit-linked levensverzekeringen opnieuw gegroeid, *Financiële Maandstatistiek*, juni 1999, blz. 11-12.

3 Het jaarrendement omvat het koersrendement en - voor aandelen - het dividendrendement.

4 Zie Global Financial Data, *Standard and Poor's composite indices*, 1871-1999. Voor de periode van 1871 tot 1918 heeft een terugrekening plaatsgevonden door de Cowles Commission.

5 Zie bijvoorbeeld ook: Nasdaq-crash breidt zich uit, *Het Financieele Dagblad*, 14 april 2000, blz.. 17. Hier wordt gesteld dat het Damrak de grootste samenhang vertoont met Amerikaanse beurzen

6 Het gemiddeld historisch fondsrendement op basis van de CBS-herbeleggingsindex kwam overigens nog eens twee procent hoger uit (zie kader).

7 Hier staat tegenover dat ook het gemiddelde inflatieniveau van na de oorlog (4,2 procent) aanzienlijk hoger ligt dan vóór de oorlog (0,7 procent).

8 Ook hieruit blijkt, dat de laatste twee decennia extreem goede jaren voor aandelenbeleggingen inhielden. Wordt de gehele naoorlogse periode in ogenschouw genomen, dan daalt het gemiddeld totaalrendement al naar 12,9 procent. Wordt teruggegaan tot 1900 respectievelijk 1872, dan daalt dit nog verder tot 10,4 respectievelijk 9,4 procent.

9 Afgezien van dit pas na verloop van tijd volledig in het rendementscijfer doorwerken van de recente topjaren, is er geen enkele reden om bepaalde jaren zwaarder te wegen dan andere jaren, zoals bij het historisch fondsrendement het geval is.

10 Bij een absurd korte tijdshorizon van een jaar is deze zelfs nog 57

11 Op vergelijkbare wijze zou bij een tijdshorizon van maar tien jaar nog nooit sprake zijn geweest van realisatie van een winstpotentieel van drieënhalf procent of meer, terwijl in meer dan zeventig procent van de gevallen sprake zou zijn geweest van een met drieënhalf procent of meer achterblijvend uitkeringsniveau.

12 Zie A. Oosenbrug, *op. cit.*, blz. 318.

13 Daarnaast moet worden betwijfeld of een offerte nog enige concrete betekenis heeft, indien de boodschap is dat het offertekapitaal ruim

14 Bepaalde verzekeraars stellen dit ook nadrukkelijk.

15 Dit geldt zelfs onder de aanname dat structureel een niet te verwaarlozen outperformance zou kunnen worden gerealiseerd in vergelijking met de S&P-index.

16 Kamervragen d.d. 29 april 1997. Zie ook de eind 1999 vanuit de Vaste Commissie voor Financiën gestelde vraag, of de richtlijnen inzake de informatieverschaffing aan consumenten betreffende onder andere rendement en risico niet te vrijblijvend zijn (brief van de minister van Financiën d.d. 23 december 1999).

17 Brief van de minister van Financiën d.d. 23 mei 1997.