

Verzekerbanken: fusie of illusie?

Een fusie waarbij een bank en een verzekeraar zeer verschillende activiteiten onder één dak brengen, is strategisch misschien verklaarbaar, maar daarom nog niet juist. Uitbreiding met bankactiviteiten lijkt voor Nationale Nederlanden een gezocht argument.

In ESB van 16 januari 1991, geeft prof. dr. H. Schreuder een strategische analyse van de voorgenomen fusie tussen Nationale-Nederlanden en de NMB Postbank Groep. Hij komt tot de conclusie dat de fusie voor de hand ligt voor NMBPG, c.q. een uitweg biedt voor de "op termijn zorgelijke situatie" van NN. Hoewel Schreuder het onderzoek deed op verzoek van beide ondernemingen, is zijn oordeel niet bijzonder vleiend. Het is bovendien jammer dat in Schreuders analyse veel generalisaties voorkomen en dat op andere punten wezenlijke strategische beoordelingscriteria ontbreken. In deze reactie worden de strategische argumenten voor Nationale-Nederlanden becommentarieerd.

De positie in Nederland

Schreuder wijst op de liberalisering van het structuurbeleid, dat de scheiding tussen banken en verzekeraars regelt. Banken mogen thans verzekeren, en verzekeraars mogen bankdiensten aanbieden. Deze 'verzekerbanken' bieden een breed pakket van financiële diensten aan, waardoor meer traditionele aanbieders zoals Nationale-Nederlanden onder druk komen te staan. Het belangrijkste distributiekanaal van NN is de onafhankelijke tussenpersoon. Dit kanaal zelf verliest marktaandeel en binnen dit kanaal verliest NN marktaandeel. Door de fusie met NMBPG zou de beschikking worden verkregen over een alternatief distributiekanaal ter compensatie van dit probleem. Met deze redenering maakt Schreuder zich schuldig aan diverse generalisaties, waardoor zijn betoog op zijn minst twijfelachtig wordt.

Het tussenpersonenkanaal

Nederland kent, internationaal gezien, een relatief groot netwerk van onafhankelijke tussenpersonen. Deze tussenpersonen hebben een

zeer divers karakter: groot en klein, gespecialiseerd op leven- respectievelijk schadeverzekeringen, gespecialiseerd op de particuliere respectievelijk de zakelijke markt. Kortom, het is een simplificatie om te spreken over 'de tussenpersoon'. Het is waar dat het tussenpersonenkanaal als totaal enig marktaandeel verliest. Een nadere analyse leert echter dat er reeds jaren een zekere mate van segmentatie optreedt. Tussenpersonen zijn duurder dan 'direct writers'. 'Duurder' is echter relatief: zij geven advies en service, en verzorgen een goede schaderegeling. Maar niet iedere klant heeft voor simpele producten die adviezen nodig. Daarnaast kunnen klanten besluiten zelf (een deel van) het werk te doen. Wie de markt analyseert ziet dan ook dat het vooral jongeren en doehet-zelvers zijn die andere distributiekanaalen dan tussenpersonen gebruiken. Maar wie bij voorbeeld met een pensioenbreuk geconfronteerd wordt of zijn of haar eigen bedrijf verkoopt en daaruit een goede oudedagsvoorziening wil bekostigen, vraagt natuurlijk professioneel advies aan een tussenpersoon.

De goede professionele tussenpersonen winnen marktaandeel, niet alleen binnen hun eigen distributiekanaal, maar ook in de totale markt. Dat bewijzen de cijfers van de twee grote Nederlandse tussenpersonenverenigingen, de NVA en de NBvA. Nationale-Nederlanden heeft juist die tussenpersonen als haar primaire doel-groep. Bij die tussenpersonen scoort NN ook op tal van kwalitatieve facetten als een van de beste aanbieders in Nederland. Het zijn ook juist die tussenpersonen die haar de stap richting Postbank-kanaal zo kwalijk nemen.

Schreuder stelt dat NN het tussenpersonenkanaal versterkt door bankdiensten aan te bieden. Het is maar de vraag of tussenpersonen wel be-

hoefte hebben aan allerlei aanvullende financiële diensten. Er is geen discussie over direct aanpalende producten, zoals bij voorbeeld hypotheek en levenproducten met een sterk spaarelement. Voor minder verwante producten zoals zakelijke-kredietverlening, lijkt de tussenpersoon eerder een doorverwijsfunctie te kunnen vervullen dan als zelfstandig aanbieder te kunnen optreden. De verwijzing naar 'bancassurance' in het buitenland is in dit verband dan ook niet juist. Daar waar er al sprake is van vermenging, en dan nog lang niet altijd succesvol, gaat het om nauw verwante producten: verzekeringen met een sterk spaarelement, of spaarrekeningen met een levensverzekeringselement. Bredere financiële dienstverlening vanuit één onderneming is in het algemeen weinig succesvol. De ervaringen van American Express met Fireman's Fund in Amerika spreken wat dit betreft boekdelen. NN heeft een aantal bankdiensten reeds in eigen huis, zoals hypotheek, consumentenfinancieringen, effectenbemiddeling en beleggingsfondsen. Een fusie met NMBPG om bankdiensten in eigen huis te krijgen voor haar tussenpersonen lijkt dus op zijn best een gezocht motief.

Als NN haar tussenpersonenkanaal wil versterken dan moet zij daar beginnen. Daarbij valt te denken aan ondersteuning met moderne marketingtechnieken, semi-directe verkoop, minder administratieve schijven tussen tussenpersonen en uiteindelijke administratieve verwerking, en benutten van de klantenbestanden die tussenpersonen bezitten. Dat versterkt wél de positie van deze ondernemers. Fuseren met een andersoortige marktpartij, die haar potentie om verzekeringen te verkopen nog geheel moet bewijzen, niet. Helemaal niet, indien zij haar producten goedkoper (met minder service) aanbiedt. Per post of via het postkantoor kom je immers niet veel verder dan zeer simpele, gestandaardiseerde producten, en hoe dan de regeling van schadeclaims zal gaan is ook nog niet duidelijk.

De internationale positie

Volgens Schreuder is NN voor haar internationale expansie nog steeds in grote mate afhankelijk van haar thuisbasis en is haar buitenlandse positie moeilijk te consolideren. Ook hier is sprake van een grove generalisatie. Nationale verzekeringsmarkten zijn nog steeds zeer verschillend van el-

kaar en zullen dat ook nog lang blijven. Verschillen in wetgeving, fiscaliteit, toezicht, taal en cultuur leveren een beeld op van een multi-domeestic markt; zowel binnen Europa als daarbuiten. De internationale positie van een concern is derhalve de optelsom van de relatieve sterkte in elk van de afzonderlijke landen. In elke (deel)markt zal een aanbieder een concurrerend kosten/service-niveau moeten hebben met vergelijkbare marktpartijen. Daarbij speelt schaal-grootte, anders dan Schreuder in zijn inleiding stelt, wel degelijk een uiterst belangrijke rol.

Nationale-Nederlanden heeft een groot en geografisch sterk gespreid buitenlands bedrijf. De investeringen daarin lopen in de miljarden guldens. Als Schreuder stelt dat de winstbijdrage daarvan thans nog beperkt is, is dat een constatering van een feit, en geen verklaring ervan. Accounting principles spelen hierbij een belangrijke rol. Het feit dat de eerste kosten verbonden aan de verkoop van een produkt met een lange looptijd direct ten laste van de jaarwinst worden geboekt, geeft een vertekend beeld. Vermoedelijk is dit echter maar een deel van de verklaring van het lage rendement. De kwaliteit van de operaties, of het gebrek eraan, zal evenzeer een rol spelen.

Het is in ieder geval niet in te zien hoe de voorgenomen fusie met NMBPG hierin verbetering kan brengen. De groep wordt weliswaar groter, maar volgens de berichten van de fusiepartners zal de expansie in de eerste periode na de fusie primair gezocht worden in het overnemen van banken. Dat kan een wenselijke ontwikkeling zijn voor de bankpartner in de fusie (hoewel sommige kenners daar vraagtekens bij zetten), maar zet de verzekeringspartner op achterstand.

Kapitaalmarkten

In zijn beschouwing gaat Schreuder niet in op de ruilverhouding of andere financiële aspecten van de voorgenomen fusie. Daarmee doet hij tekort aan zijn strategische analyse. Financiële instellingen zijn sterk afhankelijk van de kapitaalmarkt en hun solvabiliteitspositie. Bij de groei van de afgelopen jaren zijn de ingehouden winsten ternauwernood voldoende geweest om de autonome groei bij te houden¹. Het aantrekken van nieuw eigen vermogen om verdere expansie te financieren is een regelmatig terugkerende noodzaak.

De kosten van dat nieuwe eigen vermogen worden bepaald door de koers/winstverhouding van het aandeel. Voor de Nederlandse verzekeraars bedraagt die verhouding negen à tien, voor de Nederlandse banken vijf à zes. Ook over een langere periode gezien blijkt hetzelfde beeld. In internationaal perspectief is dat voor beide laag. De Nederlandse financiële instellingen hebben in de internationale concurrentiestrijd dus last van relatief hoge kosten van hun eigen vermogen. De thans voorgenomen fusie tussen NN en NMBPG heeft tot gevolg dat de kapitaalmarkten het nieuwe aandeel zullen waarderen als een gemengd bank/verzekeringsaandeel, waardoor de koers/winstverhouding van NN sterk daalt in vergelijking met de situatie waarin zij een pure verzekeraar was. De financiering van haar toekomstige expansie wordt daardoor structureel duurder. Dat is slecht voor haar internationale concurrentiepositie en eveneens nadelig voor haar aandeelhouders. Het is dus een strategische factor van betekenis. Een ander punt waaraan Schreuder niet refereert is het ontstaan van een voor Nederland nieuw fenomeen, namelijk een 'banque d'affaires' ofwel de combinatie van een handelsbank en een belegger. Het is nog maar zeer de vraag of de Nederlandse ondernemers gelukkig zijn met deze combinatie en of de onrust die rond het fusievoornemen is ontstaan niet mede door dit aspect is ingegeven.

Bestuurbaarheid

Schreuder geeft in zijn strategische evaluatie geen oordeel over de bestuurbaarheid van de nieuwe combinatie. Dat is een groot gemis, omdat het hier gaat om de bundeling van sterk verschillende activiteiten als verzekeren en bankieren. In de zestiger jaren ontstonden in Nederland gemengde concerns van industriële en handelsactiviteiten. Risicospreiding en zelfs synergie waren de strategische argumenten voor dit soort bundelingen. Verschillen in culturen en vooral ook verschillen in benodigde vakkennis, en misschien ook wel in vakgebonden intuïtie, deden, te zamen met de meningsverschillen over de gewenste investeringsrichting, deze groepen in de jaren daarna weer uiteenvallen. Een verzekeraar wil groeien in verzekeringen en een bankier in bankdiensten. De combinatie kan dus voor de afweging komen te staan een Zuid-Europese bank, danwel een herverzeke-

ringsactiviteit in de Verenigde Staten te kunnen kopen. Het is niet goed in te zien hoe deze prioriteitsafweging op evenwichtige wijze binnen één bestuurscollege gemaakt kan worden.

Bescherming

In zijn slotbeschouwing filosofeert Schreuder over een mogelijk niet doorgaan van de beoogde combinatie, waarbij hij onder andere ook vijandige acties van derden noemt. Nationale-Nederlanden stelt in haar jaarverslag over 1989, dat een onderneming "een afdoende bescherming" behoeft. Het hebben van een zekere omvang is een bescherming op zichzelf, een hoge koers/winstverhouding evenzeer of zelfs sterker. Indien het beschermingselement een rol heeft gespeeld in de fusie-overwegingen, dan doet de beduidend lagere koers/winstverhouding daaraan weer veel afbreuk.

Slot

De financiële markten zijn sterk in beweging. Klanten worden mondiger, de traditionele kooppatronen wijzigen en de historische grenzen tussen aanbieders vervagen. Spelers in die markten behoren zich te bezinnen over hun sterkten en zwakten, en vanuit hun sterkten hun toekomstige marktposities veilig te stellen. Het aanbieden van aanverwante diensten en het aanboren van nieuwe distributiekanaalen kunnen onderdeel zijn van die strategie, zo ook het beschermen van thuismarkten. Er zijn echter vele wegen om die bescherming te bereiken. In veel bedrijfstakken worden joint ventures en andere strategische samenwerkingsvormen juist gecreëerd om dit soort doelen te realiseren. Het onder één dak brengen van zeer uiteenlopende activiteiten, die slechts enkele raakvlakken hebben, is strategisch misschien verklaarbaar, maar daarom nog niet juist. Beide fusiepartners hadden een betere analyse van prof. Schreuder verdiend.

P.F. Segaar

De auteur is directeur Concern Planning van AEGON N.V., Den Haag. Deze reactie is geschreven op persoonlijke titel.

1. Zie Mr E.C. Lekkerkerker, *Financiële-ringsproblematiek van de internationaal opererende verzekeringsmaatschappij*, Het Verzekeringsarchief, deel 63-1986-1.

Zijn broeders hoeder?

Ik ben de heer Segaar dankbaar voor zijn reactie op mijn strategische analyse van de fusie tussen NN en de NMBPG, en wel om twee redenen. In de eerste plaats omdat dit ons de gelegenheid geeft enkele aspecten van deze fusie iets uitgebreider te bespreken dan in de eerder binnen ESB beschikbare ruimte mogelijk was. Ik zal derhalve hieronder de door Segaar aangedragen punten van commentaar voorzien, vooral waar ik meen dat zijn uitspraken enige nuancering behoeven. Voorts omdat het opmerkelijk is om te lezen hoe de strategie van de op-een-na-grootste verzekeraar in Nederland zich geroepen voelt om de grootste marktpartij voor een vermeende misstap te behoeden. Segaar werpt zich op als zijn broeders hoeder, en wel van zijn grote broer. Zo'n zorgzaamheid voor de concurrent kom je zelden tegen. Reden te meer om zijn argumenten nader te bezien. Ik doe dat in de volgorde waarin hij ze hanteerde.

Wij zijn het met elkaar eens dat a. het kanaal van de tussenpersonen als totaal marktaandeel verliest, b. dat dat vooral 'aan de onderkant' gebeurt, namelijk bij de meer standaardiseerbare produkten en c. dat dit NN's positie op de thuismarkt bedreigt. Voor mij luidde de conclusie dat NN dit kanaal zal moeten versterken waar dat kan (namelijk aan de bovenkant) en met complementaire kanalen de verdrongen omzet zal moeten compenseren. Segaar laat het bij het eerste deel van de conclusie. Het is onduidelijk waarom. Vanuit NN gezien is het onduidelijk waarom een terugtrekking op een defensieve 'focus'-strategie voor de marktleider een betere optie is dan behoud van dominantie in alle segmenten. Vanuit Aegon gezien is onduidelijk waarom zij niet zwijgt en voor zichzelf die 'betere' optie reserveert en uitvoert. Segaar zal dat noger eens nader moeten toelichten. Segaar gaat voorbij aan een belangrijke oorzaak van die verdringing, namelijk de opkomst van de banken op de verzekeringsmarkt. Zoals ik in mijn artikel aanduidde is die ontwik-

keling de laatste tijd aanmerkelijk versneld. Zeer recente cijfers van RABO-Interpolis illustreren dat. Deze combinatie maakte bekend over 1990 een "enorme groei" te hebben gerealiseerd in levensverzekeringen (het lucratieve deel van de verzekeringsmarkt). Het aantal koopsompolissen steeg van 23.000 naar 40.000; het marktaandeel naar eigen schatting van 30 naar 40 procent. Negentig procent van die omzet betreft nu Interpolisprodukten (1989: 60%). Zoals een woordvoerder van de RABO zei: "We steken op strategische gronden onze nek uit. We willen echt een plaats op de markt veroveren. Die is belangrijk... voor de funding van de bank"¹. Segaars advies aan NN lijkt onvoldoende om deze bedreiging te pareren. Verkoop van verzekeringsprodukten aan de klanten van banken lijkt ook in Nederland een succesvol distributiewapen. NN zal dat, alleen al om defensieve redenen, aan het eigen arsenaal willen toevoegen. De NMBPG is daarbij de ideale partner, gegeven haar klantenbestanden. Het is ook de laatste grote partner die in Nederland beschikbaar is.

Wij zijn het overigens volstrekt met elkaar eens dat er een belangrijke plaats voor de tussenpersonen blijft weggelegd in de 'adviesgevoelige' segmenten van de verzekeringsmarkt. De complexe produkten zullen via dat kanaal afgezet blijven worden. Voor Segaar is het daarbij "de vraag of tussenpersonen wel behoefte hebben aan allerlei aanverwante financiële diensten". Het antwoord is te lezen in een NVA-onderzoek naar de financiële dienstverlening van haar leden². 98% van de NVA-leden bemiddelt al bij hypotheek, 85% bij persoonlijke leningen, 40% bij praktijkfinancieringen en 33% bij bedrijfsfinancieringen. 87% van de ondervraagden zegt de financiële dienstverlening in de komende jaren te zullen verbreden. Over de internationale positie van NN merkte ik op dat die lastig verdeelbaar lijkt zonder een krachtige thuisbasis. Segaar vond dit "een wel zeer grove generalisatie". Ik geef

hem graag toe dat de nationale verzekeringsmarkten binnen en buiten Europa eerder optellen tot een 'multi-domestic market' dan tot een 'global market'. Vervolgens stelt hij dat schaalgrootte nog belangrijker is dan ik zelf al aangaf, namelijk volgens Segaar ook voor het kosten/serviciveau³. Als dat zo is, zou men verwachten dat hij vervolgens zou betogen dat de schaalgrootte van NN op de buitenlandse markten wel degelijk voldoende is om de bereikte posities te verdedigen. Dat doet hij echter niet en terecht, want dat zou de waarheid geweld aandoen. In plaats daarvan draagt hij twee redenen aan waarom de buitenlandse winstbijdrage van NN (nog) beperkt is. Over het effect van 'accounting principles' zijn wij het gauw eens. Maar ook volgens Segaar is dit "vermoedelijk... maar een deel van de verklaring van het lage rendement". Volgens zijn oordeel zal de "kwaliteit van de operaties, of het gebrek daaraan... evenzeer een rol spelen". Dat kwaliteitsoordeel is voor zijn rekening, maar het lijkt me in ieder geval geen argument waarmee de lastige verdedigbaarheid van NN's internationale positie bestreden kan worden.

De financiële aspecten van de fusie vielen buiten het kader van mijn eerdere analyse. Segaar maakt daar wel een aantal opmerkingen over. Een raakvlak bestaat waar hij het heeft over de internationale concurrentiepositie. Wij wijzen er dan beiden op dat de armslag van Nederlandse financiële instellingen wordt beperkt door relatief lage koers/winstverhoudingen. Dit heeft eerdere pogingen tot internationale fusies en overnames al vaker gefrustreerd. Voor NN lijkt deze situatie in ieder geval niet te verslechteren ten opzichte van haar voornaamste concurrenten in dezelfde strategische groep. Ook de andere (middel)grote spelers in Europa bewegen zich immers in de richting van verzekerbanken.

1. NRC Handelsblad, 18 januari 1991, blz. 13.

2. NVA, *De toekomst van de financiële dienstverlening*, 1990, blz. 54-59.

3. Volgens een bedrijfstakstudie van Arthur Andersen zijn de drie belangrijkste strategieën ter verwerving van een concurrentievoordeel in de verzekeringssector: 1. kwaliteitsverhoging, 2. verbreding van distributiekanaalen, en 3. marktsegmentatie. Kostenverlaging door schaalvergroting zou voor het levenbedrijf niet van belang zijn en voor het schadebedrijf pas op de vierde plaats komen. Zie *Insurance in a changing Europe*, 1990, blz. 44.

Een laatste aspect betreft de bestuurbaarheid van de nieuwe combinatie. Op dit punt overdrijft Segaar schromelijk. Hij doet het voorkomen alsof gediversificeerde concerns inherent onbestuurbaar zijn. Bij de keus tussen een Zuid Europese bank of een herverzekeringsactiviteit in de VS zou niet goed in te zien zijn "hoe deze prioriteitsafweging op evenwichtige wijze binnen een bestuurscollege gemaakt kan worden". Zou deze keus nu echt zoveel lastiger zijn dan die tussen een Zuid Europese ijsfabriek en een Amerikaanse parfumbabrikant voor de Raad van Bestuur van Unilever? De strategisch relevantere vraag is of er combinatievoordelen ontstaan (van een omvang die de toegenomen concernkosten overtreffen)⁴. Deze lijken voor de partners aanwezig, primair op het gebied van distributie, secundair op de terreinen als automatisering, funding, en acquisitiekracht.

Tot slot nog twee opmerkingen. De eerste is dat er een hergroepering in de financiële sector gaande is, die nu al leidt tot een herschikking van strategische rollen⁵. Er ontstaat een beperkt aantal financiële instellingen die een volledig productenpakket aanbieden. Daarnaast vormen zich strategische groepen die zich toelagen op specialisatie (naar produkt, klant, distributievorm en/of regio) of op lage-kostenconcurrentie. Ook in de verzekeringssector is dat het geval. Wat goed is voor Aegon, is niet per definitie goed voor andere verzekeraars. De impliciete uitnodiging aan het eind van Segaars bijdrage (joint ventures of andere samenwerkingsvormen) behoeft bij potentiële partners niet als even 'juist' te worden beleefd als hij het blijkbaar ziet. De tweede opmerking betreft de publicitaire kant van deze discussie over 'fusillusionisme'. Het is NN verweten dat zij vorig jaar wel heel snel

is teruggekomen op een aantal afhoudende uitspraken over eventuele samenwerking met banken. Ik vermoed dat die ommezwaai veroorzaakt is door het tempo van verandering op haar markten. Aegon wordt met dezelfde veranderingen geconfronteerd. Ik hoop voor mijn discusiepartner dat hij niet spoedig be treurt dat hij geen andere vorm van 'behoedzaamheid' in zijn reactie heeft gelegd⁶.

Hein Schreuder

4. Zie H. Schreuder, Diversi-ficties, *ESB*, 23 mei 1990.

5. Zie bij voorbeeld R.W.P. Reibestein, Hergroepering in de financiële sector, *ESB*, 29 november 1989.

6. Vergelijk het volgende citaat uit *Wall Street Journal*, 21 december 1990, blz. 13, 17: "Aegon's Mr. Peters allows that his company has long thought – in a 'theoretical' way – about some sort of cooperation with NMB Postbank".