



# Stysteemrelevantie van verzekeraars

De financiële crisis heeft de vraag doen rijzen in hoeverre verzekeraars systeemrelevant kunnen zijn. Hoewel de aard van de activiteiten van verzekeraars niet per definitie systeemrelevantie oproept, kan een aantal kenmerken in bepaalde omstandigheden tot systeemrisico leiden.

**V**oorafgaand aan de crisis bestond consensus dat de activiteiten van verzekeraars weinig tot geen systeemrelevantie met zich meebrengen. Diverse verzekeringsinstellingen ontvingen tijdens de crisis echter van autoriteiten overheidssteun, wat impliceert dat de betreffende overheid de instelling als systeemrelevant beschouwde. Daarnaast heeft de Financial Stability Board (FSB) in opdracht van de G20 een raamwerk ontwikkeld om de risico's voortvloeiend uit systeemrelevante instellingen beter hanteerbaar te maken. Over de invulling van dit raamwerk is in november 2010 overeenkomst bereikt. Hoewel deze maatregelen in eerste instantie alleen zullen gelden voor banken, zal de komende periode worden bekeken in hoeverre ook andere instellingen, zoals verzekeraars, onder deze regelgeving gebracht dienen te worden.

---

## MELLE BIJLSMA

Econoom bij De Nederlandse Bank

---

## HANNE VAN VOORDEN

Econoom bij De Nederlandse Bank

## Het begrip systeemrelevantie

Instellingen kunnen als systeemrelevant worden beschouwd wanneer zij bij faillissement het financiële systeem en de reële economie ernstig kunnen ontwrichten. In de recente literatuur (IMF *et al.*, 2009) worden drie structurele kenmerken genoemd die hieraan kunnen bijdragen. Dit zijn de grootte van een instelling, de verwevenheid met de rest van het financiële systeem en de beperkte mogelijkheid om functies en dienstverlening door andere instellingen te laten overnemen. De grootte van een instelling geeft een indicatie van de impact op het systeem en blijkt in veel gevallen een goede indicator te zijn voor systeemrelevantie. De factor verwevenheid meet in hoeverre problemen bij een instelling kunnen overslaan op andere instellingen en sectoren in het financiële systeem. Dit kan zowel gebeuren door directe verbindingen met andere instellingen, zoals via leningen of aandelenbelangen, als via financiële markten of via de rol van een instelling in de financiële infrastructuur. De derde factor, geringe vervangbaarheid, geeft aan dat wanneer cruciale functies of diensten niet snel en gemakkelijk door een andere partij kunnen worden overgenomen, het uitblijven hiervan het financiële systeem of de economie ernstig kan verstoren. Naast deze structurele ken-

merken van instellingen kunnen vertrouwenseffecten en kuddegedrag tijdens een crisissituatie een versterkende rol spelen. Problemen bij één instelling kunnen dan sneller een algemene verkoopgolf van investeerders veroorzaken in bijvoorbeeld obligatiemarkten, ongeacht de financiële gezondheid of winstvooruitzichten van individuele instellingen. Deze factoren kunnen de snelheid van besmetting doen toenemen.

## Verschillen tussen banken en verzekeraars

Voor banken geldt dat zij naar de aard van hun kernactiviteiten eerder als systeemrelevant worden aangemerkt dan verzekeraars. Banken zijn onderling sterk verweven via de interbancaire geldmarkt en zijn cruciaal voor de reële economie vanwege hun rol in het betalingsverkeer. Voor verzekeraars gaan deze twee kanalen van systeemrelevantie niet op. Bovendien geldt dat de kans op acute problemen, en daarmee mogelijke versturende effecten, voor verzekeraars kleiner is dan voor banken, omdat zij minder sterk blootstaan aan liquiditeitsrisico. Bij banken bestaan de verplichtingen veelal uit direct opeisbare deposito's en kortlopende marktfinanciering. Daardoor zijn zij kwetsbaar wanneer spaarders massaal hun tegoeden opnemen of de geldmarkt opdroogt. De verplichtingen van verzekeraars tegenover polishouders zijn juist over een lange periode uitgespreid, waarbij premiebetalingen plaatsvinden voordat uitkeringen worden gedaan. Dit model staat bekend als de inverse productiecyclus en zorgt ervoor dat een verzekeraar onder normale omstandigheden zijn uitkeringen volledig kan financieren uit de opgebouwde premies. De kans dat verzekeraars hun opgebouwde kapitaal onverwacht opeisen is relatief klein, aangezien het voortijdig afkopen van levensverzekeringspolissen meestal gepaard gaat met kosten en daarom minder aantrekkelijk is. Geheel uitgesloten zijn liquiditeitsproblemen bij verzekeraars overigens niet. Zo zijn situaties denkbaar waarin er toch een *run* op een verzekeraar ontstaat, bijvoorbeeld bij een sterk gestegen rentevoet of wanneer het vertrouwen van het publiek in de instelling sterk daalt. Daarnaast zijn er andere mogelijke bronnen van liquiditeitsproblemen, zoals plotseling oplopende onderpandverplichtingen op derivatenposities als gevolg van waardeveranderingen op financiële markten of automatische *triggers* in contracten bij een *downgrade* van de verzekeraar in kwestie. Als gevolg van bovenstaande factoren zijn verzekeraars naar de aard van hun activiteiten minder systeemrelevant dan banken. Wel zijn er een aantal structurele kenmerken van verzekeraars, te weten grootte, verwevenheid en geringe vervangbaarheid, die kunnen leiden tot besmetting naar het financiële systeem of de reële economie.

## Grootte

Allereerst is het kenmerk grootte voor verzekeraars minder een maatstaf voor systeemrelevantie dan voor banken. Belangrijke achterliggende redenen voor de systeemrelevantie van banken, zoals de

verwevenheid via de interbancaire geldmarkt, nemen proportioneel toe met de grootte van een instelling. Een grote bank is daardoor al snel meer systeemrelevant dan een kleine bank. Bij verzekeraars is de samenhang tussen grootte en de andere twee indicatoren voor systeemrelevantie minder sterk. Wel is er een verband tussen de factor grootte en vertrouwenseffecten. Bij een grote verzekeraar met aanzienlijke naamsbekendheid zullen vertrouwenseffecten een grotere rol spelen. Overigens is de Nederlandse verzekeringssector, gemeten naar balanstotaal, aanzienlijk kleiner dan de bankensector. Wel kent deze sector enkele grote verzekeraars, die wereldwijd actief zijn.

## Verwevenheid

Verwevenheid van verzekeraars met het financiële systeem kan zowel direct, met andere instellingen, als indirect, via financiële markten, plaatsvinden. Een eerste directe kanaal van verwevenheid betreft het geval waarin de polishouders van de verzekeraar geen consumenten en bedrijven zijn, maar andere financiële instellingen. In dit geval raakt een faillissement van de verzekeraar direct andere financiële instellingen en kan een kettingreactie ontstaan. Een voorbeeld van dergelijke verwevenheid vormt de herverzekeringsector. De polishouders van de herverzekeraar zijn immers andere verzekeraars, die hun staartrisiko bij de herverzekeraar onderbrengen. Het faillissement van een herverzekeraar kan via deze weg een groot deel van de sector raken. Dit potentiële besmettingskanaal wordt nog eens versterkt doordat herverzekeraars in een zeer geconcentreerde markt opereren, waarin wereldwijd een klein aantal zeer grote spelers actief is. Bij het wegvallen van een van deze verzekeraars is het onwaarschijnlijk dat de andere spelers de verloren herverzekeringcapaciteit direct kunnen aanvullen. Het ligt overigens in de lijn der verwachting dat als gevolg van het nieuwe toezichttraamwerk voor verzekeraars, Solvency II, de verwevenheid van verzekeraars langs deze weg zal toenemen. Door de risicogebaseerde kapitaaleisen zullen verzekeraars naar verwachting eerder geneigd zijn om bepaalde risico's over te hevelen naar andere instellingen. Dit kan leiden tot een efficiëntere verdeling van risico's in het financiële systeem, maar creëert tegelijkertijd extra verwevenheid. Een tweede vorm van directe verwevenheid kan optreden bij het voeren van activiteiten die traditioneel niet tot het kernbedrijf van een verzekeraar behoren. De laatste jaren zijn verzekeraars bijvoorbeeld steeds actiever geworden bij het schrijven van kredietderivaten (CDS). American International Group (AIG) is daarvan het meest bekende voorbeeld. Zij kreeg vooral staatsteun doordat ze een

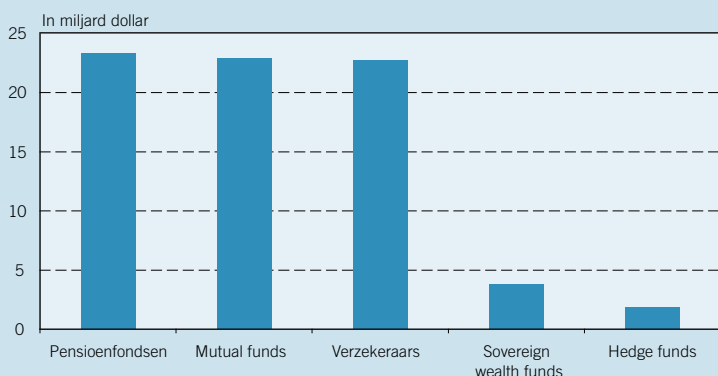
### Kader 1

## Casus AIG

**Op het moment dat de kredietcrisis losbarst is American International Group (AIG) nog de verzekeraar met de grootste kapitaalbuffer wereldwijd. Haar franchise bestaat uit aanzienlijke activiteiten in zowel de levens- als de schadesector. Tevens onderdeel van het concern is de relatief kleine divisie Financial Services, die transacties verricht op de financiële markten. In juli 2008 komt AIG in het nieuws wanneer blijkt dat de divisie Financial Services voor zeven miljard dollar moet afboeken op geschreven kredietbescherming (CDS). De ingenomen posities, onder andere als kredietbeschermer van subprime-producten, zijn echter dermate groot dat de verliezen blijven toenemen. De marktturbulentie van september 2008, in combinatie met een verlaging van haar kredietbeoordeling waardoor AIG grootschalig onderpand moet bijstorten op haar posities, maakt het zelfstandig voortbestaan van AIG onhoudbaar. Veel banken blijken grootschalig kredietbescherming van AIG te hebben gekocht, waardoor een faillissement grote delen van het financiële stelsel zou raken. Daarmee blijkt AIG zeer systeemrelevant. De Amerikaanse autoriteiten bieden in totaal voor 180 miljard dollar aan noodsteun aan de verzekeraar, die uiteindelijk over 2008 een verlies van honderdmiljard dollar realiseert. Door de staatssteun blijven veel tegenpartijen aanzienlijke verliezen bespaard. Met name Société Générale, Goldman Sachs, Deutsche Bank en Merrill Lynch hadden aanzienlijke uitzettingen op AIG, die slechts gedeeltelijk door onderpand waren gedekt (Sig tarp, 2009).**

Figuur 1

**Belegd vermogen van institutionele investeerders (ultimo 2009, in miljard Amerikaanse dollars).**

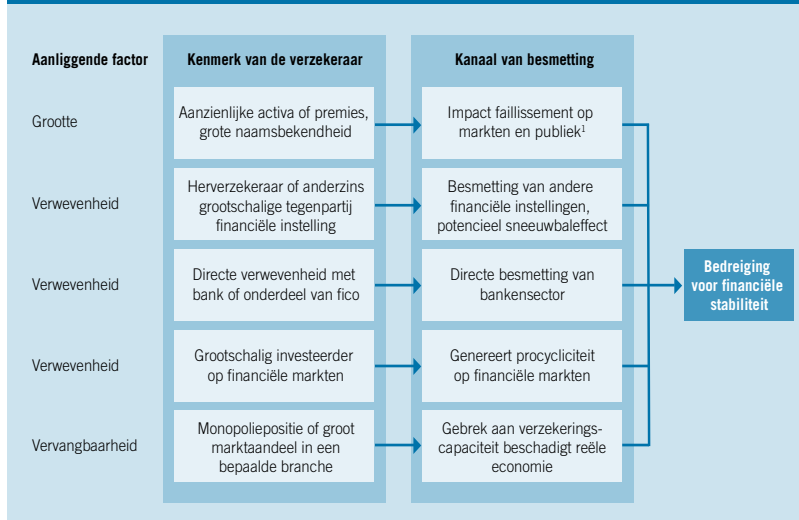


Bron: Swiss Re, 2010

zeer grote partij was in deze markt. Als gevolg daarvan zou haar faillissement direct diverse bancaire tegenpartijen sterk hebben geraakt (kader 1). Een derde mogelijke directe vorm van verwevenheid is wanneer een verzekeraar gekoppeld is aan een bank via kruislingse participaties of onderdeel uitmaakt van een financieel conglomeraat. In Nederland zijn de meeste grote levensverzekeraars via deze kanalen verbonden aan een grote of kleine bank. In dit geval kunnen problemen bij de verzekeraar de financiële buffers van de groep als geheel uithollen, waardoor ook de aangesloten bank onder druk kan komen te staan. Ook kunnen verliezen optreden via onderlinge financiële verbanden zoals intragroepstransacties. Bovendien kunnen via vertrouwenseffecten problemen van de bank overslaan op de verzekeraar en vice versa. Dit kanaal is sterker aanwezig wanneer de bank en verzekeraar onder dezelfde merknaam opereren. Een meer indirecte verwevenheid met het financiële stelsel loopt via de rol van met name levensverzekeraars als institutionele belegger. Verzekeraars zijn met een belegd vermogen van meer dan twintig miljard dollar wereldwijd (figuur 1) grootschalige investeerders in het financiële systeem, waardoor verschuivingen in beleggingsportefeuilles de financiële markten kunnen beïnvloeden. Indien sectorbreed beleggingsgedrag wordt aangepast kan dit prijzen op financiële markten zodanig beïnvloeden dat de financiële stabiliteit in het geding komt, zeker wanneer dit abrupt gebeurt, via zogenaamd kuddegedrag. De relevantie van dit kanaal in de praktijk hangt van een aantal factoren af. Ten eerste kan waardering op marktwaarde dit kanaal versterken, wanneer verzekeraars daardoor

Figuur 2

**Systeemrelevante kenmerken van verzekeraars en besmettingskanalen.**



<sup>1</sup> Met name relevant in tijden van marktstress.

eerder reageren op dalende prijzen door stukken te verkopen en daarmee de dalende trend versterken. Ten tweede is de relatieve grootte van verzekeraars op de desbetreffende markt van belang. Op sommige markten spelen verzekeraars een grote rol. Zo houden Europese verzekeraars en pensioenfondsen samen twintig procent van de Europese staatsobligaties aan (ECB, 2009). Ten derde is het effect afhankelijk van de liquiditeit van de betreffende markt. Wanneer deze in staat is om verkooporders te absorberen zonder dat de prijs sterk wordt beïnvloed, beperkt dit het potentiële versterkende effect op de financiële cyclus.

**Geringe vervangbaarheid**

Veel economische activiteiten zijn in de praktijk zonder verzekeringen niet te ontplooiën. Verzekeraars kunnen dan ook mogelijk systeemrelevant zijn wanneer zij een groot marktaandeel hebben op een bepaalde deelmarkt. Verzekerden kunnen in dat geval hun polis niet eenvoudig oversluiten bij een andere aanbieder, waardoor activiteiten gestaakt moeten worden. De hieruit voortvloeiende schade kan aanzienlijk zijn. Zo leidde het faillissement van de Australische verzekeraar HIH Insurance tot het faillissement van verzekerde ondernemingen als gevolg van de wegvallende dekking en onbetaalde claims. Ook de aanslagen op 11 september 2001 zijn hier relevant, waarbij de overheid tijdelijk moest inspringen in de markt voor vliegverzekeringen, om de luchtvaart weer op gang te krijgen. Nederland kent een geconcentreerde markt voor onder andere zorgverzekeringen. Het wegvallen van diensten van een grote verzekeraar op deze markt zou op dezelfde manier aanzienlijke gevolgen kunnen hebben.

**Samenvatting**

Samenvattend kan worden opgemaakt dat verzekeringsactiviteiten niet per definitie leiden tot systeemrelevantie. Verzekeraars kunnen echter wel degelijk systeemrelevant zijn als gevolg van bepaalde kenmerken. Deze zijn samengevat in figuur 2. Dit schema laat zien welke kenmerken van verzekeraars een risico voor financiële stabiliteit kunnen vormen en langs welk besmettingskanaal dit effect zich kan manifesteren.

**Systeemrelevantie van verzekeraars tijdens de crisis**

Wanneer de kredietcrisis uitbreekt, blijven verzekeraars niet buiten schot. Met name levensverzekeraars worden zwaar geraakt. Door de dalende risicovrije kapitaalmarktrentevoet neemt de contante waarde van de verplichtingen van levensverzekeraars toe. Ook staan door de crisis de markten voor aandelen, vastgoed en bedrijfsobligaties sterk onder druk, waardoor de investeringsportefeuille van deze verzekeraars in waarde daalt. Daarnaast blijken in veel gevallen posities voor het afdekken van marktrisico's onderhevig aan basisrisico. Een voorbeeld hiervan zijn obligatieportefeuilles ter afdekking van rente-



risico. Door de oplopende *credit spreads* op deze portefeuilles stijgt hun marktwaarde vaak aanzienlijk minder dan de waarde van de verzekeringverplichtingen. Door deze ontwikkelingen daalt de solvabiliteit van verzekeraars en neemt hun beurswaarde af (figuur 3).

Enkele verzekeraars wereldwijd ontvangen steun van overheden om de financiële buffers te versterken of aanstaand faillissement te voorkomen (Geneva Association, 2010; US Department of Treasury, 2009). Deze kapitaalsteun toont aan dat autoriteiten de desbetreffende verzekeraars als systeemrelevant beschouwen. Dergelijke steun wordt immers per definitie met een macroprudentieel oogmerk verstrekt. Verreweg de grootste steun wordt gegeven aan de verzekeraar AIG. Hierbij is de belangrijkste overweging dat zij tegenpartij is voor een groot aantal andere instellingen in het financiële systeem (kader 1). Ook in Nederland ontvangt een aantal verzekeraars overheidssteun. Hierbij speelt het zogenoemde fico-kanaal een rol. Dit wil zeggen dat enkele gesteunde instellingen financiële conglomeraten zijn, waar de verzekeraar een gedeelte van de kapitaalsteun ontvangt die wordt verleend aan de groep. Ook vertrouwenseffecten spelen mee. Tegen de achtergrond van een zeer fragiel marktsentiment

hadden problemen bij Nederlandse verzekeraars kunnen leiden tot het weggebben van het algehele vertrouwen in de financiële sector (Tweede Kamer, 2008).

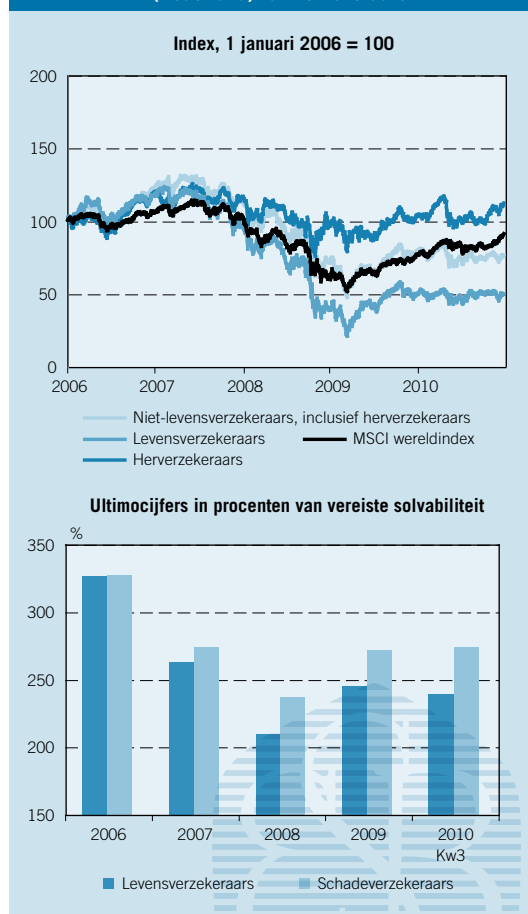
## Conclusie en implicaties

Hoewel de aard van de activiteiten van verzekeraars niet per definitie systeemrelevantie oproept, kan een aantal kenmerken van verzekeraars in bepaalde omstandigheden tot systeemrisico leiden. Deze kenmerken zijn: groot marktaandeel in een bepaalde deelmarkt, grootschalige tegenpartij van andere financiële instellingen, directe verwevenheid met banken en grootschalig investeerder in financiële markten. Verwevenheid is vooral relevant voor levensverzekeraars en herverzekeraars. Geringe vervangbaarheid kan in Nederland vooral van belang zijn bij bepaalde schadeverzekeraars. Door de afnemende populariteit van het fico-model in Nederland lijken risico's van onderlinge besmetting langs dit kanaal in Nederland overigens af te nemen.

Beheersing van risico's voortvloeiend uit systeemrelevante instellingen staat voor toezichthouders wereldwijd op de agenda. Het faillissement van een systeemrelevante instelling kan immers een grote impact op het financiële systeem en de reële economie hebben. Daarnaast kan de impliciete overheidsgarantie voor systeemrelevante instellingen leiden tot moreel risico (DNB, 2010). Een eerste stap bij de beheersing van deze risico's is om in het reguliere prudentiële toezicht extra aandacht te besteden aan systeemrelevante kenmerken, bijvoorbeeld door op macroniveau inzicht te verkrijgen in het beleggingsgedrag en derivatenposities van verzekeraars. Doorlopende monitoring is hierbij des te meer van belang omdat in tijden van verhoogde stress op financiële markten de mate van systeemrelevantie zeer snel kan veranderen. In de toekomst zijn er instrumenten voor toezichthouders beschikbaar om de risico's voortvloeiend uit een systeemrelevante verzekeraar beter te monitoren en beheersen. Zo biedt de introductie in 2013 van het Europese toezichtkader Solvency II mogelijk aanknopingspunten. In dit raamwerk worden de kapitaaleisen voor verzekeraars explicieter gebaseerd op de gelopen risico's, zoals renterisico of langlevensrisico. Daardoor kan Solvency II bijdragen aan het terugdringen van systeemrisico's, voor zover deze ook leiden tot risico's voor de instelling zelf. Daarnaast heeft de FSB een raamwerk ontwikkeld om de morele en systeemrisico's voortvloeiend uit systeemrelevante instellingen te verminderen. Dit raamwerk streeft twee doelen na, namelijk het verkleinen van de kans en de impact van een faillissement van een systeemrelevante instelling. Toezichthouders krijgen daartoe een aantal nieuwe instrumenten tot hun beschikking. Voorbeelden zijn hogere kapitaaleisen, een intensiever toezichtregime of de implementatie van herstel- en resolutieplannen waarmee een instelling ordelijk kan worden afgewikkeld in geval van faillissement. Dit raamwerk geldt initieel alleen voor banken en bancaire groepen, maar zal op termijn uitgebreid worden naar andere financiële instellingen.

Figuur 3

### Aandelenkoersen (Europa) en solvabiliteit (Nederland) van verzekeraars.



Toelichting: Koersindexen van verzekeraars betreffen alleen Europese verzekeraars en niet-levensverzekeraars is inclusief herverzekeraars.

Bron: Thomson Datastream; DNB INDS 1916

## LITERATUUR

De Nederlandsche Bank (2010) Strengere eisen aan systeemrelevante instellingen. *Kwartalbericht*, december, 26–29.

European Central Bank (2009) The importance of insurance companies for financial stability. *Financial Stability Report*, december, 160–168.

Geneva Association Systemic Risk Working Group (2010) *Systemic risk in insurance: an analysis of insurance and financial stability*. Genève: Geneva Association.

IMF, BIS en FSB (2009) *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: Initial considerations*. Washington, DC: IMF.

Sigtarp (2009) *Factors affecting efforts to limit payments to AIG counterparties*. Washington, DC: Sigtarp.

Swiss Re (2010) *Insurance investment in a challenging environment*. SIGMA, 2010(5).

Tweede Kamer (2008) *Kredietcrisis: Brief van de minister van Financiën*. 31371(32).

US Department of Treasury (2009) *TARP Transaction Reports*, document op [www.financialstability.gov/latest/reportsand-docs.html](http://www.financialstability.gov/latest/reportsand-docs.html).