

# De beleggingsverzekering

*Beleggingsverzekeringen zijn de afgelopen jaren herhaaldelijk negatief in het nieuws komen te staan. De discussie kwam in een stroomversnelling naar aanleiding van een uitzending van een populair consumentenprogramma waarin werd gesteld dat beleggingsverzekeringen complex, ondoorzichtig en bovenal duur zijn. De uitzending leidde tot aanzienlijke ophef, wat gezien de grote belangen niet verwonderlijk is. In Nederland staan 5½ miljoen beleggingsverzekeringen en 1½ miljoen spaarkassen uit, die een opgebouwd kapitaal van ruim EUR 50 miljard vertegenwoordigen. De ontwikkelingen in het dossier beleggingsverzekeringen zijn dan ook van invloed op de rentabiliteit van de verzekeringssector en zijn daarmee van belang voor de prudentiële toezichthouder. Dit artikel geeft een nadere beschouwing van de werking van het product. Het samenspel van vier factoren bepaalt de vermogensopbouw van beleggingsverzekeringen: de inleg, de kosteninhoudingen, het beleggingsrendement en de overlijdensrisicodekking. De analyse onderstreept het complexe karakter van beleggingsverzekeringen. Niet alleen wordt deze complexiteit in het huidige maatschappelijke debat niet altijd onderkend, ook vormt deze een belemmerende factor voor het vinden van een generieke oplossing voor de bestaande polishouders.*

## Wat zijn beleggingsverzekeringen?

Beleggingsverzekeringen zijn levensverzekeringen waarbij de vermogensopbouw plaatsvindt voor rekening en risico van de polishouder. Het verzekeringselement is over het algemeen beperkt tot een bij het product inbegrepen overlijdensrisicoverzekering, waarvan de hoogte afhankelijk is van de voorkeuren van de polishouder. Na aftrek van de kosten en overlijdensrisicopremie belegt de verzekeraar de premie in een beleggingsfonds. Op de einddatum van de verzekering wordt de dan geldende waarde van de beleggingen door de verzekeraar uitgekeerd. Vermogen wordt opgebouwd voor een specifiek spaardoel, al dan niet ter aflossing van een schuld. Spaardoelen zijn bijvoorbeeld het aanvullen van het inkomen na pensionering, het garanderen van inkomen voor nabestaanden of aflossing van een hypotheekschuld. Het verschil met beleggen bij een bank is de verplichting om overlijden of leven mee te verzekeren. De levensverzekering keert een vooraf afgesproken bedrag uit indien de verzekerde komt te overlijden voor de einddatum van de verzekering.

Beleggingsverzekeringen begonnen vanaf halverwege de jaren negentig aan een snelle opmars. De groei hield aan tot het nieuwe millennium, toen een beurscorrectie, de belastingherziening van 2001 en een afkoelende economie voor een terugval in de productie zorgden. De snelle opmars van beleggingsverzekeringen kan uit de volgende factoren worden verklaard:

- *Fiscale stimulering*: voor levensverzekeringen gold een genereuze fiscale behandeling in de vorm van ruime fiscale aftrekbaarheid van lijfrentepremies en (voorwaardelijke) belastingvrijstelling van uitkeringen van kapitaalverzekeringen. Ook de hypotheekrenteaftrek stimuleert de keuze voor aflossingsvrije hypotheeken, waaronder ook constructies waarbij huiseigenaren afzonderlijk sparen voor de aflossing op de einddatum (bijvoorbeeld via beleggingsverzekeringen). Inmiddels is de fiscale tegemoetkoming in een aantal stappen fors versoberd, waaronder beperking lijfrenteaftrek en hypotheekrenteaftrek.
- *Hoge rendementen*: de hausse van de tweede helft van de jaren negentig op de aandelenbeurzen heeft de maatschappelijke belangstelling voor beleggen fors vergroot. Deze tendens was ook waarneembaar op de verzekeringsmarkt, met een groeiende belangstelling voor verzekeringen met een beleggingscomponent.
- *Technologische ontwikkelingen en productinnovatie*: nieuwe IT-toepassingen, waaronder de vervanging van handmatig bij te werken tabellen door computerprogramma's, stimuleerden de ontwikkeling van nieuwe

verzekeringsvormen, waaronder beleggingsverzekeringen. In de jaren negentig werden hypotheeken en pensioenen vervolgens in toenemende mate gekoppeld aan beleggingsverzekeringen.

- *Actieve marktbenadering tussenpersonen*: de actieve en soms zelfs agressieve opstelling van tussenpersonen werd mede ingegeven door de beloningsstructuren in de sector, waaronder provisies die voor het merendeel op het moment van afsluiten van de polis werden geïncasseerd.

## Vier kernbegrippen toegelicht: inleg, kosteninhoudingen, overlijdensrisicopremie en rendement

Vier factoren bepalen de vermogensopbouw die de bezitter van een beleggingsverzekering behaalt: de (periodieke) *inleg*, de *kosteninhoudingen*, de *overlijdensrisicopremie* en het *beleggingsrendement*. De inleg wordt op het moment van afsluiten van de polis bepaald op basis van het doelkapitaal en op basis van een fictief rekenrendement, rekening houdend met de door de verzekeraar te verrichten kosteninhoudingen en de premie voor de overlijdensrisicoverzekering. De kosteninhoudingen zijn in beginsel bedoeld ter dekking van de door de verzekeraar gemaakte kosten, zoals kosten voor personeel, huisvesting, IT, informatieverstrekking en de kosten van het vermogensbeheer. Als het product wordt verkocht door intermediairs worden ook de vergoedingen voor deze distributeurs ingehouden. De intermediairs ontvangen veelal een eenmalige afsluitprovisie en (gedurende de looptijd van de polis) periodiek een doorlopende provisie. Met dit geheel aan kosteninhoudingen worden niet alleen de daadwerkelijk gemaakte kosten afgedekt, ook kan hiermee in een winstmarge worden voorzien. De overlijdensrisicopremie wordt bepaald door twee factoren: het risicokapitaal vermenigvuldigd met de sterftekans van de polishouder. Het zogenoemde risicokapitaal bestaat uit het verschil tussen de door de polishouder gekozen hoogte van de overlijdensrisicodekking en het door de polishouder opgebouwde vermogen. Bij voortijdig overlijden zal de verzekeraar bovenop het opgebouwde vermogen het risicokapitaal uitkeren. Belangrijk is dat de polishouder met de overlijdensrisicopremie risico's afdekt en dat deze dus niet als 'kosten' kan worden aangemerkt. Bij voortijdig overlijden vult de verzekeraar het opgebouwde kapitaal immers aan tot het verzekerde bedrag. Overigens kan de overlijdensrisicoverzekering in de praktijk beperkt zijn tot een verzekering van bijvoorbeeld 90 of 110% van de ingelegde bedragen.

Mocht de opgebouwde waarde gedurende de looptijd de uitkering bij overlijden overstijgen, dan wordt ook dit extra gedeelte door de verzekeraar uitgekeerd. In de betreffende jaren zal de verzekeraar dan ook over het algemeen geen risicopremie inhouden. De verzekeraar gebruikt actuariële tabellen om de sterfttekans van de polishouder vast te stellen. Voor het bepalen van de sterfttekans, die mede afhankelijk is van het geslacht en de leeftijd van de polishouder, hanteert de verzekeraar veelal bewust een voorzichtige grondslag.

Nadat kosten en overlijdensrisicopremie op de brutopremie zijn ingehouden resteert het voor beleggingen beschikbare bedrag, dat de verzekeraar namens de polishouder belegt en waarmee de polishouder beleggingsrendement behaalt. De te betalen kosten en premies worden bepaald door de contractuele afspraken tussen de verzekeringnemer en de verzekeraar. Dit geldt echter niet voor het rendement op de beleggingen, dat een cruciale maar onvoorspelbare factor is voor de vermogensopbouw. Vaak heeft de polishouder de keuze uit een aantal fondsen met uiteenlopende beleggingsstijlen. Over het algemeen geldt hier een afruil tussen rendement en risico: een hoog verwacht rendement impliceert een hoog risico en omgekeerd.

### De werking van het product in de praktijk

Het bovenstaande geeft een eerste indruk van de werking van het product. Deze kan worden aangevuld met specifieke inzichten voor ieder van de vier besproken kernbegrippen. Het belangrijkste inzicht wat betreft de *inleg* is dat de polishouder met een hogere brutopremie schaalvoordelen kan behalen: naarmate de jaarlijkse inleg hoger is, neemt het eindkapitaal bovenproportioneel toe. Bij lagere premies gelden derhalve negatieve schaalvoordelen. Een eerste verklaring is dat een aantal inhoudingen op de brutopremie (zoals eerste kosten, doorlopende kosten en de overlijdensrisicopremie) een vast bedrag is en niet afhankelijk is van de inleg. Bij een hogere jaarlijkse inleg vertegenwoordigen deze kosten een kleiner aandeel van de brutopremie. Hierdoor stijgt het aandeel van de brutopremie dat daadwerkelijk kan worden belegd. Omgekeerd drukken deze kosten zwaarder op een kleine polis. Een tweede oorzaak van de positieve schaalvoordelen is dat voor een gegeven doelkapitaal bij een hogere brutopremie minder overlijdensrisicopremie hoeft te worden ingehouden. Een hogere brutopremie draagt immers bij tot snellere vermogensopbouw waardoor het risicokapitaal sneller daalt en er minder risicopremie hoeft te worden betaald.

Wat betreft *kosteninhoudingen* is niet alleen de hoogte maar ook de manier waarop deze in rekening worden gebracht relevant. Een groot aantal verzekeraars hanteert een verkorte terugverdientermijn voor afsluitprovisie en eerste kosten, waaronder polisopmaakkosten en marketingkosten. Dit houdt in dat deze kosten in de eerste vijf of tien jaar op de brutopremie worden ingehouden. Een verkorte terugverdientermijn heeft een nadelige invloed op de vermogensopbouw: weliswaar blijft de totale omvang van deze kosten onveranderd, maar het versneld in rekening brengen verlaagt de beschikbare inleg in de eerste vijf of tien jaar. Hierdoor blijft de vermogensopbouw in de beginjaren achter. Dit verschil wordt in de resterende looptijd niet meer ingehaald omdat de consument rendement op rendement misloopt. Omgekeerd volgt hieruit dat de vermogensopbouw maximaal wordt gestimuleerd indien dergelijke vaste kosten conform het voorstel van de Commissie de Ruiters over een zo lang mogelijke periode worden uitgesmeerd. Dit inzicht is ook van belang voor polishouders die besluiten hun beleggingsverzekering voortijdig te beëindigen. In de praktijk bevatten de meeste contracten clausules die bepalen dat de verzekeraar bij voortijdige afkoop de eerste kosten op de polishouder kan verhalen. Dit komt in feite neer op de eerder beschreven verkorting van de terugverdientperiode van eerste kosten. Naarmate de polishouder eerder afkoopt, drukken deze dan ook zwaarder op het opgebouwde kapitaal. Bovendien loopt de polishouder rendement mis.

Ook de keuze die de polishouder maakt wat betreft de hoogte van de *overlijdensrisicoverzekering* is van groot belang voor de vermogensopbouw. Een uitgebreidere dekking gaat in beginsel gepaard met een lager opgebouwd vermogen. Een uitgebreide dekking houdt immers een groter risico in voor de verzekeraar en dus een hogere overlijdensrisicopremie. Gevolg is dat een kleiner aandeel van de brutopremie beschikbaar is voor beleggingen, wat de vermogensopbouw remt. Ook moet rekening worden gehouden met de leeftijd van de polishouder. Een hogere leeftijd van de polishouder impliceert immers een hogere sterfttekans, waardoor de overlijdensrisicopremie toeneemt.

De premie die na aftrek van kosteninhoudingen en overlijdensrisicopremie resteert, is beschikbaar om te worden belegd. De vermogensopbouw heeft een exponentieel karakter: naarmate het *beleggingsrendement* toeneemt, stijgt het opgebouwde vermogen bovenproportioneel. Over het opgebouwde kapitaal loopt de polishouder beleggingsrisico. Op de eerste plaats valt te denken aan het risico van ongunstige marktontwikkelingen. Dergelijke ontwikkelingen kunnen leiden tot

aanzienlijke dalingen van het opgebouwde vermogen, overigens zonder dat dat noodzakelijkerwijs betekent dat het beoogde eindkapitaal niet wordt gehaald. Ook valt te denken aan het zogenoemde ‘volatilitetsrisico’: variabiliteit van het rendement heeft op zichzelf een nadelig effect op de vermogensopbouw. De vermogensopbouw bij een willekeurig constant rendement is hoger dan de vermogensopbouw bij een gemiddeld gelijk maar gedurende de looptijd fluctuerend rendement. Het volatilitetsrisico onderstreept eens te meer het belang van het rekenen met voorzichtige voorbeeldrendementen. Een laatste observatie is dat de rendementsontwikkeling in de latere jaren van de looptijd van de beleggingsverzekering van groter belang zijn voor de vermogensopbouw dan de rendementsontwikkeling aan het begin. Dit omdat de polishouder op dat moment over een grotere vermogensgrondslag beschikt, waardoor rendementsontwikkelingen – zowel positief als negatief – een grotere impact hebben. Hieruit volgt dat ook het moment waarop de polishouder is ingestapt van groot belang kan zijn.

## Conclusie

De bovenstaande productanalyse biedt een aantal belangrijke inzichten in de werking van het product beleggingsverzekeringen en indiceert ook de richting waarin oplossingen moeten worden gezocht. Zo zijn er positieve schaalvoordelen verbonden aan de premiehoogte. Behalve de hoogte is ook de wijze van kosteninhoudingen van belang voor de vermogensopbouw. De klant is gebaat bij spreiding van de eerste kosten en de afsluitprovisie over de gehele looptijd. Ook de omvang van de overlijdensrisicoverzekering is relevant. Een uitgebreide dekking impliceert een hogere overlijdensrisicopremie, kleinere voor belegging beschikbare bedragen en een lagere vermogensopbouw. Tot slot zijn bezitters van een beleggingsverzekering blootgesteld aan beleggingsrisico. Behalve het risico van achterblijvende rendementsontwikkelingen heeft de polishouder ook te maken met volatilitetsrisico, het risico van achterblijvende vermogensopbouw als gevolg van fluctuaties in het beleggingsrendement.

Dit alles illustreert het complexe karakter van het product ‘beleggingsverzekeringen’. Hierbij moet worden aangetekend dat de werkelijkheid nog ingewikkelder kan uitpakken dan de analyse suggereert, omdat de besproken parameters elkaar kunnen beïnvloeden. In het huidige debat over beleggingsverzekeringen wordt niet altijd recht gedaan aan deze complexiteit.

Beleggingsverzekeringen worden vanwege hoge kosteninhoudingen, tenevens vermogensopbouw en onvoldoende informatieverstrekking over beide welhaast per definitie afgedaan als een ondeugdelijke productgroep. Deze generieke conclusies doen onvoldoende recht aan het feit dat beleggingsverzekeringen complexe financiële producten zijn, die bovendien in een grote variëteit aan de man zijn gebracht. Zij onderstrepen wel de noodzaak van transparantie, een goede informatievoorziening en een gedegen advisering aan de polishouder.

Uit de analyse van de factoren die een rol spelen bij beleggingsverzekeringen blijkt dat met name twee factoren doorslaggevend zijn geweest voor de onvrede over dit product: de hoogte van de kosteninhoudingen en het gebrek aan informatie. De oplossing zal bij die factoren een aangrijpingspunt moeten vinden. De aanbeveling van Wabeke, die een ex-post compensatie op basis van specifieke kostenplafonds inhoudt, is dan ook een belangrijke stap in de goede richting. De complexiteit van het product vormt een belemmerende factor voor het vinden van een oplossing voor de problematiek van de bestaande polishouders. Zo is de complexiteit van het product een belangrijke reden voor de herhaaldelijke vertraging van het feitenonderzoek beleggingsverzekeringen, dat uiteindelijk wordt uitgevoerd door de AFM. Doel van dit onderzoek is om consumenten bij te staan bij het begrijpen en beoordelen van hun producten. Van belang is echter dat de in dit feitenonderzoek te bespreken rekenvoorbeelden niet één op één zijn te vertalen naar de financiële situatie van individuele polishouders. Vermogensopbouw, kosten- en premie-inhoudingen zijn immers onder andere afhankelijk van persoonskenmerken (zoals leeftijd en belastinginschaling), de door de polishouder gekozen overlijdensrisicodekking en het door de polishouder behaalde beleggingsrendement. Dit illustreert dat dit onderzoek individuele polishouders veelal slechts in beperkte mate de gewenste helderheid kan verschaffen. Polishouders en verzekeraars hebben beide belang bij een snelle en bevredigende oplossing in de problematiek rond beleggingsverzekeringen, om zo een scenario van massale rechtsgang en langdurige onzekerheid te voorkomen. DNB is ingenomen met het eerste concrete onderhandelingsresultaat dat consumentenorganisaties en sector onlangs op basis van de aanbeveling van Wabeke hebben bereikt. DNB spreekt dan ook de hoop uit dat andere partijen spoedig zullen volgen.