

Reactie op: Een verzekeraar is een hedgefonds

Kuipers en Schüller stellen dat levensverzekeraars steeds meer op hedgefondsen lijken door de druk om aandeelhouderswaarde te creëren. Polishouders zouden daarom meer gebaat zijn bij een onderlinge waarborgmaatschappij als rechtsvorm (Kuipers en Schüller, 2009). De typering als hedgefonds is echter onjuist en misleidend. Het artikel bevat daarnaast geen wetenschappelijke onderbouwing voor de geponeerde stellingen.

Een hedgefonds is per definitie nauwelijks onderworpen aan toezicht of regulering en wordt gekenmerkt door een allesoverheersende en eenzijdige focus op het beleggingsbeleid. Op verzekeraars is daarentegen streng prudentieel toezicht vanuit De Nederlandsche Bank (DNB). Maar belangrijker nog, geen levensverzekeraar kan zich een beleggingsbeleid permitteren dat niet is afgestemd op de specifieke aard van de aangevane verzekeringsverplichtingen. Dat staat haaks op de essentie van het verzekeringsbedrijf en is bovendien bij wet verboden. (Artikel 122 van het Besluit prudentiële regels Wft.) Onder het nieuwe Europese toezichtregime Solvency II, dat in 2012 van kracht wordt, zal dit in nog sterkere mate het geval zijn. Het gestileerde voorbeeld van een levensverzekeraar onder Solvency II, zoals Kuipers en Schüller in hun artikel uitwerken, is dan ook misleidend. Allereerst is de balanspositie van de voorbeeldverzekeraar zwak en deze zal daarom weinig handelingsvrijheid van DNB krijgen. Daarnaast voeren de auteurs de aandelenbeleggingen van de verzekeraar onrealistisch hoog op door het solvabiliteitsbeslag voor alle andere risico's buiten beschouwing te laten. Echter onder Solvency II is de vereiste solvabiliteit voor het verzekerings-technische risico, het kostenrisico, het debiteurenrisico en het operationeel risico aanzienlijk. Bovendien leidt het grote aandelenbelang ertoe dat de vastrentende beleggingen in toenemende mate tekortschieten voor de verzekeringsverplichtingen. Ook hiervoor moet solvabiliteit worden aangehouden. Ten slotte is het discutabel of de meeropbrengst uit de risicovollere beleggingen uitsluitend aan de aandeelhouders toegerekend kan worden. Een deel hiervan zou wel eens hard nodig kunnen zijn ter dekking van rendementsgaranties, contractuele winstdeling of alleen al de uitvoeringskosten.

In de gevoerde discussie dient men zich voorts bewust te zijn van het fundamentele verschil tussen een nv en een onderlinge waarborgmaatschappij. Bij de nv is sprake van risico-overdracht aan een derde partij. De aandeelhouders nemen namelijk ieder verlies voor hun rekening tot maximaal het aanwezige eigen vermogen; de verzekeringspremies zelf

dekken per definitie alleen de verwachte uitkeringen. Bij een onderlinge waarborgmaatschappij is daarentegen niet zozeer sprake van risico-overdracht aan een derde partij als wel van risicodeling die volledig binnen het collectief van polishouders ligt. Er gaat dus geen rendement naar een aandeelhouder, maar eventuele verliezen zullen dan ook door de polishouders zelf gedragen moeten worden. Dergelijke verliesdeling ziet men in de praktijk bijvoorbeeld terug bij pensioenfondsen in de vorm van een premieverhoging, gekorte indexatie of verlaagde pensioenaanspraken (De Nederlandsche Bank, 2009). Vanuit de economische theorie is de keuze tussen een nv en een onderlinge waarborgmaatschappij niet evident. In een perfecte, frictieloze kapitaalmarkt is er namelijk geen verschil, omdat de waarde van een onderneming onafhankelijk is van de gekozen kapitaalstructuur (Modigliani en Miller, 1958). Bij een onderlinge waarborgmaatschappij moeten de polishouders zelf het risicodragende kapitaal bovenop de verzekeringspremie fourneren. En op basis van het theorema van Modigliani en Miller zullen de polishouders over dit risicodragende kapitaal hetzelfde rendement eisen als de aandeelhouders van een levensverzekeraar. De cruciale en door de auteurs onbeantwoorde vraag is daarom hoe dit arbitrageargument zal uitpakken in de imperfecte en weerbarstige praktijk. Een zeer interessante analyse in deze trant wordt gegeven door Plantin en Rochet (2007). Deze auteurs bestuderen vanuit de theorie van de ondernemingsfinanciering de rol en optimale inrichting van het toezicht op verzekeraars. Plantin en Rochet concluderen dat de noodzaak van prudentieel toezicht op verzekeraars precies gelegen is in de belangentegenstelling tussen aandeelhouders en polishouders, waarop Kuipers en Schüller hun stellingname baseren. De rol van de toezichthouder is om in dit krachtenveld een eerlijke overeenkomst voor de polishouder af te dwingen. Juist door Solvency II zal dit toezicht stevig gewaarborgd zijn. De stelling van Kuipers en Schüller is daarom onjuist.

LITERATUUR

De Nederlandsche Bank (2009) *Het effect van de herstelplannen van de pensioenfondsen op de groei van Nederlandse economie*. www.dnb.nl.

Kuipers, B. en S. Schüller (2009) Een verzekeraar is een hedgefonds. *ESB*, 94(4565), 460-462.

Modigliani, F. en M. Miller (1958) *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. *American economic review* 48, 261-297.

Plantin, G. en J. Rochet (2007) *When insurers go bust. An economic analysis of the role and design of prudential regulation*. Princeton: Princeton University Press.

MARC UITERDIJK

Actuaris bij De Goudse Verzekeringen