

Implementatie van beleggingsportefeuilles van verzekeraars: een marktoverzicht

Sijbo Holtman
Job Prince
Sjoerd van Dieten



Inleiding

Voor Nederlandse verzekeraars is het beheren van beleggingen een kernactiviteit.

Het beheer van de beleggingsportefeuille loopt doorgaans via een in beleid vastgelegd beleggingsproces dat is opgebouwd uit verschillende bouwstenen. Dit omvat onder meer het formuleren van een beleggingsdoelstelling, het bepalen van de risicobereidheid, het vastleggen van toegestane beleggingscategorieën, het onderscheid tussen matchings- en rendementsportefeuilles en het integreren van duurzaamheidsoverwegingen. Binnen dit kader richt het beleggingsproces zich onder andere op de ALM-studie¹, het beleggingsplan², portefeuille-implementatie, monitoring en bijsturing, rapportage en verantwoording en evaluatie van het beleid.

Dit document onderzoekt hoe verzekeraars hun portefeuille-implementatie vormgeven, en welke keuzes daarbij centraal staan. We sluiten af met een overzicht van de praktijk bij middelgrote en grote Nederlandse verzekeraars.

Keuzes voor uitvoering portefeuille-implementatie

De keuzes rond de uitvoering van de portefeuille-implementatie omvatten het vaststellen van de toegestane beleggingscategorieën. Elke categorie dient op een gecontroleerde manier belegd te kunnen worden. Hierbij spelen twee belangrijke keuzes:

1. WELKE VORM VAN BELEGGEN Kiest DE VERZEKERAAR?

- **Direct beleggen** houdt in dat verzekeraars zelf rechtstreeks individuele beleggingen aankopen, zoals aandelen, obligaties of vastgoed. Dit biedt maximale controle en maatwerk voor de verzekeraar, maar vereist aanzienlijke operationele capaciteit, interne expertise en voldoende schaalgrootte.
- **Beleggen via mandaten** impliceert dat de verzekeraar de uitvoering uitbesteedt aan een externe partij binnen expliciet afgesproken kaders. Dit combineert maatwerk met professionele uitvoering door een portefeuillebeheerder, maar leidt ook tot afhankelijkheid van de beheerder en mogelijk hogere kosten.
- **Beleggen via fondsen** betekent dat verzekeraars participeren in beleggingsfondsen. Dit zorgt voor spreiding, schaalvoordelen en toegang tot specialistische kennis van de fondsbeheerder, maar gaat ten koste van maatwerk en beleidsvrijheid.

2. WELKE PARTIJ VERZORGT DE UITVOERING?

- **Intern vermogensbeheer:** de verzekeraar houdt veel grip op het beleggingsproces, maar dit stelt hoge eisen aan bemensing en systeeminfrastructuur.
- **Extern vermogensbeheer:** de verzekeraar draagt de dagelijkse uitvoering over aan externe partijen, terwijl de strategische regie bij de verzekeraar blijft.
- **Hybride vermogensbeheer:** de verzekeraar combineert intern en extern vermogensbeheer. Vaak worden liquide beleggingen intern beheerd, terwijl alternatieve of specialistische asset classes worden uitbesteed aan externe partijen. Dit model biedt flexibiliteit, maar vraagt om duidelijke rolverdeling en goede afstemming.
- **Fiduciair vermogensbeheer³:** de verzekeraar besteedt het strategisch beheer van de beleggingsportefeuille grotendeels uit aan één centrale partij. Dit biedt ontzorging, maar vergroot ook de afhankelijkheid van de fiduciaire manager.

1. Via een ALM-studie wordt bepaald welke beleggingscategorieën inclusief bandbreedtes op lange termijn passen bij de strategie, beleid en balans van de verzekeraar.

2. Het pad van de huidige beleggingsmix naar de langere termijn mix wordt vaak vastgelegd in een beleggingsplan

3. Enkele belangrijke verschillen tussen een externe vermogensbeheerder en een fiduciair vermogensbeheerder zijn dat laatstgenoemde een vastgelegde fiduciaire plicht heeft om te allen tijde in het belang van de klant te handelen. Daarnaast omvat fiduciair beheer doorgaans een bredere dienstverlening, zoals verderop in dit document wordt toegelicht.

Invulling geven aan deze keuzes helpt verzekeraars om hun beleggingsstructuur af te stemmen op hun eigen schaal, risicobereidheid en governance-inrichting. Tabel 1 en Tabel 2 bieden een overzicht van deze keuzes, inclusief de belangrijkste voor- en nadelen.

TABEL 1: VERGELIJKING VAN BELEGGINGSVORMEN VOOR NEDERLANDSE VERZEKERAARS

VORM VAN BELEGGEN	TOELICHTING	BELANGRIJKSTE VOORDEEL	BELANGRIJKSTE NADEEL
Direct beleggen	Zelf rechtstreeks individuele beleggingen aankopen en beheren	Maximale maatwerk en controle	Hoge operationele lasten, interne expertise vereist
Beleggen via mandaten	Externe partij richt portefeuille specifiek voor verzekeraar in	Maatwerkoplossingen binnen afgesproken kaders	Afhankelijkheid externe partij, hogere kosten dan fondsen
Beleggen via fondsen	Investeren in bestaande beleggingsfondsen van externe partijen	Efficiënte spreiding, lagere kosten	Minder maatwerk, standaardstrategie

TABEL 2: VERGELIJKING VAN UITVOERING VAN HET BELEGGINGSBELEID VOOR NEDERLANDSE VERZEKERAARS

UITVOERVORM	WAT GEBEURT ER?	BELANGRIJKSTE VOORDEEL	BELANGRIJKSTE NADEEL
Intern vermogensbeheer	Alles zelf: strategie én uitvoering	Maximale controle	Hoge vaste kosten, interne expertise vereist
Extern vermogensbeheer	Strategie zelf, uitvoering uitbesteed	Toegang expertise & schaalvoordeel	Minder operationele controle
Hybride beheer	Intern en extern beheer, vaak verdeling tussen liquide (intern) en alternatief (extern)	Flexibiliteit: eigen regie met externe ondersteuning waar nodig	Complexere governance, afstemmingsrisico
Fiduciair vermogensbeheer	Beleggingscyclus gedeeltelijk of grotendeels uitbesteed aan één centrale partij	Ontzorging, integrale coördinatie en compliance	Grote afhankelijkheid fiduciair manager

Hieronder verdiepen we ons in de verschillen tussen beleggen via fondsen en beleggen via mandaten. Direct beleggen wordt minder breed toegepast of is beperkt tot de treasury functie, die zorg draagt voor de aanwezigheid van voldoende liquide middelen.

Fonds versus mandaat: praktische verschillen in beleggingsinrichting

Voor verzekeraars is het gebruik van fonds- en mandaatbeleggen een belangrijke strategische keuze. Deze keuze beïnvloedt onder andere kosten, controle en transparantie. Door aan te sluiten bij gangbare marktpraktijk en richtlijnen, kan een verzekeraar weloverwogen besluiten nemen die passen bij haar omvang, interne sturingskracht, expertise en duurzaamheidsbeleid.

licht de belangrijkste verschillen toe tussen beleggen via een fonds en beleggen via een mandaat. Per onderdeel wordt aangegeven wat in de praktijk gangbaar is, en welke overwegingen voor verzekeraars van belang zijn bij het maken van een passende inrichting van het beleggingsbeleid.

TABEL 3: KEUZE-INSTRUMENTARIUM: FONDSBELEGGEN VERSUS MANDAATBEHEER

ONDERWERP	FONDS	MANDAAT
Documentatie	Prospectus / informatie memorandum	Beheersovereenkomst / Investment Mandate Agreement met eigen richtlijnen
Type beleggingen	Liquide en alternatieve beleggingen	Liquide en alternatieve beleggingen
Kosten	Lagere fee voor in het bijzonder liquide beleggingen	Typisch extra kosten ten opzichte van fonds door bijvoorbeeld btw op beheervergoeding
Uitvoering	Eenvoudig	Complexer
Eigen richtlijnen	Niet mogelijk	Wel mogelijk
Uitsluitingen	Fondsbeleid	Beleid van verzekeraar

De keuze tussen fonds- en mandaatbeleggen beïnvloedt controle, kosten en governance aanzienlijk. De bovenstaande verschillen laten zien dat schaalgrootte, interne expertise en strategische beleidsvrijheid belangrijke factoren zijn in deze afweging. Het is voor verzekeraars van groot belang om hun beleggingsvorm zorgvuldig af te stemmen op lange termijn doelstellingen, interne capaciteit en aanwezige expertise.

Naast de keuze voor de beleggingsvorm, volgt een tweede belangrijke afweging: de wijze van uitvoering. Verzekeraars kunnen ervoor kiezen het beheer volledig intern te organiseren, (deels) uit te besteden aan een externe vermogensbeheerder, of gebruik te maken van een fiduciair manager die ondersteuning biedt bij (een deel van) de beleggingscyclus. Deze uitvoervormen verschillen wezenlijk in verantwoordelijkheden en governance, met name tussen directe uitbesteding en het inschakelen van een fiduciair manager.

Van intern tot fiduciair: wie voert het beleggingsbeleid uit?

De uitvoering van het beleggingsbeleid kan op vier manieren worden ingericht: intern, extern, hybride of fiduciair. Elke uitvoervorm vraagt om een andere inrichting van processen, systemen en governance.

Bij **intern beheer** bevindt de volledige beleggingscyclus zich binnen de organisatie, van beleidsvorming tot monitoring en rapportage. Dit vereist een duidelijke interne rolverdeling over meerdere afdelingen. Voor een goed functionerend intern beheer zijn doorgaans meerdere gespecialiseerde afdelingen nodig: een ALM-afdeling, verantwoordelijk voor balans- en risicomanagement, een investment office, belast met het uitvoeren van het strategisch plan, alsmede de monitoring en rapportage, en front-, mid- en backoffice functies binnen de interne vermogensbeheerder met de verantwoordelijkheid voor portefeuillebeheer, controle en operationele ondersteuning. Intern beheer biedt maximale controle, maar stelt hoge eisen aan personele capaciteit en expertise.

Bij **extern vermogensbeheer** wordt (een deel van) het portefeuillebeheer uitbesteed aan een externe vermogensbeheerder. De verzekeraar behoudt zelf de regie over het beleggingsbeleid, ALM en strategische asset allocatie, en stelt richtlijnen op voor de externe uitvoering. Deze uitvoering kan zowel plaatsvinden via beleggingsfondsen als via specifieke mandaten. In het geval van mandaten voert de externe partij het beheer uit binnen afgesproken grenzen, vaak gericht op een bepaalde beleggingscategorie of strategie. Bij beleggen via fondsen ligt het beheer bij de fondsaanbieder, zonder directe sturing op onderliggende posities. Tot de meest gekozen externe vermogensbeheerders onder Nederlandse verzekeraars behoren Goldman Sachs Asset Management⁴, Van Landschot Kempens IM en Cardano⁵.

4. Goldman Sachs voltooide in april 2022 de overname van NN Investment Partners van NN Group, na een in augustus 2021 overeengekomen transactie met een tienjarige strategische samenwerkingsovereenkomst.

5. Bron is SFCR informatie.

Bij **hybride beheer** wordt de uitvoering van het beleggingsbeleid deels intern en deels extern georganiseerd. De verzekeraar houdt zelf de regie over het beleid, ALM en het strategisch plan, maar besteedt de implementatie, en eventueel ook de monitoring en bijsturing, (gedeeltelijk) uit. Vaak gebeurt dit gesplitst per beleggingscategorie: liquide beleggingen worden bijvoorbeeld intern uitgevoerd, terwijl alternatieve of specialistische beleggingen worden ondergebracht bij een externe vermogensbeheerder. De precieze verdeling van verantwoordelijkheden verschilt per organisatie en wordt afgestemd op de beschikbare interne capaciteit, expertise en governance voorkeuren.

Bij **fiduciair management** kan het gehele beleggingsproces worden uitbesteed aan één centrale partij. De fiduciair manager kan in dat geval alle fasen van het proces uitvoeren: van beleid, ALM en strategische asset allocatie tot selectie van vermogensbeheerders, implementatie, risicoanalyse, administratie en rapportage. In de praktijk komt een lichtere vorm vaker voor, waarbij de verzekeraar zelf het beleid en strategische richting bepaalt, terwijl de fiduciair manager een adviserende rol speelt bij ALM & risicobereidheid en verantwoordelijk is voor de implementatie, monitoring, administratie en rapportage. De meest voorkomende fiduciaire beheerders onder Nederlandse verzekeraars zijn Goldman Sachs Asset Management, Van Lanschot Kempen Investment Management en Achmea Investment Management. Zij coördineren vaak de onderliggende vermogensbeheerders en zorgen voor samenhang in de uitvoering. Dit model ontzorgt sterk, maar vraagt om duidelijke afspraken over governance en beslissingsbevoegdheden, om te voorkomen dat de verzekeraar te veel grip op het beleggingsproces verliest.

Tabel 4 toont per uitvoervorm inzicht in de rolverdeling binnen de verschillende fasen van het beleggingsproces. Daarbij merken we op dat ESG-beleid onlosmakelijk onderdeel uitmaakt van de beleggingsbeleid. In de analyse van de paper is echter gekozen om dit aspect niet apart uit te werken, omdat de focus op de beleggings- en uitvoervormen ligt.

TABEL 4: INZICHT IN DE FASEN VAN HET BELEGINGSPROCES EN DE ROLVERDELING PER BEHEERMODEL

FASE IN CYCLUS	INTERN BEHEER	EXTERN BEHEER	HYBRIDE BEHEER	FIDUCIAIR BEHEER
1. Beleidsvorming	Intern	Intern	Intern	Fiduciair betrokken of adviserend
2. ALM en risicobereidheid	Intern	Intern	Intern	Fiduciair betrokken of in co-creatie
3. Strategisch plan	Intern	Intern	Intern	Fiduciair stelt op in overleg met verzekeraar
4. Implementatie	Intern vermogensbeheer	Extern vermogensbeheer	Interne en externe vermogensbeheerders	Externe vermogensbeheerders
5. Monitoring & bijsturing	Intern	Extern via rapportageservice	Vaak door verzekeraar	Fiduciair betrokken
6. Rapportage	Intern	Intern	Intern	Fiduciair betrokken of intern

In de volgende paragraaf lichten we eerst de algemene onderzoeksmethodiek toe die ten grondslag ligt aan onze analyse. Daarna creëren we een marktoverzicht van Nederlandse verzekeraars om inzicht te krijgen in de samenhang tussen schaalgrootte en de inrichting van het beleggingsbeleid. Daarbij onderzoeken we hoe de omvang van de balans invloed heeft op zowel de vorm van beleggen als de wijze van uitvoering van het beleggingsproces. Op basis van deze methodiek vertalen we de indeling vervolgens naar de praktijk voor middelgrote en grote schade-, levens- en zorgverzekeraars.

Onderzoeksmethodiek

Voor deze analyse is gebruikgemaakt van publieke Solvency II-rapportages (SFCR's), onderliggende QRT-data uit het Milliman SFCR Dashboard 2023, en aanvullende informatie uit jaarverslagen en marktbronnen⁶. De methodiek is consistent toegepast op schade-, leven- en zorgverzekeraars, zodat sector overstijgende vergelijkingen mogelijk zijn.

DEEL 1: VORM VAN BELEGGEN

Het eerste deel van de analyse richt zich op de vorm van beleggen. We onderzoeken of er een verband bestaat tussen de balansomvang van een verzekeraar en de mate waarin wordt gekozen voor standaardisatie (via fondsen) of maatwerk (via mandaten). Dit doen we door per verzekeraar drie indicatoren te analyseren:

- **CIU-aandeel:** het aandeel van fondsen, Collective Investment Undertakings (CIUs), binnen de portefeuille geeft inzicht in de mate van standaardisatie. Een lager CIU-aandeel kan duiden op een voorkeur voor maatwerk via mandaten. CIUs zijn een term die binnen Solvency II wordt gebruikt voor indirecte beleggingen via fondsen zoals UCITS⁷ en AIFs⁸.
- **Cashpositie:** het aandeel liquide middelen is een proxy voor de mate van (rendementsgericht) beleggen. Een lagere cashpositie wijst op een grotere inzet van het vermogen voor rendement. Dit geeft indirect inzicht in de positionering van de portefeuille: een hoge cashpositie duidt op een focus op liquiditeit en eenvoud, terwijl een lage cashpositie wijst op een optimalisatie van kapitaalinzet (rendement).
- **Complexe versus minder complexe assets:** een derde indicator betreft het aandeel van complexe versus minder complexe beleggingen binnen de portefeuille. Om dit verband te analyseren, is per verzekeraar het aandeel van de portefeuille bepaald dat belegd is in minder complexe beleggingen, gedefinieerd als: cash, staatsobligaties, bedrijfsobligaties, deposits en CIUs⁹. Dit aandeel is afgezet tegen de balansomvang van de verzekeraar. De overige beleggingscategorieën zoals leningen en hypotheek¹⁰, gestructureerde producten, derivaten, aandelen, deelnemingen, vastgoed en collateralised securities schalen we onder complexe categorieën. De classificatie is gebaseerd op het perspectief van de partij die de belegging uitvoert. Minder complexe assets zijn eenvoudiger te implementeren en volgen gestandaardiseerde processen. Complexe assets vergen meer maatwerk, gespecialiseerde kennis en intensieve monitoring.

Voor alle analyses in deel 1 is gebruikgemaakt van de overwogen balansomvang, gedefinieerd als de som van belegbare balansomvang zoals opgenomen in de Solvency II QRT-rapportages¹¹. Niet-beleggingsgerelateerde posten zijn buiten beschouwing gelaten. Door deze drie indicatoren af te zetten tegen de balansomvang ontstaat een beeld van hoe schaalgrootte samenhangt met de beleggingsvormen. Dit helpt om te duiden welke type en grootte van verzekeraars eerder kiezen voor eenvoud en standaardisatie, en welke juist inzetten op maatwerk en complexiteit.

6. We hebben gebruikgemaakt van de meest recente beschikbare informatie uit de Solvency II-rapportages (SFCR's 2024) en jaarverslagen 2024. Indien deze gegevens niet beschikbaar zijn, is teruggevallen op de rapportages uit 2023.

7. UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities): Beleggingsfondsen die voldoen aan strikte richtlijnen op het gebied van risicospreiding, liquiditeit, transparantie en beleggersbescherming.

8. AIFs (Alternative Investment Funds): Verzamelcategorie voor fondsen die buiten het UCITS-regime vallen, zoals hedgefondsen, private equity-, vastgoed- of infrastructuurfondsen. AIFs zijn vaak minder liquide en kennen ruimere beleggingsstrategieën.

9. CIUs kunnen onderliggende beleggingen bevatten die als complex zouden kunnen worden geclassificeerd. In deze analyse zijn CIUs echter volledig opgenomen onder 'minder complexe beleggingen', aangezien de fondsbeleggingsvorm ze breder investeerbaar maakt.

10. Leningen en hypotheek classificeren we als complex omdat ze een ingebbede prepayment optie combineren met kredietrisico, illiquiditeit en modelafhankelijke waardering die duration en convexiteit onzeker maakt.

11. De balansomvang omvat hier de som van belegbare balansomvang, waaronder cash, leningen en hypotheek, staatsobligaties, bedrijfsobligaties, deposits, CIUs, gestructureerde producten, derivaten, aandelen, deelnemingen, vastgoed en collateralised securities. Niet-beleggingsgerelateerde posten zoals DTA, IL/UL-assets, overige activa en herverzekeringsoverdrachten blijven buiten beschouwing.

DEEL 2: UITVOERING VAN HET BELEGGINGSBELEID

In het tweede deel van de analyse brengen we de uitvoeringsstructuur van het beleggingsbeleid in kaart. We classificeren per verzekeraar of het beheer intern, extern, hybride of fiduciair is ingericht. Vervolgens onderzoeken we of er samenhang zichtbaar is tussen balansomvang en de gekozen uitvoeringsvorm.

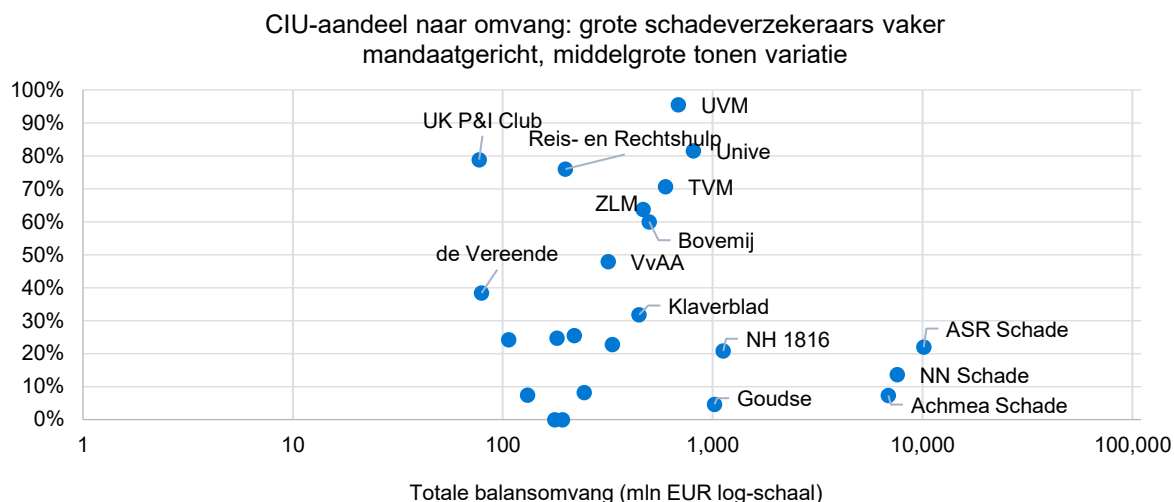
Door deze uitvoeringsvormen te koppelen aan de balansomvang ontstaat inzicht in de mate waarin schaalgrootte bepalend is voor de inrichting van processen, governance en strategische sturing. De verwachting is dat grotere verzekeraars vaker kiezen voor interne of hybride modellen, terwijl kleinere partijen eerder uitbesteden of fiduciair beheer inzetten.

Deze tweedelige aanpak biedt een raamwerk om schaalafhankelijke afhankelijkheid te identificeren en om de inrichting van het beleggingsbeleid sectorbreed te duiden.

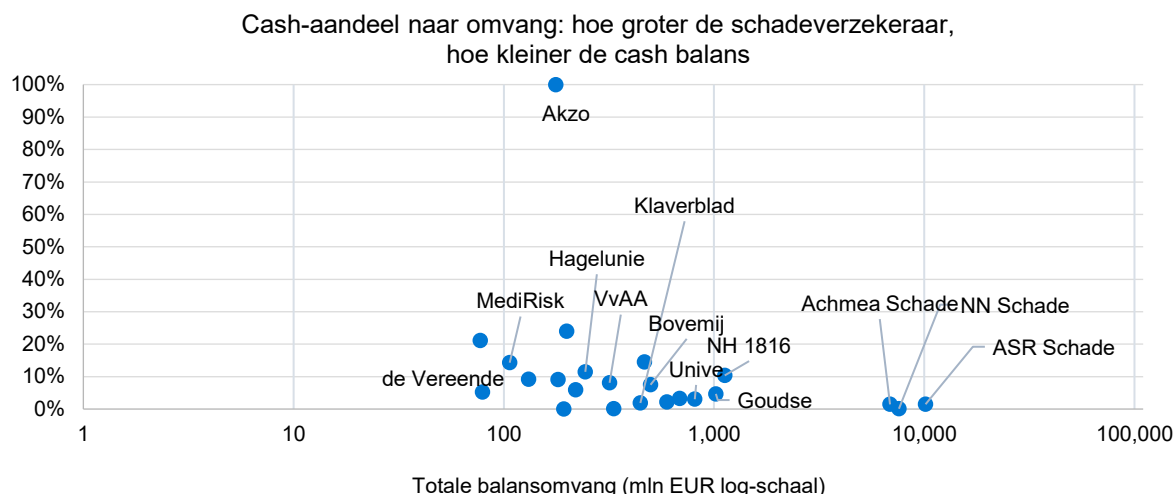
Overzicht van middelgrote en grote Nederlandse schadeverzekeraars

Grote schadeverzekeraars geven de voorkeur aan maatwerk via mandaten of direct beleggen in plaats van beleggingen via fondsen. In deze analyse zijn schadeverzekeraars met meer dan €5 miljard aan totale balansomvang geclassificeerd als groot, zoals ASR, NN en Achmea. Middelgrote schadeverzekeraars hebben een balansomvang van minimaal €150 miljoen. Kleinere verzekeraars vallen buiten scope. In Tabel 8 in de appendix is inzichtelijk gemaakt uit welke juridische entiteiten deze schadeverzekeraars bestaan. Uit **Error! Reference source not found.** blijkt dat het aandeel CIUs bij grote schadeverzekeraars relatief laag is. Dit wijst op een voorkeur voor mandaten of direct beleggen. Binnen de middelgrote groep is er juist sprake van grote variatie: sommige partijen beleggen grotendeels via fondsen, anderen kiezen voor mandaten of directe beleggingen.

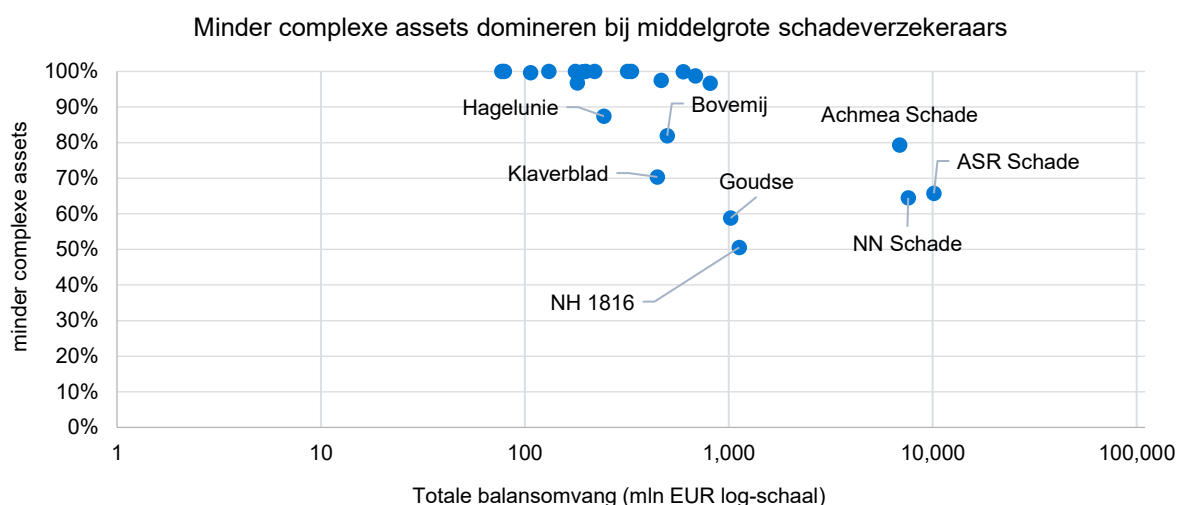
FIGUUR 1: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CIU-POSITIE BIJ SCHADEVERZEKERARS



Grotere schadeverzekeraars houden relatief minder liquide middelen aan, wat duidt op een hogere prioriteit voor rendement op de activa. Uit Figuur 4 blijkt dat het cash-aandeel afneemt naarmate de totale activa toenemen.

FIGUUR 2: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CASHPOSITIE BIJ SCHADEVERZEKERAARS

Middelgrote schadeverzekeraars beleggen overwegend in minder complexe categorieën, terwijl grotere partijen een hogere allocatie naar complexere beleggingsvormen laten zien. Figuur 3 laat zien dat het merendeel van de middelgrote schadeverzekeraars 80–100% van hun portefeuille belegt in minder complexe categorieën. Naarmate de balansomvang toeneemt, daalt dit aandeel. Bij grote verzekeraars ligt het aandeel in minder complexe assets vaak tussen de 50% en 80%, wat wijst op een grotere inzet van complexere beleggingsstrategieën bij grotere marktpartijen¹².

FIGUUR 3: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN AANDEEL MINDER COMPLEXE BELEGGINGEN BIJ SCHADEVERZEKERAARS

Naarmate de balansomvang afneemt, zien we dat het gebruik van mandaten of direct beleggen afneemt ten gunste van fondsen. De keuze tussen fondsen en mandaten hangt sterk samen met de behoefte aan maatwerk en de schaalgrootte van de verzekeraar. Mandaten bieden meer controle en ruimte voor specifieke richtlijnen, zoals ESG-integratie of uitsluitingen, maar brengen ook hogere kosten en complexiteit met zich mee. Fondsen zijn daarentegen aantrekkelijk voor partijen die eenvoud en kostenefficiëntie zoeken, vooral bij liquide beleggingen.

Na het in kaart brengen van de beleggingsvormen bij middelgrote en grote schadeverzekeraars richten we ons nu op de uitvoeringsstructuur. In Tabel 5 geeft per schadeverzekeraar inzicht in de gekozen uitvoeringsstructuur en, indien van toepassing, de betrokken (fiduciaire) vermogensbeheerder.

12. Uitzonderingen zijn onder andere NS Insurance (27%) met een nadruk op loans & mortgages, en Mercurius (37%) met een groot aandeel in aandelen.

TABEL 5: VERGELIJKING VAN (MIDDEL)GROTE SCHADEVERZEKERAARS VERZEKERAARS OP BASIS VAN UITVOERVORM EN (FIDUCIAIR) BEHEERDER

NON-LIFE VERZEKERAAR	TOTALE BELEGGINGEN (EUR MLN)	UITVOERVORM	BELANGRIJKSTE (FIDUCIAIR) BEHEERDER
ASR Schade (incl. Aegon Schade)	10,940	Hybride (intern via groep en extern)	a.s.r. Vermogensbeheer/ a.s.r. real estate / Aegon AM
NN Schade	8,263	Extern (via groep)	Goldman Sachs AM
Achmea Schade	7,634	Hybride (grotendeels intern via groep)	Achmea IM / Syntrus
De Goudse Schade	1,363	Hybride (intern strategisch)	OHV Institutional AM / Voordegroei
NH 1816 Schade	1,208	Hybride	Van Lanschot Kempen IM
Univé Schade	879	Fiduciair	Van Lanschot Kempen IM
UVM (Unigarant)	823	Fiduciair	Goldman Sachs AM
TVM	717	Fiduciair	Goldman Sachs AM
Bovemij Schade	650	Extern beheer	Van Lanschot Kempen IM
ZLM	524	Fiduciair	Van Lanschot Kempen IM
Klaverblad Schade	451	Hybride	Niet gespecificeerd
VvAA Schade	406	Fiduciair	Diverse fondsbeheerders
ABN AMRO Schade	378	Extern (via joint venture partner)	Goldman Sachs AM
DAS Rechtsbijstand	344	Extern beheer	Niet gespecificeerd
Hagelunie	290	Hybride (grotendeels intern via groep)	Achmea IM
UK P&I Club	287	Intern (via groep)	Thomas Miller Investment Ltd. (UK)
Ansvar	237	Extern beheer	Lombard Odier Investment Managers
Unilever Verzekeringen	209	Intern (via groep)	Unilever Investment Treasury
Reis- en Rechtshulp	205	Fiduciair	Goldman Sachs AM
Assurant Nederland	190	Intern (via groep)	Assurant AM (US-based)
Akzo	188	Intern (via corporate treasury)	AkzoNobel Treasury
MediRisk	164	Extern	OHV Institutional AM
De Vereende	150	Extern	Goldman Sachs AM

Het overzicht laat zien dat schadeverzekeraars met toenemende balansomvang vaker kiezen voor een hybride uitvoervorm van het beleggingsbeleid. Grote partijen zoals ASR en Achmea beschikken over interne vermogensbeheerstructuren, waarmee zij profiteren van schaalvoordelen, directe controle en integrale sturing van ALM, risicobeheer en ESG-beleid. NN vormt hierbij een uitzondering dankzij de overname van NN IP door Goldman Sachs AM. Echter voeren zij wel een strategisch intern beleid binnen de groep, maar ligt de uitvoering extern.

Binnen de groep middelgrote verzekeraars is een duidelijke tweedeling zichtbaar. De grotere verzekeraars in deze categorie, zoals De Goudse en Noordhollandsche van 1816, hanteren veelal een hybride model: het strategisch beleid wordt intern bepaald, terwijl de uitvoering (deels) is uitbesteed aan externe vermogensbeheerders of fiduciair managers.

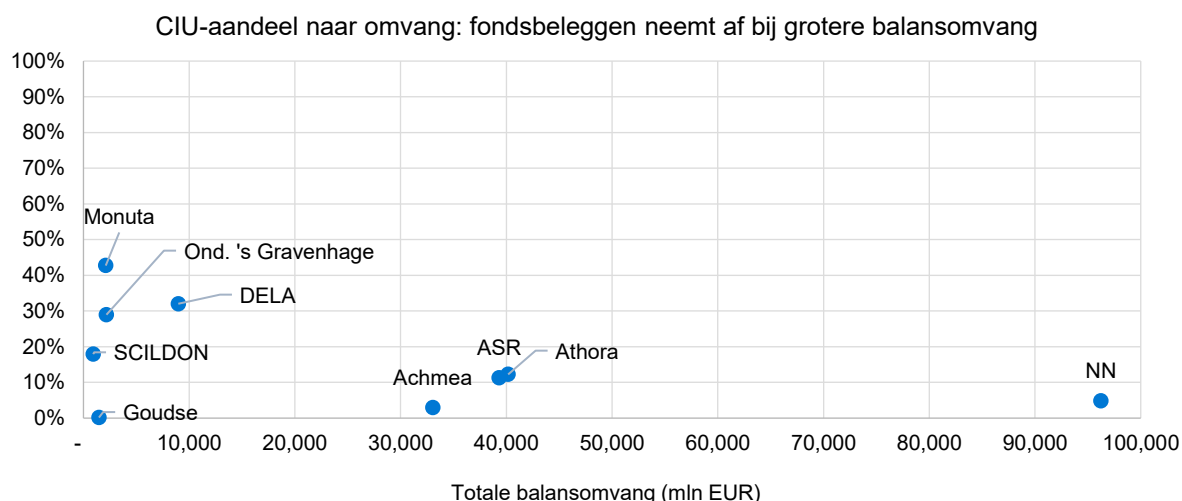
Kleinere middelgrote verzekeraars daarentegen beschikken doorgaans niet over een eigen beleggingsorganisatie. Zij kiezen vrijwel uitsluitend voor volledige uitbesteding van het vermogensbeheer, hetzij via een fiduciair model, hetzij via externe vermogensbeheerders zonder fiduciaire rol. Hoewel het strategisch beleggingsbeleid formeel bij de verzekeraar blijft, wordt dit in de praktijk vaak in nauwe samenwerking met de fiduciair beheerder vormgegeven.

Deze observaties bevestigen dat schaalomvang, interne expertise en strategisch ambitieniveau bepalend zijn voor de inrichting van het beleggingsbeleid. Naarmate de middelen toenemen, groeit de ruimte voor interne regie, maatwerk en integratie van beleggingsbeleid met bredere bedrijfsdoelstellingen. Deze inzichten bieden concrete handvatten voor herijking van het beleggingsbeleid of vergelijking met sectorgenoten.

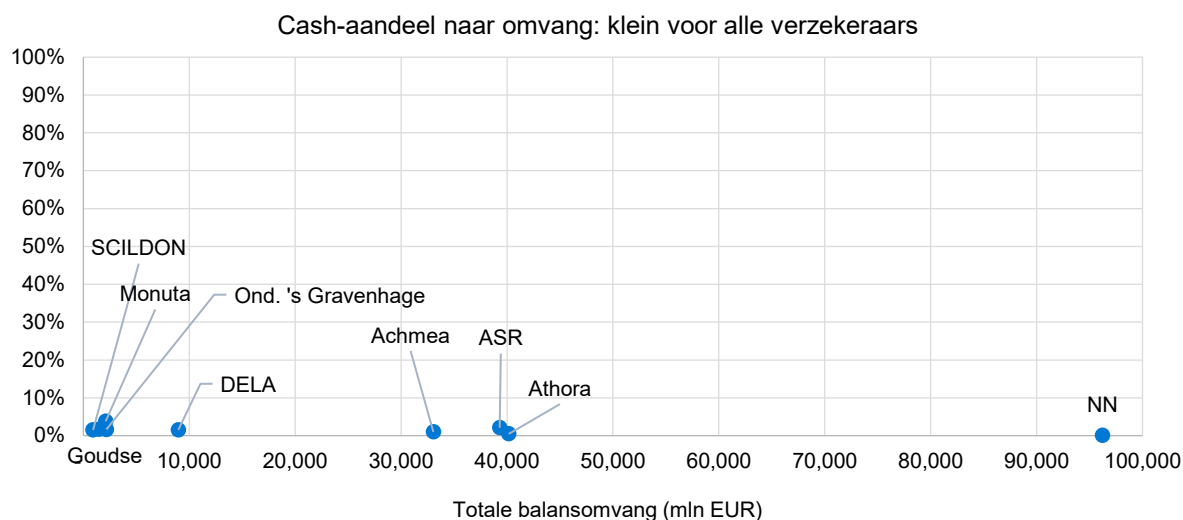
Overzicht van middelgrote en grote Nederlandse levensverzekeraars

Grote levensverzekeraars geven de voorkeur aan maatwerk via mandaten in plaats van beleggingen via fondsen. In deze analyse zijn levensverzekeraars met meer dan €10 miljard aan totale balansomvang geclassificeerd als groot. Dit zijn NN Leven, ASR Leven, Athora Leven en Achmea Leven. De overige verzekeraars in scope, waaronder DELA, Monuta, Scildon, Onderlinge 's-Gravenhage en De Goudse, vallen binnen de middelgrote categorie. In Tabel 9 en Tabel 10 van de appendix is inzichtelijk gemaakt uit welke juridische entiteiten deze levensverzekeraars bestaan. Uit Figuur 4 blijkt dat het aandeel CIUs bij grote levensverzekeraars relatief laag is. Dit wijst op een voorkeur voor mandaten of direct beleggen. Binnen de middelgrote groep is het gebruik van CIUs juist hoger, wat erop duidt dat deze partijen vaker kiezen voor eenvoud en schaalvoordelen van fondsen.

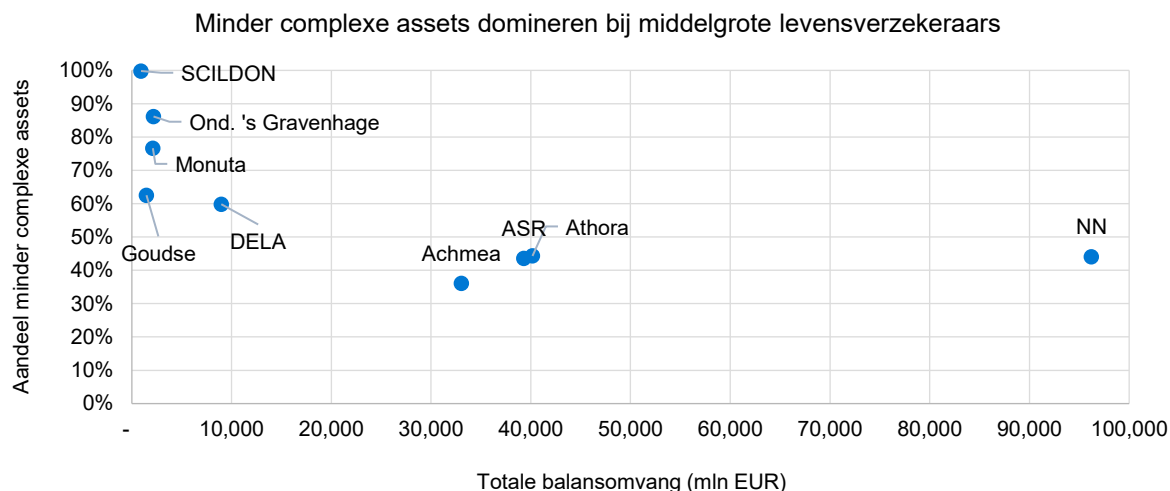
FIGUUR 4: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CIU-POSITIE BIJ LEVENSVZERKERAARS



Levensverzekeraars houden over het algemeen slechts een beperkt aandeel van de balans aan in de vorm van direct kasgeld. Figuur 5 toont dat het cash-aandeel bij vrijwel alle levensverzekeraars laag is, wat duidt op een efficiënte inzet van kapitaal. Dat betekent echter niet dat hun totale liquiditeit beperkt is: veel verzekeraars beleggen in money market funds of obligaties, die eveneens liquide zijn maar doorgaans een hoger rendement bieden. Daarnaast vindt bij verzekeraars die onderdeel zijn van een groep vaak cash-pooling plaats, waarbij liquiditeit op groepsniveau wordt beheerd en geoptimaliseerd.

FIGUUR 5: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CASHPOSITIE BIJ LEVENSVZERKERAARS

Middelgrote levensverzekeraars beleggen een hoger aandeel in minder complexe categorieën. Uit Figuur 6 blijkt dat het merendeel van hen 60% tot zelfs 100% van de portefeuille in deze categorieën aanhoudt. Naarmate de balansomvang toeneemt, neemt dit aandeel geleidelijk af tot circa 40% bij de grootste partijen. Dit duidt erop dat grotere levensverzekeraars hun portefeuille breder diversifiëren en daarbij in toenemende mate complexere beleggingsvormen inzetten, met het oog op rendementoptimalisatie.

FIGUUR 6: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN AANDEEL MINDER COMPLEXE BELEGGINGEN BIJ LEVENSVZERKERAARS

Na het in kaart brengen van de beleggingsvormen bij middelgrote en grote levensverzekeraars richten we ons nu op de uitvoeringsstructuur. In Tabel 6 geeft per levensverzekeraar inzicht in de gekozen uitvoeringsstructuur en, indien van toepassing, de betrokken (fiduciaire) beheerder.

Het overzicht laat zien dat grote partijen zoals ASR Leven, inclusief Aegon Leven, en Achmea Leven een hybride uitvoeringsmodel kiezen. Zij combineren strategische regie met interne beheercapaciteit en maken gebruik van schaalvoordelen binnen de groep. NN Leven en Athora Leven kiezen voor externe uitvoering via partijen als Goldman Sachs AM, Cardano en Apollo, waarbij de verzekeraar wel de kaders en strategische richting bepaalt.

De middelgrote levensverzekeraars in de analyse, zoals DELA, Monuta, Scildon en Onderlinge 's-Gravenhage, kiezen vrijwel uitsluitend voor externe uitvoering van het vermogensbeheer. Opvallend is dat zij, ondanks deze uitbesteding, vaak wel zelf de strategische regie voeren over ALM, asset allocatie en ESG-integratie. Dit wijst op een duidelijke scheiding tussen beleidsvorming en uitvoering, waarbij de verzekeraar de regie behoudt en externe partijen worden ingezet voor operationele uitvoering en specialistische kennis.

Deze observaties bevestigen dat, net als bij schadeverzekeraars, schaalomvang, interne expertise en strategisch ambitieniveau bepalend zijn voor de uitvoeringsstructuur. Naarmate de middelen toenemen, groeit de ruimte voor interne regie, maatwerk en integratie van beleggingsbeleid met bredere bedrijfsdoelstellingen. Voor kleinere partijen blijft uitbesteding van de uitvoering de norm, met toenemende aandacht voor interne regie en beleidskaders.

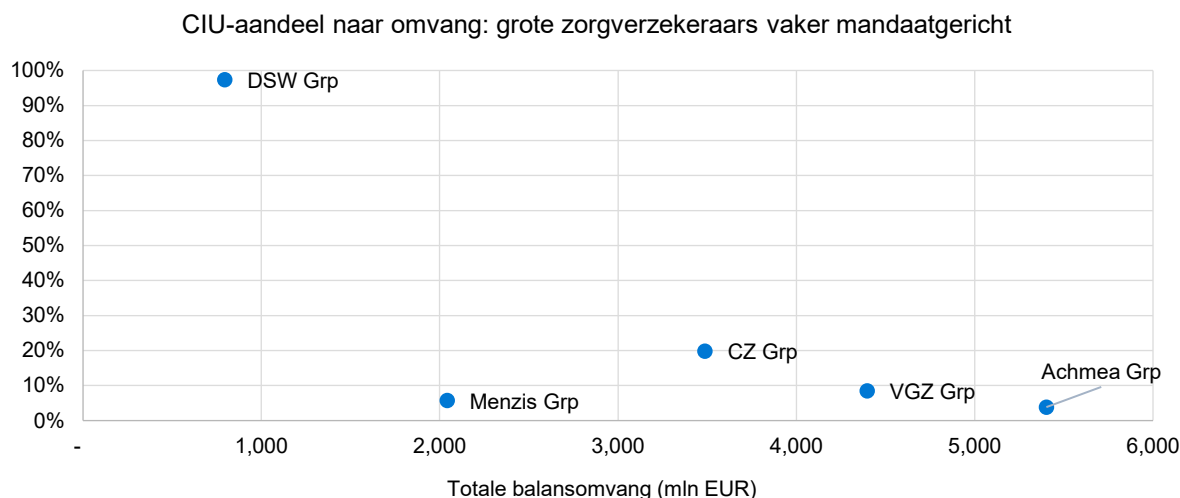
TABEL 6: VERGELIJKING VAN NEDERLANDSE LEVENSVERZEKERAARS OP BASIS VAN UITVOERVORM EN EVENTUELE (FIDUCIAIR) BEHEERDER

LEVENSVERZEKERAAR	TOTALE BELEGGINGEN (EUR MLN)	UITVOERVORM	BELANGRIJKSTE (FIDUCIAIR) BEHEERDER
NN Leven	130,187	Extern	Goldman Sachs AM
ASR Leven (incl. Aegon Leven NL) ¹³	117,449	Hybride	a.s.r. Vermogensbeheer / a.s.r. real estate / Aegon AM
Athora Leven	55,625	Extern	Cardano (vermogensbeheer) / Apollo (fondsenbeheer)
Achmea Leven	42,942	Hybride	Achmea IM
DELA	9,446	Extern	Diverse niet gespecificeerde externe vermogensbeheerders
Monuta	2,412	Extern	Diverse niet gespecificeerde externe vermogensbeheerders
Scildon	2,262	Extern	– Diverse externe vermogensbeheerders, o.a. – Cardano (Scildon Easy B) en – Goldman Sachs AM
Onderlinge 's-Gravenhage	2,243	Extern	Onder andere Aegon IM (LDI)
Goudse Leven	2,116	Hybride (intern strategisch)	OHV Institutional AM / Voordegroei

Overzicht van de vijf grootste Nederlandse zorgverzekeraars

Zorgverzekeraars houden over het algemeen een beperkt aandeel aan in cash, ongeacht hun omvang. In deze analyse zijn de vijf grootste zorgverzekeraars in scope genomen, waaronder Achmea Groep, VGZ Groep, CZ Groep, Menzis Groep en DSW Groep. In Tabel 10 van de appendix is inzichtelijk gemaakt uit welke juridische entiteiten deze groepen bestaan. Net als bij grote schade- en levensverzekeraars geldt dat grote zorgverzekeraars, op DSW na, vaker mandaat gericht zijn. Figuur 7 toont dit aan: hoe groter de balansomvang, hoe lager het CIU-aandeel. Dit duidt erop dat grotere partijen minder gebruikmaken van fondsen en meer kiezen voor maatwerk via mandaten.

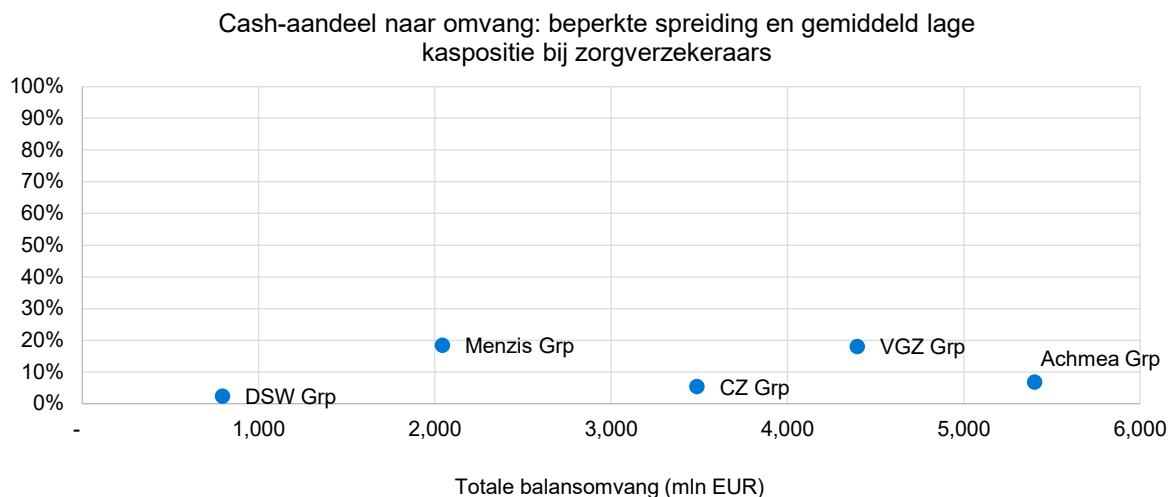
FIGUUR 7: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CIU-POSITIE BIJ GROTE ZORGVERZEKERAARS



13. In de tabel is Aegon Leven samengevoegd met ASR Leven naar aanleiding van de overname. Voor Aegon Leven was echter geen afzonderlijke SFCR-informatie over 2023 beschikbaar. Daardoor zijn de cijfers van Aegon niet meegenomen in figuren 4, 5 en 6.

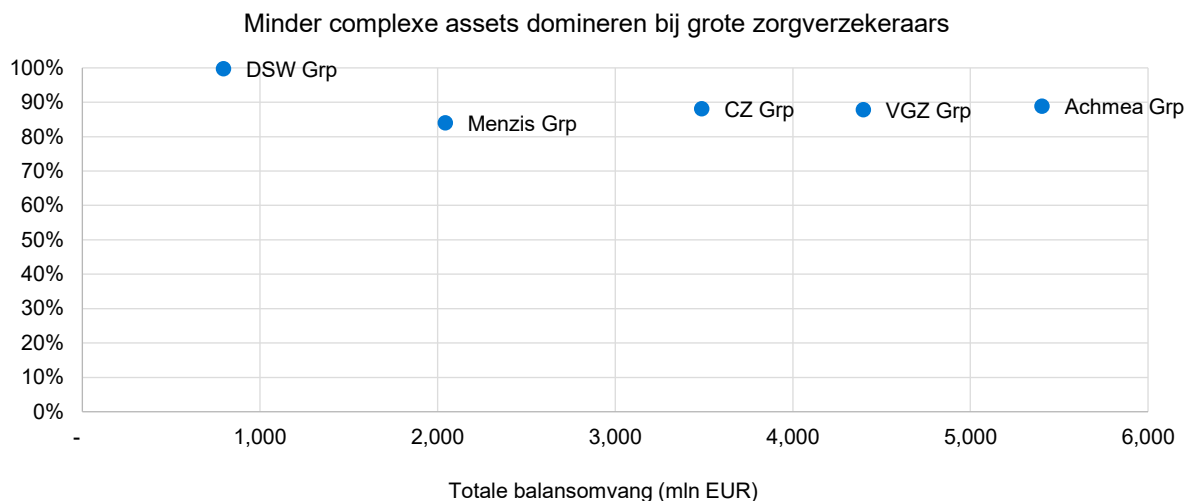
Uit **Figuur 8** **Error! Reference source not found.** blijkt dat het cash-aandeel bij vrijwel alle zorgverzekeraars laag is, met beperkte spreiding tussen de partijen. Dit wijst op een sector breed beleid gericht op kapitaaloptimalisatie en een voorkeur om beschikbare middelen zoveel mogelijk in te zetten voor beleggingen.

FIGUUR 8: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN CASHPOSITIE BIJ GROTE ZORGVERZEKERAARS



Zorgverzekeraars zijn, ongeacht hun omvang, sterk geconcentreerd in minder complexe beleggingscategorieën. Uit **Figuur 9** blijkt dat het merendeel van de zorgverzekeraars meer dan 80% van hun portefeuille belegt in deze minder complexe categorieën. Naarmate de balansomvang toeneemt, blijft dit aandeel hoog, wat wijst op een prudent en gestandaardiseerd beleggingsbeleid, met beperkte inzet van alternatieve of meer complexe beleggingen.

FIGUUR 9: RELATIE TUSSEN BALANSOMVANG EN AANDEEL MINDER COMPLEXE BELEGGINGEN BIJ GROTE ZORGVERZEKERAARS



Na het in kaart brengen van de beleggingsvormen van grote zorgverzekeraars richten we ons nu op de uitvoeringsstructuur. In Tabel 7 geeft per zorgverzekeraar inzicht in de gekozen uitvoeringsstructuur en, indien van toepassing, de betrokken (fiduciaire) beheerder.

Het overzicht laat zien dat ook bij zorgverzekeraars schaalgrootte een belangrijke rol speelt in de inrichting van het beleggingsbeleid. De grootste partijen, zoals Achmea Groep en VGZ Groep, hanteren doorgaans een hybride of grotendeels interne uitvoeringsstructuur. Bij deze partijen ligt de strategische regie en beleidsvorming intern, terwijl externe vermogensbeheerders of fiduciair adviseurs worden ingezet voor specifieke onderdelen, zoals ESG-integratie of de operationele uitvoering. Deze combinatie maakt het mogelijk om controle te behouden, beleidskaders centraal aan te sturen en tegelijk specialistische kennis van buitenaf te benutten.

Andere grote spelers zoals CZ Groep en Menzis Groep combineren een intern strategisch beleggingskader met uitbesteding van het operationele vermogensbeheer. Deze structuur biedt ruimte voor een zekere mate van maatwerk, terwijl tegelijkertijd efficiëntievoordelen van externe uitvoering worden benut. Bij DSW Groep wordt gebruikgemaakt van een fiduciair model, waarbij de strategische kaders intern worden vastgesteld, maar de implementatie en het beheer volledig zijn uitbesteed.

Deze variatie laat zien dat, net als bij schade- en levensverzekeraars, ook binnen de zorgverzekeringssector de mate van interne regie en uitbesteding sterk samenhangt met schaal, interne expertise en strategische ambities. Naarmate de organisatie groter is, neemt de ruimte toe voor interne sturing, centrale beleidsvorming en maatwerk. Kleinere partijen kiezen daarentegen vaker voor fiduciair beheer of volledige uitbesteding, waarbij zij de strategische regie geleidelijk verder professionaliseren binnen een heldere governance-structuur.

TABEL 7: VERGELIJKING VAN DE TOP 5 GROOTSTE NEDERLANDSE ZORGVERZEKERINGSGROEPEN OP BASIS VAN UITVOERVORM EN EVENTUELE (FIDUCIAIR) BEHEERDER

ZORGVERZEKERAARS	TOTALE BELEGGINGEN (EUR MLN)	UITVOERVORM	BELANGRIJKSTE (FIDUCIAIR) BEHEERDER
Achmea Groep	8,556	Hybride	Achmea IM
VGZ Groep	7,247	Intern beheer met ESG-fiduciair ondersteuning	VGZ Vermogensbeheer & Treasury (intern) / Cardano (ESG-fiduciair)
CZ Groep	6,302	Gedeeltelijk intern, uitbesteding van het operationeel beheer	Niet gespecificeerd
Menzis Groep	3,361	Extern	Niet gespecificeerd
DSW Groep	1,277	Fiduciair	Goldman Sachs AM

Conclusie en vervolgstappen

De analyse van beleggingsvormen en uitvoeringsstructuren bij Nederlandse verzekeraars laat zien dat schaalgrootte, interne expertise en strategisch ambitieniveau bepalend zijn voor de gekozen inrichting. Grote verzekeraars beschikken vaker over interne of hybride uitvoeringsmodellen, waarmee zij profiteren van schaalvoordelen, directe controle en integrale sturing op ALM, risicobeheer en ESG-beleid. Middelgrote partijen kiezen vaker voor een hybride model, waarbij strategische regie intern blijft en de uitvoering (deels) wordt uitbesteed. Kleinere verzekeraars maken doorgaans gebruik van externe of fiduciaire modellen, waarbij uitvoering grotendeels wordt overgedragen aan gespecialiseerde partijen.

Ook de keuze tussen fondsen en mandaten vertoont een vergelijkbare schaalafhankelijke samenhang: grotere partijen kiezen vaker voor maatwerk via mandaten of direct beleggen, terwijl kleinere partijen de voorkeur geven aan fondsen vanwege eenvoud en kostenefficiëntie. Deze keuzes zijn zichtbaar in het CIU-aandeel, die afnemen naarmate de balansomvang toeneemt. Ook het aandeel cash daalt typisch met de omvang van de balans. Dit wijst op een sectorbrede focus op kapitaalinzet en rendement.

In onze optiek biedt het beleggingsbeleid van Nederlandse verzekeraars nog steeds ruimte voor verdere optimalisatie. Dit geldt bijvoorbeeld voor partijen met grotere cashposities, waar een efficiëntere kapitaalinzet mogelijk is. Ook het toevoegen van extra beleggingscategorieën kan de risico-rendementverhouding verbeteren. Een periodieke herijking van zowel de beleggingsvormen als de uitvoeringsstructuren draagt bij aan een effectiever en toekomstbestendig beleggingsbeleid, dat optimaal inspeelt op marktontwikkelingen en veranderende strategische doelstellingen.

Neem contact op met ons of uw gebruikelijke Milliman-adviseur voor vragen of een nadere bespreking van balansbeheer of ALM-oplossingen.

Appendix

TABEL 8: SCHADEVERZEKERAARS EN HUN JURIDISCHE ENTITEITEN

SCHADEVERZEKERAAR	JURIDISCHE ENTITEIT
ASR Schade (incl. Aegon Schade)	asr schadeverzekering n.v.
NN Schade	nationale-nederlanden schadeverzekering maatschappij n.v.
Achmea Schade	achmea schadeverzekeringen n.v.
De Goudse Schade	goudse schadeverzekeringen n.v.
NH 1816 Schade	n.v. noordhollandsche van 1816, schadeverzekeringsmaatschappij
Univé Schade	n.v. unive schade
UVM (Unigarant)	uvm verzekeringsmaatschappij n.v.
TVM	tvm verzekeringen n.v.
Bovemij Schade	n.v. schadeverzekering-maatschappij bovemij
ZLM	onderlinge verzekering maatschappij zlm u.a.
Klaverblad Schade	klaverblad schadeverzekeringsmaatschappij n.v.
VvAA Schade	vvaa schadeverzekeringen n.v.
ABN AMRO Schade	abn amro schadeverzekering n.v.
DAS Rechtsbijstand	das nederlandse rechtsbijstand verzekeringmaatschappij n.v.
Hagelunie	n.v. hagelunie
UK P&I Club	uk p&i club n.v.
Ansvar	ansvar verzekeringsmaatschappij n.v.
Unilever Verzekeringen	unilever insurances n.v.
Reis- en Rechtshulp	reis- en rechtshulp n.v.
Assurant Nederland	assurant europe insurance n.v.
Akzo	akzo nobel assurantie n.v.
MediRisk	onderlinge waarborgmaatschappij voor instellingen in de gezondheidszorg medirisk b.a.
De Vereende	de vereende n.v.

TABEL 9: LEVENSVERZEKERAARS EN HUN JURIDISCHE ENTITEITEN

LEVENSVERZEKERAAR	JURIDISCHE ENTITEIT
NN Leven	nationale-nederlanden levensverzekering maatschappij n.v.
ASR Leven	asr levensverzekering n.v.
Athora Leven	srlev n.v.
Achmea Leven	achmea pensioen- en levensverzekeringen n.v.
DELA	dela natura- en levensverzekeringen n.v.
Monuta	monuta verzekeringen n.v.
Scildon	scildon n.v.
Onderlinge 's Gravenhage	onderlinge levensverzekering-maatschappij 's-gravenhage' u.a.
Goudse Leven	goudse levensverzekeringen n.v.

TABEL 10: ZORGVERZEKERAARSGROEPEN EN HUN JURIDISCHE EN ONDERLIGGENDE ENTITEITEN

ZORGVERZEKERAAAR	JURIDISCHE ENTITEIT	ONDERLIGGENDE SOLO-ENTITEITEN
Achmea Groep	Achmea zorg-verzekeringen n.v. (consolidated)	1. achmea zorg-verzekeringen n.v. 2. de Friesland zorg-verzekeraar n.v. 3. fbto zorgverzekeringen n.v. 4. interpolis zorgverzekeringen n.v.
VGZ Groep	coöperatie vgz u.a.	1. iza zorg-verzekeraar n.v. 2. n.v. zorgverzekeraar umc 3. n.v. univé zorg 4. vgz zorg-verzekeraar n.v.
CZ Groep	CZ groep	1. onderlinge waarborgmaatschappij cz groep u.a. 2. cz zorgverzekeringen n.v. 3. centrale zorg-verzekeringen n.v. 4. ohra zorg-verzekeringen n.v.
Menzis groep	coöperatie menzis u.a. (menzis-groep)	1. anderzorg n.v. 2. menzis n.v. 3. menzis zorg-verzekeraar n.v.
DSW groep	dsw groep	1. dsw ziektekosten-verzekeringen n.v. 2. owm dsw zorg-verzekeraar u.a. 3. stad holland zorg-verzekeraar onderlinge waarborgmaatschappij u.a.

Solutions for a world at risk™

Milliman leverages deep expertise, actuarial rigor, and advanced technology to develop solutions for a world at risk. We help clients in the public and private sectors navigate urgent, complex challenges—from extreme weather and market volatility to financial insecurity and rising health costs—so they can meet their business, financial, and social objectives. Our solutions encompass insurance, financial services, healthcare, life sciences, and employee benefits. Founded in 1947, Milliman is an independent firm with offices in major cities around the globe.

milliman.com

CONTACT

Sijbo Holtman
sijbo.holtman@milliman.com

Job Prince
job.prince@milliman.com

Sjoerd van Dieten
sjoerd.vandieten@milliman.com



© 2025 Milliman, Inc. All Rights Reserved. The materials in this document represent the opinion of the authors and are not representative of the views of Milliman, Inc. Milliman does not certify the information, nor does it guarantee the accuracy and completeness of such information. Use of such information is voluntary and should not be relied upon unless an independent review of its accuracy and completeness has been performed. Materials may not be reproduced without the express consent of Milliman.