

Een verzekeraar is een hedgefonds

Levensverzekeraars functioneren door de druk om aandeelhouderswaarde te creëren steeds meer als hedgefondsen met de polishouder als verschaffer van vreemd vermogen. De verzekeringsbranche zou zich daarom moeten inzetten om de onderlinge waarborgmaatschappij nieuw leven in te blazen. Een verzekeringsmaatschappij door en vooral voor de klanten.

Levensverzekeraars hebben een moeilijk jaar achter de rug. De solvabiliteitspositie van verzekeraars is door de crisis sterk verslechterd en hun beurswaarde is grotendeels verdwenen. De Nederlandse Staat was genoodzaakt om miljarden euro's aan belastinggeld te investeren in Aegon, ING met levensverzekeraar Nationale Nederlanden, Fortis met levensverzekeraar Fortis ASR en SNS Reaal met levensverzekeraars Reaal en Zwitserleven.

De verzekeringsbranche heeft de problemen onderkend en is bezig lessen te trekken uit de recente gebeurtenissen. Een rapport in opdracht van het Verbond van Verzekeraars komt met een aantal goede aanbevelingen om de sector crisisbestendig te maken. Zo zou het risicomanagement een verantwoordelijkheid moeten zijn van de Raad van Bestuur (Boston Consulting Group, 2009). Daarnaast kan de invoering van het Europese toezichtregime Solvency II voor een belangrijke verbetering zorgen.

De aanbevelingen lossen het fundamentele probleem van de belangentegenstelling tussen aandeelhouders en klanten van levensverzekeraars echter niet op. De aandeelhouders hebben er namelijk aanzienlijk belang bij dat levensverzekeraars beleggingsrisico's nemen. In goede beurstijden profiteren zij dan van hoge winsten, terwijl zij de verliezen in slechte beursjaren deels kunnen afwentelen op de polishouders of belastingbetalers. Verzekeraars moeten daarom overwegen om hun naamloze vennootschap om te zetten in een onderlinge waarborgmaatschappij met de polishouders als eigenaar. In deze structuur zijn verzekeraars niet langer onderhevig aan druk van de aandeelhouders om risico te nemen.

De rol van verzekeraars

Levensverzekeraars vervullen een belangrijke rol in de samenleving. Verzekeraars organiseren risicodeling door individuele overlijdensrisico's te bundelen. Weinig mensen weten precies hoe oud ze gaan worden. Zonder risicodeling zou bijna iedere verzekerde er rekening mee moeten houden lang te blijven leven. Er zou dan ook relatief veel voor het pensioen worden gespaard omdat niemand aan

het eind van het leven wil constateren dat er geen pensioeninkomen meer is. Door de individuele overlijdensrisico's te bundelen hoeft iedere verzekerde slechts te sparen voor een pensioenuitkering tot aan de gemiddelde levensverwachting. Het pensioen van mensen die een zeer hoge leeftijd bereiken wordt dan vergoed uit het pensioen van mensen die de pech hebben om op jongere leeftijd te overlijden. Het bundelen van individuele overlijdensrisico's leidt hiermee tot een welvaartswinst omdat verzekerden minder pensioeninkomen hoeven te sparen dan onverzekerden.

Daarnaast bieden levensverzekeraars dekking tegen het langlevensrisico. De toename van de gemiddelde levensverwachting van een groep mensen kan namelijk hoger of lager uitvallen dan verwacht. Levensverzekeraars ontvangen de extra opbrengsten of betalen de extra kosten van deze afwijkingen. Hiermee bieden verzekeraars een product dat op financiële markten nauwelijks te koop is.

Risicovol beleggen als kernactiviteit

Levensverzekeraars beperken zich echter niet tot het organiseren van risicodeling of het verzekeren van niet-verhandelde risico's. Verzekeraars nemen ook beleggingsrisico op de financiële markten. Dit gebeurt deels op verzoek van de polishouders, maar voor een belangrijk deel ook niet. Nederlandse levensverzekeraars hadden ultimo 2007 een beheerd vermogen van ruim driehonderd miljard euro (figuur 1) dat zij investeerden in aandelen, obligaties, hypotheek en andere beleggingscategorieën.

Polishouders van levensverzekeringen nemen voor een deel op eigen verzoek beleggingsrisico. Kapitaalverzekeringen keren bijvoorbeeld op een vooraf overeengekomen datum een bedrag uit als de verzekerde nog in leven is. Polishouders kunnen er zelf voor kiezen om de hoogte van dit bedrag afhankelijk te maken van het rendement van beleggingsfondsen. In 2007 bestond een derde van het balanstotaal van levensverzekeraars, honderd miljard euro, uit beleggingen voor risico van de polishouders (figuur 1). Een daling van de waarde van deze beleggingen resulteert in een gelijke daling van de technische voorziening voor risico van de polishouders.

Voor een ander deel lopen polishouders ook onbewust beleggingsrisico. Levensverzekeraars doen veelal nominale toezeggingen aan de polishouders, die tot uitdrukking komen in de balanspost technische voorziening voor risico maatschappij. Hierbij kan worden gedacht aan kapitaalverzekeringen met een gegarandeerde rente of lijfrentes die elk jaar

een vast nominaal bedrag uitkeren. Tegenover deze verplichtingen stonden in 2007 bijna tweehonderd miljard euro aan beleggingen voor risico van de verzekeraar. Deze portefeuille bestond uit zeventien procent aandelen, 66 procent obligaties, hypotheek en andere leningen en zestien procent overige beleggingen.

De gelijkenis met hedgefondsen

De polishouders met nominale garanties betalen een premie waarover verzekeraars in feite een vaste rente vergoeden. Tegelijkertijd wordt deze premie belegd in financiële producten waarover normaliter een hoger rendement wordt gerealiseerd. Het verschil tussen het gerealiseerde rendement en de rente komt ten bate van het eigen vermogen van de aandeelhouders. De toezeggingen aan de polishouders en de externe leningen van dertig miljard euro fungeren daarbij als hefboom om het verwachte rendement voor de aandeelhouders te verhogen. Levensverzekeraars vertonen hiermee een grote gelijkenis met hedgefondsen. Hedgefondsen genereren ook hoge rendementen voor hun aandeelhouders door vreemd vermogen aan te trekken en dit geld vervolgens in risicovolle beleggingsobjecten met een hoog rendement te stoppen. Afhankelijk van de strategie hanteren hedgefondsen een hefboom waarbij het belegde vermogen twee tot tien keer groter is dan het eigen vermogen (IMF, 2008). Figuur 1 laat zien dat bij Nederlandse levensverzekeraars het belegde vermogen voor risico van de verzekeraar ruim zeven keer groter is dan het eigen vermogen. Polishouders kunnen zich hiermee ongewild in dezelfde positie bevinden als verschaffers van vreemd vermogen aan een hedgefonds. De druk om aandeelhouderswaarde te creëren kan verzekeraars ertoe doen besluiten om een risicovollere beleggingsstrategie te hanteren. Aandeelhouders profiteren dan van de beleggingswinsten in een opgaande markt, maar tegelijkertijd kunnen ze niet meer verliezen dan het kapitaal dat zij hebben ingelegd. Mocht het beursklimaat flink tegenzitten dan zijn het de polishouders en vreemdvermogensverschaffers die voor een aanzienlijk deel van de beleggingsverliezen moeten opdraaien. Dit terwijl de polishouders niet noodzakelijkerwijs profiteren van de risicovollere beleggingsstrategie. Het is moeilijk na te gaan of verzekeraars in het verleden hebben toegegeven aan de druk om aandeelhouderswaarde te creëren. Opvallend is wel dat tijdens de goede beursjaren de winst voor aandeelhouders van levensverzekeraars steeg van 2,8 miljard euro in 2003 naar 7,0 miljard euro in 2007 (CBS Statline, 2009). Tijdens de beurscrisis in 2008 daarentegen zijn verschillende levensverzekeraars in de problemen gekomen, waardoor het vereiste rendement op obligaties van verzekeraars met circa 4,5 procentpunt is gestegen. De andere vreemdvermogensverschaffers van verzekeraars, de polishouders, zijn nog niet gecompenseerd voor het toegenomen beleggingsrisico in de vorm van een lagere verzekeringspremie of betere polisvoorwaarden. 916

Figuur 1



Bron: DNB, 2009

Risicovol gedrag met Solvency II

Een belangrijk verschil met hedgefondsen is dat levensverzekeraars aan strenge toezichtseisen moeten voldoen. Vanaf 2012 zullen verzekeraars onder het Europese toezichtregime Solvency II vallen (Europese Commissie, 2008a). Dit is een grote verbetering vergeleken met het bestaande, dertig jaar oude solvabiliteitsregime. Solvency I biedt de polishouders bescherming tegen verzekeringstechnische risico's, maar niet tegen beleggingsrisico's. Solvency II schrijft risicoafhankelijke kapitaaleisen voor, zodat verzekeraars hun toezeggingen aan de polishouders met 99,5 procent zekerheid kunnen nagekomen. Toch kan met een gestileerd voorbeeld worden aangetoond dat de aandeelhouders nog steeds kunnen profiteren van de toegestane onzekerheid van een half procent. Voor de eenvoud wordt hierbij alleen het aandelenrisico in de analyse betrokken en wordt afgezien van renterisico en verzekeringstechnisch risico. Stel een levensverzekeraar doet een nominale toezegging met een contante waarde van honderd euro aan de polishouder en de aandeelhouders hebben vijf euro eigen vermogen ter beschikking gesteld. De verzekeraar kiest ervoor om honderd euro in obligaties te beleggen zodat met honderd procent zekerheid aan de verplichtingen voldaan kan worden. De overige vijf euro wordt in aandelen belegd om de aandeelhouders een redelijk verwacht rendement te geven (tabel 1, linker kolom). Bij een rente van bijvoorbeeld 4,5 procent en een risicopremie op aandelen van drie procent bedraagt het rendement van de aandeelhouders

Tabel 1

	Zekerheid in procenten		
	100	99,5	100
Activa			
Obligaties	100,0	89,4	89,4
Aandelen	5,0	15,6	15,6
Putoptie	-	-	0,5 ¹
Totaal	105,0	105,0	105,5
Passiva			
Verplichtingen	100,0	100,0	100,0
Eigen vermogen	5,0	5,0	5,5
Totaal	105,0	105,0	105,5
Rendement polishouders (in procenten)²	4,5	4,5	4,5
Rendement aandeelhouder (in procenten)	7,5³	13,9⁴	3,7⁵

¹ Afgeleid van de putoptie op de AEX met uitoefenprijs 180 en expiratedatum juni 2010 met een slotnotering van 7,95 euro op 30 juni 2009 bij een koers van de AEX van 254,71.

² Exclusief kosten.

³ = (4,5% x 100,0 + 7,5% x 5,0 - 4,5% x 100) / 5,0

⁴ = (4,5% x 89,4 + 7,5% x 15,6 - 4,5% x 100) / 5,0

⁵ = (4,5% x 89,4 + 7,5% x 15,6 - 0,5 x 4,5% x 100) / 5,5

Bron: Eigen berekeningen op basis van Euronext

7,5 procent. De verzekeringsmaatschappij kan ook besluiten om 99,5 procent in plaats van honderd procent zekerheid na te streven bij het nakomen van de verplichtingen. Deze 99,5 procent zekerheid betekent dat de verzekeraar voldoende vermogen moet aanhouden om een koersdaling op aandelen van 32 procent te weerstaan (Europese Commissie, 2008b). Dit houdt in dat de verzekeraar 15,6 euro in aandelen mag beleggen, vijf euro / 32 procent. Hiermee wordt niet langer alleen de vijf euro van aandeelhouders maar ook ruim tien euro van de polishouders in aandelen belegd. Het rendement voor de aandeelhouders stijgt hierdoor tot maar liefst 13,9 procent. Dit is door de hefboomwerking aanzienlijk meer dan het rendement van 7,5 procent in het eerste voorbeeld.

Het hogere rendement van de laatste strategie is op zich nog geen prikkel, omdat het gepaard gaat met een verhoogd risico voor de aandeelhouders. De daadwerkelijke prikkel is dat de aandeelhouders nooit meer kunnen verliezen dan het ingelegde kapitaal. Grotere verliezen kunnen zij afwentelen op de polishouders of belastingbetalers als de overheid besluit bij te springen. Solvency II beperkt deze kans weliswaar tot een half procent, maar de financiële markten kennen grote waarde toe aan bescherming tegen dit staartrisiko. In dit voorbeeld krijgen aandeelhouders bescherming tegen een koersdaling groter dan 32 procent. De marktwaarde van een dergelijke putoptie bedraagt op de Amsterdamse beurs op dit moment circa vijftig eurocent, ofwel tien procent van het eigen vermogen van vijf euro. Door over te stappen van honderd procent naar 99,5 procent zekerheid ontvangen de aandeelhouders dus een gratis jaarlijks rendement van tien procent van de polishouders. De verzekeraar kan ook zelf deze putoptie kopen met extra geld van de aandeelhouder, zodat het eigen vermogen uitkomt op 5,5 euro (tabel 1, rechter kolom). Het rendement voor de aandeelhouder is dan niet langer 13,9 procent, maar slechts 3,7 procent.

Een verzekeraar door en voor de klanten

Aandeelhouders van levensverzekeraars hebben dus de mogelijkheid om te profiteren van de polishouders. Dit kan worden tegengegaan door het beleggingsrisico dat verzekeraars nemen te beperken. Het mag echter niet worden verwacht dat individuele verzekeringsmaatschappijen dit zelfstandig zullen doen. Verzekeraars zijn afhankelijk van concurrerende kapitaalmarkten en minder risico en lagere winsten zouden betekenen dat ze geen kapitaal meer kunnen aantrekken. De zelfevaluatie van de verzekeringssector pleit daarom voor een verdere aanscherping van het Europese toezichtsregime Solvency II (Boston Consulting Group, 2009). Zolang verzekeraars echter geen zekerheidsmaat van honderd procent hoeven na te streven, kunnen de aandeelhouders winst maken ten koste van de polishouders.

Nederlandse levensverzekeraars zouden daarom ook kunnen overwegen om hun belangen beter te laten aansluiten bij die van de polishouders. Dit kan door de naamloze vennootschap (nv) om te zetten in een onderlinge waarborgmaatschappij (owm). De onderlinge waarborgmaatschappij is een beetje in de vergetelheid geraakt, maar zorgverzekeraars hanteren deze rechtsvorm nog veelvuldig. Een onderlinge waarborgmaatschappij kent geen aandeelhouders en de winst vloeit terug naar de leden dan wel klanten, bijvoorbeeld in de vorm van lagere premies. Belangrijke beslissingen vereisen de goedkeuring van de ledenraad. Deze structuur kan verzekeraars dus helpen om een beleid te voeren dat het belang van de klant vooropstelt.

In de meeste sectoren werkt een eigendomsstructuur met externe aandeelhouders uitstekend. Maar de praktijk heeft geleerd dat dit in de financiële sector vaak tot perverse prikkels leidt. Financiële instellingen nemen door de focus op aandeelhouderswaarde grote risico's en zadelen consumenten op met onnodige financiële producten tegen hoge kosten. In dit verband liggen de aandelenlease-affaire en woekerpolisaffaire nog vers in ieders geheugen. Financiële instellingen met een coöperatieve structuur hebben in de afgelopen decennia juist hun waarde bewezen. Pensioenfondsen kennen bijvoorbeeld geen perverse prikkels omdat zowel de winsten als verliezen gedeeld worden door werkgevers en werknemers.

Een herwaardering van de onderlinge waarborgmaatschappij zal ook de concurrentiepositie van Nederlandse verzekeraars op de Europese markt ten goede

komen. De vraag naar individuele pensioenproducten zal de komende decennia flink blijven groeien door de vergrijzing. Levensverzekeraars die tegen lage kosten en zonder staatsinterventie hun pensioen-toezeggingen nakomen, zullen zeker een gat in de markt blijken te zijn.

Conclusie

Verzekeraars vervullen een belangrijke rol door risicodeling te organiseren en niet-verhandelde risico's te verzekeren. Levensverzekeraars zijn echter steeds meer gaan lijken op hedgefondsen door de druk om aandeelhouderswaarde te creëren. De verzekeringsbranche zou daarom moeten inzetten op de onderlinge waarborgmaatschappij met de polishouders als leden. Deze rechtsvorm kan verzekeraars helpen om het belang van de klant weer voorop te stellen.

LITERATUUR

Boston Consulting Group (2009) *Bouwen aan een meer crisisbestendige verzekeringssector in Nederland – Lessen uit de kredietcrisis*. Amsterdam: BCG.

Europese Commissie (2008a) *Amended proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance – Solvency II (recast)*. Brussel: EC.

Europese Commissie (2008b) *QIS4 Technical specifications*. Brussel: EC.

Internationaal Monetair Fonds (2008) *Global Financial Stability Report – Financial stress and deleveraging macro-financial implications and policy*. Washington, D.C.: IMF.