

BOCG

RAPPORT

Bouwen aan een meer crisisbestendige verzekeringssector in Nederland

Lessen uit de kredietcrisis



THE BOSTON CONSULTING GROUP

Bouwen aan een meer crisisbestendige verzekeringssector in Nederland

Lessen uit de kredietcrisis

Frans Blom

Jan Willem Kuenen

Januari 2009

bcg.com

Copyright © 2009 The Boston Consulting Group, B.V. Alle rechten voorbehouden. Geproduceerd in Nederland. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enig andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van The Boston Consulting Group, B.V..

DISCLAIMER: De inhoud van en adviezen in dit rapport zijn voor rekening van en verantwoording voor The Boston Consulting Group. Het Verbond van verzekeraars zal zich naar aanleiding van dit rapport beraden over eventuele acties.



Inhoudsopgave

Hoofdstuk 0 : Introductie	6
Hoofdstuk 1 : Samenvatting	7
Hoofdstuk 2 : Detailoverzicht van de financiële crisis en de recessie	11
Hoofdstuk 3 : Effecten van de crisis en de recessie op Nederlandse verzekeraars	20
Hoofdstuk 4 : Hoe de Nederlandse verzekeringssector versterken?	30
Literatuurlijst	39



Aan de lezer

The Boston Consulting Group

The Boston Consulting Group (BCG) is een wereldwijd opererende management consultant en is toonaangevend op het gebied van strategie. Samen met de klant onderzoeken wij mogelijkheden tot waardecreatie, adresseren we cruciale uitdagingen en transformeren we het bedrijf. Dit doen we in alle bedrijfstakken en op allerlei gebieden. Onze bedrijfsspecifieke aanpak combineert diepgaand inzicht in de dynamiek van bedrijven en markten met vergaande samenwerking met alle niveaus van de klantorganisatie. Dit zorgt ervoor dat onze klanten duurzaam concurrentievoordeel verkrijgen, betere organisaties bouwen en verzekerd zijn van blijvende resultaten. BCG is opgericht in 1963 en heeft 66 kantoren in 38 landen.

Over de auteurs

Frans Blom is Senior Partner en Managing Director bij The Boston Consulting Group in Amsterdam. U kunt contact met hem opnemen via E-mail: blom.frans@bcg.com

Jan Willem Kuenen is Partner en Managing Director bij The Boston Consulting Group in Amsterdam. U kunt contact met hem opnemen via E-mail: kuenen.janwillem@bcg.com

Voor verder contact

Als u vragen of opmerkingen heeft over de inhoud van dit rapport, neemt u dan contact op met de marketingafdeling van BCG: ams.marketing@bcg.com

Dankbetuiging

De auteurs van dit rapport willen graag alle bestuurders en experts bedanken die hun medewerking hebben verleend aan dit onderzoek in interviews en gesprekken. Daarnaast willen zij de vele collega's van The Boston Consulting Group bedanken die een bijdrage aan het onderzoek hebben geleverd, zowel nationaal als internationaal. Onze dank gaat in het bijzonder uit naar Felix Kühlmann en Tessa Nolst Trenité.



Introductie

Sinds een aantal maanden staat de verzekeringssector voor uitdagingen die jarenlang niet aan de orde zijn geweest. De financiële crisis trof de internationale verzekeringssector hard en bijna alle verzekeringsmaatschappijen hebben hun beurswaarde aanzienlijk zien afnemen.

Ook de Nederlandse verzekeringssector ondervond de invloed van de financiële crisis. De Nederlandse overheid kocht Fortis en kreeg zo complete zeggenschap over ASR, het Nederlandse verzekeringsdeel van Fortis. Daarnaast ontving een aantal spelers grote kapitaalinjecties van de overheid. ING Groep ontving EUR 10 miljard om haar kapitaalpositie te versterken, Aegon EUR 3 miljard en SNS Reaal EUR 750 miljoen. De Nederlandse regering kreeg zodoende ook invloed op deze spelers en benoemde bij elke partij twee leden van de Raad van Commissarissen. Eureko heeft EUR 1 miljard extra kapitaal aangevraagd bij haar grootaandeelhouders: de Vereniging Achmea en de Rabobank.

Door deze ontwikkelingen ontstond in Nederland een verhit debat over de rol van de financiële instellingen in het ontstaan van de crisis en de vraag hoe zij in de toekomst beter tegen dergelijke gebeurtenissen opgewassen kunnen zijn. In dit kader heeft het Verbond van Verzekeraars opdracht gegeven aan The Boston Consulting Group (BCG) om een onafhankelijk onderzoek uit te voeren naar de rol van verzekeraars in de crisis en de lessen die daaruit volgen te vertalen in aanbevelingen om de sector in de toekomst meer ‘crisisbestendig’ te maken. Dit rapport bevat de conclusies van dat onderzoek en heeft als doel om op basis van feiten en analyse de zakelijkheid in de discussie terug te brengen.

De aanbevelingen zijn niet specifiek van toepassing op deze crisis (die zal zich immers niet weer voordoen), maar meer algemeen van toepassing op verzekeraars. Hoe kunnen zij beter door crises komen of zich beter op crises ‘voorbereiden’?

Bij het beantwoorden van deze vragen wordt gedacht vanuit het belang van de verzekeringssector in zijn geheel en de rol die de sector speelt in de Nederlandse maatschappij. Dat betekent dat de focus ligt op een integraal perspectief van alle belanghebbenden: aandeelhouders en verzekeraars, maar bovenal de eindklant.

Het rapport is geschreven voor een brede doelgroep van potentiële lezers. Dit betekent dat veel begrippen zullen worden uitgelegd en niet direct te veel in details wordt gedoken op het gebied van bijvoorbeeld regelgeving en risicomanagement (in de literatuurlijst is een breed overzicht opgenomen van rapporten en andere bronnen voor meer achtergrondinformatie). Immers, de problematiek treft een zeer grote groep mensen in Nederland en daarom is dit onderwerp voor velen relevant. Daarnaast geloven wij ook dat een brede groep betrokken zal moeten worden om de sector in de toekomst beter bestand te maken tegen crises. Zoals wij in dit rapport uiteenzetten zal dit zeker geen taak zijn van alleen experts in de financiële, actuariële, en risico-afdelingen, al spelen zij hierbij uiteraard wel een belangrijke rol.



Samenvatting

Dit rapport bevat naast de samenvatting drie hoofdstukken. In hoofdstuk 2 verklaren we de relevante aspecten van de financiële crisis en de aanstaande recessie. Hoofdstuk 3 gaat dieper in op de gevolgen voor de Nederlandse verzekeringssector. In het laatste hoofdstuk trekken we conclusies uit de analyse en presenteren we vier adviezen. De inhoud van de hoofdstukken kan als volgt worden samengevat:

Hoofdstuk twee beschrijft de oorzaken van de financiële crisis en de op handen zijnde recessie. De crisis kan het best geïnterpreteerd worden als het eind van een internationale ‘asset-bubble’: bezittingen (assets) van huizen tot obligaties en aandelen waren steeds meer waard geworden waardoor een zeepbel (bubble) was ontstaan. Maar hoe kon deze bubble ontstaan en waarom ging de leegloop zo snel?

Centrale banken over de hele wereld speelden een belangrijke rol in het ontstaan van de bubble. Zij leenden geld aan banken tegen zeer lage rentetarieven. Bankers gebruikten dit geld om meer leningen aan bedrijven en consumenten te verstrekken met als gevolg steeds hogere schuldratio’s op de balans van deze banken (naar verhouding veel assets ten opzichte van het eigen vermogen). Consumenten en bedrijven profiteerden van de lage rentetarieven voor consumptie en investeringen en verhoogden ook hun schuld. Ook zij kregen dus hogere schuldratio’s. Investeerders en hedgefondsen gebruikten schuld om grotere beleggingen te kunnen doen en op die manier hun winst te vergroten. Vrijwel alle spelers gebruikten op deze manier de ‘hefboom’ op hun eigen vermogen en verhoogden dus hun bezittingen of assets ten opzichte van dit eigen vermogen. Deze hefboom tussen eigen vermogen en assets wordt ‘leverage’ genoemd. De hoge leverage gecombineerd met de lage

rente op vreemd vermogen zorgde er dus voor dat er een hoger rendement op het eigen vermogen behaald kon worden. Deze hoge leverage leidde tot veel vraag naar assets. Dit betrof huizen, maar ook obligaties en aandelen. En zoals bekend, leidt een hoge vraag tot een verhoging van de prijzen. Een extra reden voor hogere prijzen van assets was de te lage inschatting van risico’s van deze assets. Dit was simpelweg het gevolg van een jarenlange stijging in asset-waarde en een relatief laag kredietrisico gedurende deze periode: de meeste huiseigenaren konden hun leningen afbetalen en bedrijven hadden relatief weinig met faillissementen te maken. Het is typisch menselijk gedrag om een paar jaar van dergelijke goede resultaten te vertalen in een positieve verwachting voor de toekomst. Zo werd de asset-bubble dus een feit.

In de Verenigde Staten spatte de bubble uiteen toen de huizenprijzen daalden doordat sommige consumenten (vooral diegene die hun huis gefinancierd hadden met zogenaamde subprime-hypotheek) de rente en/of aflossing van hun hypotheek niet meer konden betalen. De huizen van deze consumenten kwamen in gedwongen verkoop terecht, het aanbod oversteeg de vraag waardoor de verkoopprijzen onder druk kwamen. De verliezen die hierdoor optraden kwamen grotendeels bij de hypotheekbanken terecht, immers consumenten met subprime-hypotheek hebben over het algemeen geen buffers of andere bezittingen. Dit leidde tot een sneeuwbal-effect: de afwaardering betekende dat hypotheekverstrekkers inteerden op het eigen vermogen, terwijl tegelijk ‘bekend’ werd dat de risico’s van deze hypotheek hoger waren dan eerder aangenomen, waardoor juist meer eigen vermogen nodig was. De solvabiliteit van banken verslechterde daardoor sterk. Deze lagere solvabiliteit tastte het vertrouwen aan dat de banken in elkaar hadden, waardoor de interbancaire

geldstromen stokten en er ook liquiditeitsproblemen ontstonden. In sommige gevallen werd dit effect nog eens versterkt doordat ook eindklanten hun tegoeden gingen opnemen of verplaatsen. Om de liquiditeit en solvabiliteit weer op peil te krijgen, moesten banken hun balans verkorten en dus assets verkopen. Echter, omdat er nu een groot aanbod was van assets, daalden de prijzen dramatisch en was een vicieuze cirkel geboren waarin alle typen assets werden meegesleurd in de neerwaartse spiraal.

De kredietcrisis vormt het startpunt voor de recessie. Enerzijds realiseren consumenten zich dat zij niet ongestoord door kunnen gaan met het uitgeven van geleend geld. Hierdoor daalt de consumptie (of wordt verwacht dat dit gaat gebeuren). Anderzijds droogt ook het beschikbare kapitaal voor investeringen en uitgaven op (of wordt verwacht dat dit gaat gebeuren). Dit veroorzaakte in het derde kwartaal van 2008 al de technische recessie in de Verenigde Staten en sommige Europese landen en leidde tot vertraging van de economie in andere regio's.

In hoofdstuk drie beschrijven we de effecten van de crisis en de recessie op verzekeraars en meer specifiek op de Nederlandse spelers. De beurswaarde van verzekeraars liep sterk terug, sterker dan de algemene aandelenindices. Bancassurance-instellingen (die zowel bank- als verzekerdiensten aanbieden) en levensverzekeraars verloren op hun beurt weer aanzienlijk meer marktwaarde dan schadeverzekeraars of herverzekeraars.

De sterke terugval bij bancassurance-instellingen is te verklaren door de enorme directe afschrijvingen bij banken wereldwijd. In totaal werd bij banken US\$ 708 miljard afgeschreven, terwijl dat bij verzekeraars US\$ 143 miljard was¹. Levensverzekeraars vielen sterker terug dan schade- en zorgverzekeraars. Zij hadden een zeer grote hoeveelheid assets ten opzichte van het eigen vermogen (hoge leverage) en beperktere middelen om op een crisis te reageren. Zo zijn de rentegaranties aan polishouders voor een lange periode afgegeven en kunnen ook prijzen van lopende polissen niet tussentijds worden verhoogd. Bij schade- en zorgverzekeringen kan dat wel vrij eenvoudig omdat die in het algemeen een looptijd hebben van een jaar.

¹ Per 1 december 2008

De crisis trof de Nederlandse financiële concerns harder dan de Europese verzekeraars omdat de businessmix van Nederlandse concerns veel meer gericht is op levensverzekeringen en omdat zij veelal ook bankactiviteiten hebben.

Daar moet bij worden opgemerkt dat tot op heden de solvabiliteit van de Nederlandse verzekeraars niet onder wettelijke minima terecht is gekomen. Er zijn kapitaalinjecties geweest om Nederlandse verzekeringsgroepen te steunen, maar in hoeverre dat nodig was om de solvabiliteit van de Nederlandse verzekeringsdochter te ondersteunen is nog niet duidelijk. Het is dus niet zo dat er op dit moment een panieksituatie bestaat in de verzekeringssector in Nederland. Toch geeft de crisis voldoende aanleiding om ook voor de Nederlandse verzekeringssector verbeteringen door te voeren.

Ook adresseren we een aantal factoren dat vaak als belangrijke oorzaken van de crisis genoemd wordt, maar waarbij wat ons betreft wel een aantal kanttekeningen zijn te plaatsen. In het publieke debat is met name veel aandacht voor het management en de beloningen die zij ontvangen. Zoals we zullen beschrijven zijn de achterliggende redenen van de crisis (helaas) veel complexer en zal dus ook voor de oplossing verder gekeken moeten worden dan naar bonusstructuren. Een tweede veel genoemde oorzaak is de kwaliteit (en beloningsstructuur) van de rating agencies en de fouten die zij gemaakt hebben bij de risico-inschatting van met name nieuwe financiële producten. Wij zijn van mening dat daar zeker fouten zijn gemaakt, maar het is niet terecht dit probleem alleen of zelfs met name bij de rating agencies neer te leggen. De risico's werden door vrijwel iedereen te laag ingeschat en alle financiële partijen (inclusief verzekeraars) hadden daarvoor een verantwoordelijkheid. Een derde veel gehoord argument is de opzet van de nieuwe accounting regels (IFRS). Wij zijn van mening dat deze 'procyclisch' zijn en dat ze daarmee inderdaad de crisis versterkt hebben. Echter, de alternatieve accountingmethoden hebben ook hun beperkingen waardoor deze niet leiden tot een makkelijk verbeterbare factor.

In hoofdstuk vier presenteren we vier hoofdaanbevelingen specifiek gericht op de verzekeringssector, die bij invoering kunnen helpen om beter voorbereid te zijn op nieuwe crises.

1. Focus op bubble-management, niet op crisismanagement:

Vrijwel alle ernstige financiële crises zijn voorafgegaan door een economische bubble: een periode van sterke groei en hoog rendement. In wezen is de crisis de laatste fase van de bubble. Al voor en tijdens de bubble moeten daarom maatregelen worden genomen om een crisis te voorkomen. Het gaat daarbij niet zozeer om het voorkomen van de bubble (dat is immers vanuit het Nederlands perspectief vaak niet mogelijk), maar meer om maatregelen om een harde landing te voorkomen. Bubbles zijn te ontdekken op het moment dat onderdelen van het bedrijf snel groeien en een (zeer) hoog rendement vertonen. Dit is vaak een teken dat er een risico is dat niet (correct) is onderkend en geprijsd. Wij geloven dat het management en de toezichthouder actiever moeten zoeken naar deze bubbles om zo de risico's goed te kunnen begrijpen en op basis daarvan maatregelen te nemen.

2. Risico-rendementafwegingen zijn de verantwoordelijkheid van ieder lid van de Raad van Bestuur van een verzekeraar:

Bij belangrijke beslissingen wordt voor de risico-inschatting vaak gebruik gemaakt van de uitkomsten van actuariële modellen en risicomodellen. Dit zijn zeer complexe modellen die moeilijk te doorgronden zijn. De verantwoordelijkheid voor deze modellen ligt mede daardoor vaak bij een kleine groep mensen binnen de organisatie. Maar anderen gebruiken de uitkomsten van het model wel als input voor beslissingen. Op deze manier kan het risicomangement dus naar de risicoafdeling/het actuaariaat worden gedelegeerd, wat resulteert in een scheiding tussen risicomangement/actuaariaat en bedrijfsvoering binnen het bedrijf. Deze aanpak is suboptimaal omdat risicomodellen per definitie incompleet zijn (je weet niet wat je niet weet), en omdat op die manier de 'business sense' voor risico's ongebruikt blijft. Wij geloven dat het de uitdrukkelijke verantwoordelijkheid moet zijn van ieder lid van de Raad van Bestuur om het risicomodel te doorgronden, zodat hem of haar bekend is wat erin zit, maar met name ook wat er niet in zit². Dit betekent dat risicomanager/actuarissen meer aandacht moeten

besteden aan het delen en inzichtelijk maken van de door hen gebruikte modellen en methoden. De implicatie hiervan is dat de risicomodellen transparanter en beter uitlegbaar (en zo mogelijk simpeler) moeten worden. Ook betekent het dat er meer aandacht moet zijn voor risico's die niet in het model zitten. Bijvoorbeeld door gebruik te maken van scenarioanalyses die ook factoren bevatten die niet in het model zitten (door bijvoorbeeld actief op zoek te gaan naar scenario's waarin de verzekeraar insolvent zou worden), stress-testing en war games. Ieder lid van de Raad van Bestuur zou op deze manier dus het risico en bijbehorende rendementen moeten begrijpen, en de Raad van Bestuur zou zich verre moeten houden van producten en investeringen waarvan zij het risico niet volledig begrijpt.

3. De toezichthouder moet indien nodig activistischer handelen:

In het verleden signaleerden toezichthouders voorafgaand aan een crisis soms een sterke risicotoename binnen bedrijven en waarschuwden deze bedrijven hiervoor. Harde maatregelen door middel van ingrijpen in de gehele markt werden echter niet of nauwelijks genomen. Er kwamen bijvoorbeeld geen eisen voor extra benodigde risicobuffers en er kwam geen verbod verder te groeien in een bepaalde asset die als een 'bubble' wordt gezien. Dit soort maatregelen en eisen is echter wel nodig, want individuele spelers kunnen het zich vaak niet veroorloven om gedrag te vertonen dat te sterk afwijkt van dat van hun concurrenten, zeker als dit zou leiden tot lagere rendementen voor aandeelhouders of eindklanten. Door lagere rendementen zouden hun klanten of kapitaalverschaffers zich immers terugtrekken en in zee gaan met de concurrent. Wij geloven daarom dat de toezichthouder niet alleen moet waarschuwen, maar ook actief maatregelen moet treffen voor de gehele sector op het moment dat individuele bedrijven dat zelf niet doen. Dit geldt dus vooral in de tijd voorafgaand aan de crisis. De mogelijkheid om iets te doen is dan immers groter. Het is van belang dat dit op een gecoördineerde manier gebeurt binnen Europa. Het is dan ook noodzakelijk dat dit aspect voldoende nadruk krijgt in de op dit

² Er zijn wat ons betreft uitzonderingen mogelijk op de regel dat ieder lid van de Raad van Bestuur de afweging tussen risico en rendement in detail moet doorgronden. Zo kan het zijn dat één lid bijvoorbeeld verantwoordelijk is voor marketing of verkoop zonder een diep begrip te hebben van actuariële modellen en risico modellen. Echter, deze persoon moet dan ook geen zeggenschap hebben over bijvoorbeeld grote asset investeringsbeslissingen. Daarnaast moet deze persoon wel de risicogevolgen van de beslissingen in het eigen domein begrijpen en meewegen.

moment lopende discussie rondom Solvency II, het project om de Europese richtlijnen voor het verzekeringsbedrijf grondig te herzien.

4. Een sterke kapitaalpositie voor Nederlandse werkmaatschappijen moet gewaarborgd blijven:

Op dit moment wordt het toezicht van verzekeraars hoofdzakelijk op nationaal niveau ingevuld: de juridische entiteiten die zich daar bevinden hebben te maken met lokaal toezicht. Dit geldt zowel voor lokale spelers als lokale dochters van internationale verzekeringsgroepen. Ook hun wettelijk benodigde kapitaalbuffers met betrekking tot solvabiliteit moeten lokaal worden aangehouden. De huidige eisen zijn vastgelegd binnen 'Solvency I'. Wij vinden deze minimale eisen echter niet erg hoog. Ook de in Nederland gehanteerde buffer van een additionele 50% kapitaal lijkt beperkt, zeker als dit gezien wordt ten tijde van een bubble; als de Nederlandse verzekeraars ten tijde van de bubble 150% solvabiliteit hadden aangehouden (anderhalf keer de minimumeis), dan had dat nu mogelijk tot zeer zorgelijke situaties geleid. Gelukkig hielden verzekeraars veel meer kapitaal aan; eind 2007 was de gemiddelde solvabiliteit ruim 2,5 keer het minimale vereiste niveau. In de plannen voor Solvency II zullen de minimum solvabiliteitseisen opnieuw worden vastgesteld. Daarnaast wordt bepaald of verzekeringsgroepen lokale solvabiliteitsbuffers gedeeltelijk mogen vervangen door garanties van het moederbedrijf aan de juridische dochters. Naar onze mening heeft de crisis aangetoond dat het cruciaal is dat lokale dochters zelfstandig solide gekapitaliseerd blijven. Het voorbeeld van AIG toont aan dat voldoende (en afgeschermd) kapitaal in de juridische dochters van groot belang is: toen AIG in de problemen kwam door haar portefeuille in kredietderivaten, kon het geen beroep doen op het kapitaal dat zich in de aparte juridische werkmaatschappijen van klantgerelateerde verzekeractiviteiten bevond. AIG moest aankloppen bij de overheid. De werkmaatschappijen behielden zo hun eigen solvabiliteitsdekking. Zelfs als AIG groep ten onder zou zijn gegaan, waren deze juridische werkmaatschappijen en hun verzekerkanten niet extra in de problemen geraakt. Wij geloven daarom dat verzekeraars moeten garanderen dat iedere werkmaatschappij zeer solide³ gekapitaliseerd is. Additioneel kapitaal kan uiteraard wel daar worden ingezet waar het de meeste waarde heeft. Dit systeem

is ook van belang voor potentiële ondersteuningsmaatregelen die de Nederlandse overheid kan treffen ten tijde van te krappe solvabiliteitsmarges in een crisis. Als zij de onderneming als totaal wil ondersteunen is een kapitaalinjectie op groepsniveau zeer waardevol. Als de situatie zo serieus is dat zij alleen nog de tegoeden van de Nederlandse polishouders wil beschermen, is een injectie op werkmaatschappijniveau nodig en daarvoor is het van belang dat zich juist daar voldoende kapitaal bevindt.

Geen van de bovenstaande aanbevelingen zijn in strijd met de eerder genoemde nieuwe beleidsregels voor solvabiliteit die zijn opgenomen in Solvency II. Het is dan ook zaak de discussies rondom Solvency II voort te zetten en juist dat platform te gebruiken om de benodigde verbeteringen te bewerkstelligen. Met de vier aanbevelingen geven we richting aan die discussie. Daarnaast pleiten we ervoor om deze aanbevelingen versneld door te voeren aangezien de introductie van Solvency II voor Nederlandse verzekeraars pas voor 2012 gepland is.

De vier aanbevelingen moeten de verzekeringssector in de toekomst beter bestand maken tegen crises die het gevolg zijn van asset-bubbles (en dat geldt voor veel crises). De meest directe mogelijke crisis die wij voor ons zien is echter een andere: een zeer lange periode van lage rentestanden en lage rendementen die vooral voor levensverzekeraars grote gevolgen kan hebben. Deze situatie zou vergelijkbaar zijn met de Japanse economische ontwikkeling sinds begin jaren negentig. Een dergelijke situatie heeft juist voor levensverzekeraars grote gevolgen omdat zij veelal met gegarandeerde rendementen werken die dan dus moeilijk/niet gehaald kunnen worden. Daarnaast kunnen deze garanties niet met terugwerkende kracht worden aangepast als het moeilijk wordt (daar zijn het immers garanties voor). We moeten daarom voorkomen dat we over 10 jaar terugkijken en constateren dat de rente en rendementen al die tijd laag zijn geweest, terwijl doorgedaan is met het afgeven van te hoge garanties aan klanten zonder dat de solvabiliteitsreserves dusdanig waren aangevuld om dit op te kunnen vangen. Zoals we zullen beschrijven in het laatste hoofdstuk zijn de vier aanbevelingen ook (in licht aangepaste vorm) op deze situatie van toepassing.

³Wat 'zeer solide' is zal de toezichthouder moeten bepalen. We kunnen ons voorstellen dat dit niveau afhangt van de tijd (vindt de toezichthouder dat er zich een asset bubble vormt?) en van de speler (denk aan verschillende risicoprofielen).

Detailoverzicht van de financiële crisis en de recessie

2.1 De financiële crisis

De Nederlandse verzekeringssector biedt momenteel het hoofd aan de effecten van de grootste internationale financiële crisis sinds de jaren dertig. De directe effecten hebben ervoor gezorgd dat ongeveer US\$ 4.100 miljard⁴ of 9% van het gezamenlijke US/EU BNP is afgeschreven.

De crisis is in feite het eindpunt van vele asset bubbles: bezittingen die onrealistisch hoge waarden hadden gekregen en die nu in zeer snel tempo worden afgewaardeerd zoals vastgoed, aandelen en obligaties. Figuur 1 geeft een voorbeeld van de waardeopbouw van onroerend goed in de Verenigde Staten over de afgelopen 50 jaar als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) van de Verenigde Staten. De grafiek toont een

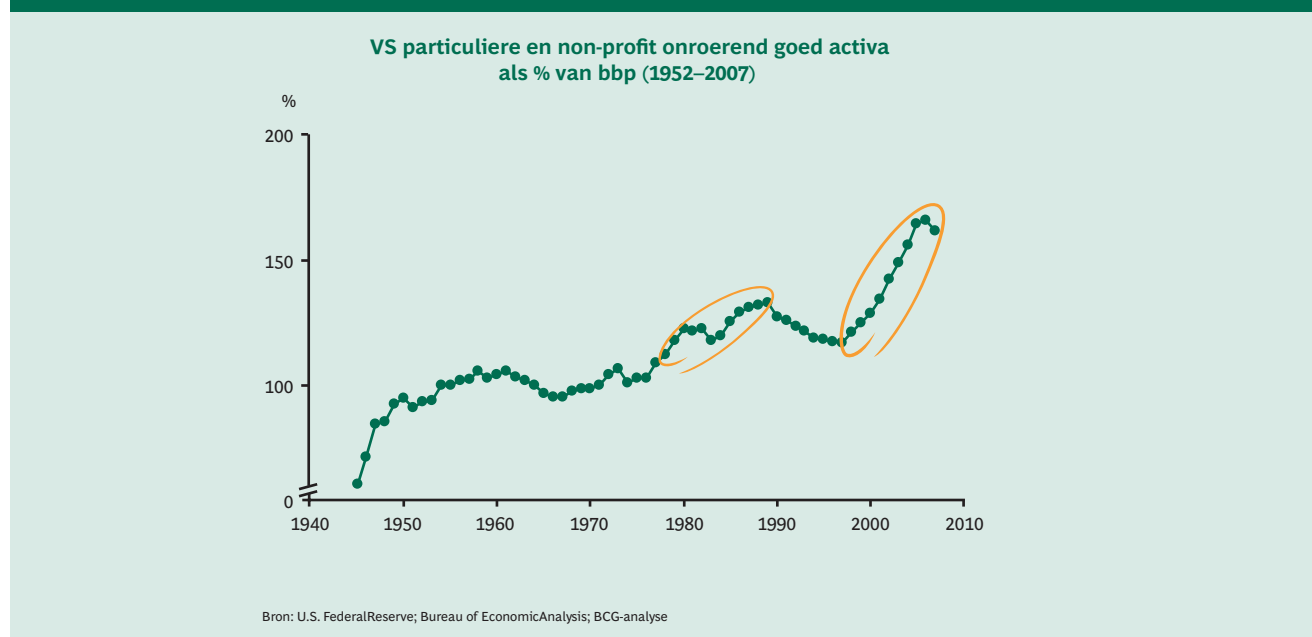
enorme relatieve stijging van 50% van het bbp in 1945 tot meer dan 150% nu.

Ook de aandelenmarkten kennen bubbles. Zo steeg de S&P 500 van een niveau van rond de 2.000 punten midden jaren tachtig tot recent bijna 15.000 punten.

Deze bubbles werden mede veroorzaakt doordat de centrale banken in de afgelopen 20 jaar tegen een lage rente geld uitleenden. Sommigen zien de bankencrisis in Japan eind jaren tachtig als het begin van de asset-bubble. De Japanners verlaagden toen de rente om de crisis het hoofd te bieden. Hierdoor konden bijvoorbeeld

⁴ Per eind oktober 2008

Figuur 1. Onroerend goed 'bubble' heeft zich over de laatste jaren opgebouwd



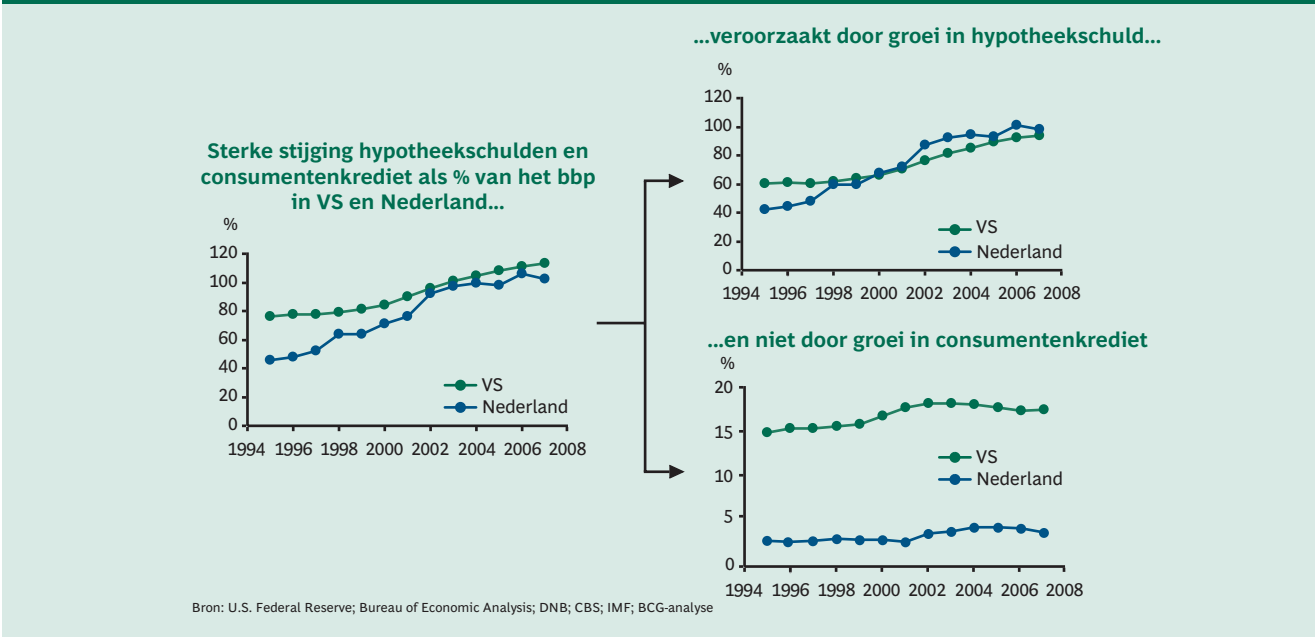
hedgefondsen en investeerders goedkoop geld aantrekken en elders in de wereld (zoals de VS) investeren. Voor veel centrale banken was de dot-comcrisis een andere reden om de rentes laag te houden. Hierdoor steeg de schuld van de VS en veel andere westerse landen de afgelopen twintig jaar tot historische hoogten, zelfs tot boven het niveau van net na de Tweede Wereldoorlog.

Banken gebruikten deze liquiditeit om de consumentenuitgaven in de Verenigde Staten te financieren, vooral via consumentenkredieten en goedkope hypotheekleningen aan een steeds groter aantal ongeschikte consumenten (subprime-hypotheekleningen). Zij verhoogden zo hun schuldratio (veel assets ten opzichte van eigen vermogen). Banken hadden in de laatste fase van de bubble hele ruime kredietvoorwaarden omdat ze de risico's van wanbetaling onderschatten en een steeds hogere huizenwaarde als onderpand voor de hypotheekleningen diende. Kredietverstrekking werd extra gestimuleerd

Ook in Nederland sterke groei van schuld in de particuliere sector

In Nederland steeg de totale schuldenlast van consumenten de afgelopen jaren ook sterk en bevindt zich nu op een vergelijkbaar niveau ten opzichte van het bbp als in de VS (figuur 2). Hier droeg met name een toename in de hypotheekleningen bij aan de totale schuldenlast, terwijl in de VS ook de consumentenkredieten sterk stegen. Wel is de verwachting dat in Nederland het risico van een sterke waardecorrectie van woningen minder snel zal plaatsvinden omdat de balans tussen vraag en aanbod hier niet zo sterk door alleen emotionele redenen wordt gedreven en Nederland ook in fysiek opzicht daadwerkelijk een laag woningaanbod heeft.

Figuur 2. Sterke toename van hypotheekleningen in zowel VS als Nederland



doordat banken de leningen vaak buiten de balans van het moederbedrijf onderbrachten, in aparte juridische entiteiten die Special Purpose Vehicles (SPV's) genoemd worden. Zo schoonden banken hun balans en verlaagden zij hun schuldratio op papier. Banken verpakten de hypotheekleningen en andere leningen in deze SPV's in

pakketten met verschillende risicoprofielen en verkochten deze als obligaties aan investeerders waaronder verzekeringsmaatschappijen. Deze obligaties worden Asset Backed Securities (ABS) of Mortgage Backed Securities (MBS) genoemd. Omdat investeerders geen inzicht hadden in de inhoud van de leningen en de

bijbehorende risico's, waren zij voor het evalueren van deze obligaties afhankelijk van rating agencies. Naar nu blijkt is daar veel misgegaan en bleken de inschattingen van de rating agencies veel te positief. Dit komt wellicht doordat rating agencies betaald worden door degenen die zij moeten beoordelen of doordat zij door de vele herverpakkingen het onderliggende risico van leningen onmogelijk goed konden inschatten. Verder vertrouwden de investeerders op kredietverzekeringen en derivaten om hen tegen het risico van wanbetaling te beschermen. Zij onderschatten echter het risico dat de tegenpartij van deze verzekeringen zou kunnen omvallen (counterparty risk).

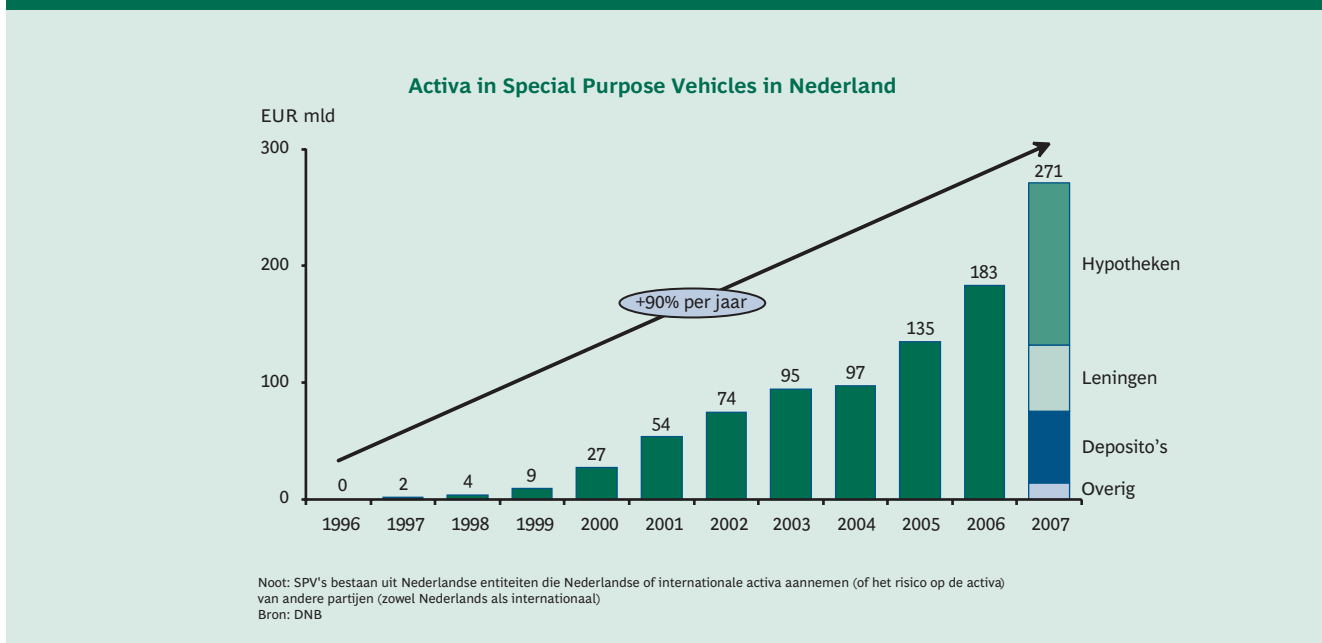
SPV's en daarmee ABS groeiden op grote schaal in de VS, maar ook in Nederland (zie figuur 3).

In de Verenigde Staten steeg de totale schuldquote naar een niet eerder gezien niveau. Figuur 4 toont de totale schuldenlast van zowel huishoudens, bedrijven als de overheid in de Verenigde Staten.

Het is opvallend dat de voorgaande piek in de schuldpositie van de Verenigde Staten niet voor de crisis van de jaren dertig plaatsvond maar erna. Destijds pompte de overheid extra geld in de economie om die draaiende te houden. Zo vonden in de jaren na de crisis zeer veel infrastructuurprojecten plaats om de werkgelegenheid op pijl te houden.

Door de enorme recente toename in geld steeg de vraag naar bezittingen (assets), die op hun beurt daardoor in waarde stegen. Ook de te lage risicoperceptie leidde tot

Figuur 3. Ook in Nederland een sterke groei van activa in Special Purpose Vehicles



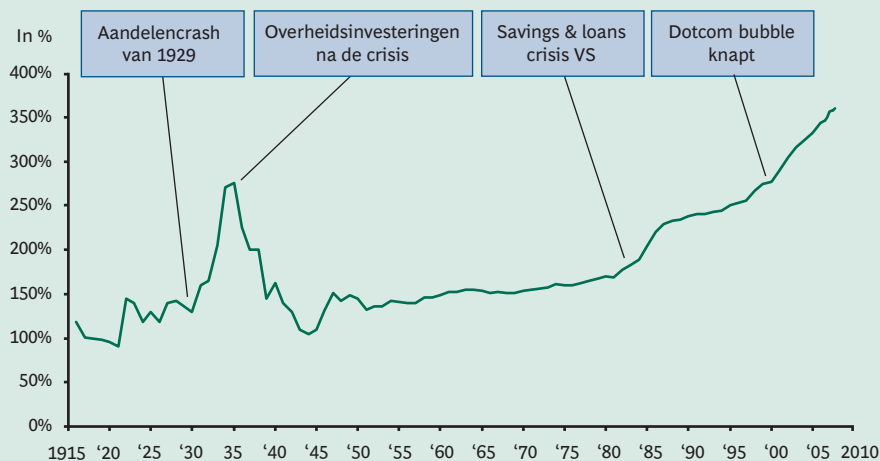
Daarnaast gingen bepaalde typen investeerders met een grote hefboom werken. De opkomst en bloei van hedgefondsen en private equity-fondsen was voor een groot deel gebaseerd op goedkope en ruim aanwezige kredieten. Als additioneel effect moedigden deze spelers ook andere bedrijven aan om zich veel scherper te financieren, met als effect dat de schuldenlast van die bedrijven verder steeg.

een extra stijging van de waardering van deze assets. Zo ontstond een aantal enorme asset-bubbles.

De bubble op de huizenmarkt in de Verenigde Staten spatte eerst uiteen en kondigde het begin aan van de financiële crisis. Geleidelijk aan volgden andere bubbles, zoals de vastgoed-bubbles in Spanje en het Verenigd Koninkrijk en de aandelen- en obligatiemarkten wereldwijd. De bom barstte aanvankelijk in een relatief

Figuur 4. Recordniveau aan schulden in de VS

Schuldenlast van VS huishoudens, bedrijven en overheid als % van bbp



Bron: Thomson Financial Datastream; US Federal Reserve; Bureau of Economic Analysis; Barron's; Elliot Wave International; The Gabelli Mathers Fund; BCG inschattingen

klein deel van de Amerikaanse hypotheekmarkt (subprime) toen consumenten hun hypotheek niet meer konden betalen. Omdat er bij executieverkopen onvoldoende nieuwe kopers waren, daalde de vermogenswaarde. Dit leidde tot vermogensdevaluaties bij getroffen banken. Door de hoge leverage van de instellingen en beperkte transparantie van echte risico's, ontstonden twijfels over de solvabiliteit van banken. Banken en andere spelers deden niet langer zaken met elkaar, wat leidde tot een liquiditeitscrisis omdat de markten niet langer functioneerden.

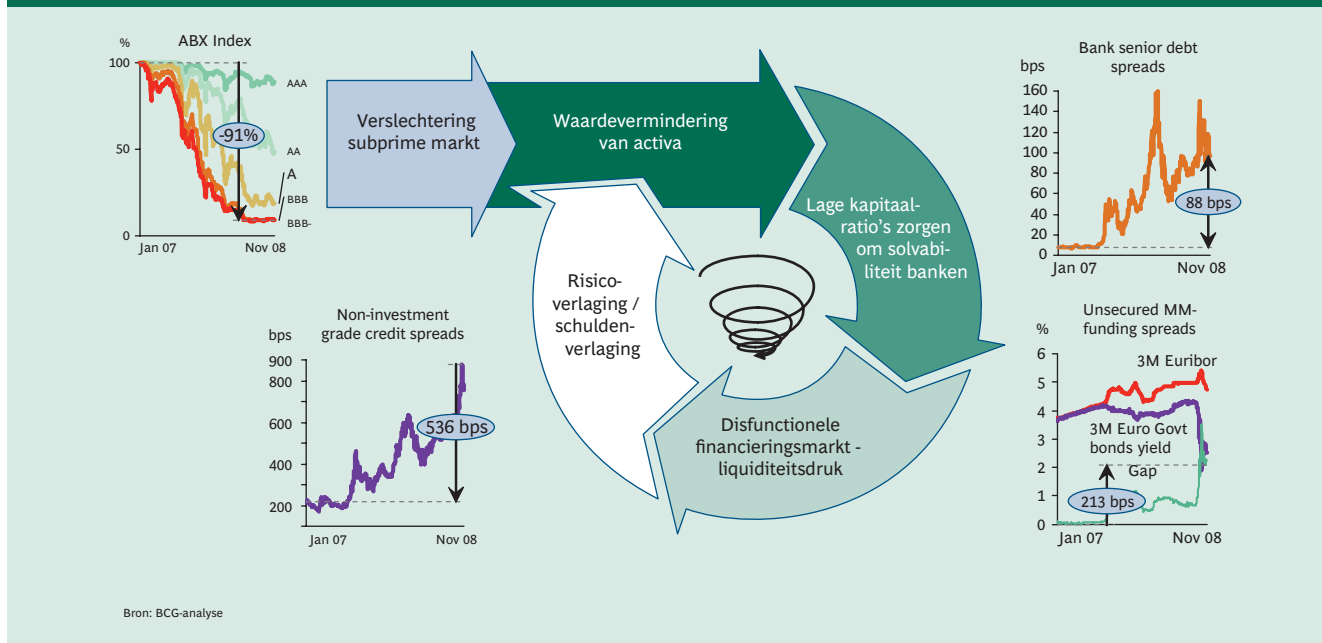
Banken moesten, om hun liquiditeit te verhogen, hun risico's en schuldratio verlagen door allerhande assets te verkopen. Hierdoor daalden de prijzen en dus de waarde van assets. Dit leidde tot verdere vermogensdevaluaties, ook bij andere financiële producten die over het algemeen niets met de originele problemen te maken hadden. Er ontstond een vicieuze cirkel, waar steeds meer financiële producten in terecht kwamen (figuur 5).

De eerder genoemde SPV's versterkten deze ontwikkeling: veel SPV's waren namelijk kort gefinancierd, terwijl de assets (hypotheek) een lange looptijd hadden. Toen de huizenprijzen daalden, leidde dit tot problemen in de (regulier benodigde) herfinanciering. Hierdoor werden

hypotheekpakketten op de markt ter verkoop aangeboden met extra prijsdalingen als gevolg.

Accountingregels zoals IFRS (International Financial Reporting Standards) en US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) hebben deze vicieuze cirkel verder gevoed. Deze regels dwingen namelijk alle spelers tot het herwaarderen van bepaalde groepen assets (met name aandelen, derivaten en enkele obligaties) op basis van de dagelijkse waarde (mark-to-market). Juist in de crisis daalde de waarde van deze assetgroepen sterk, waardoor boekverliezen sterk toenamen en de solvabiliteit sterk daalde. Voor meer achtergrond zie het kader 'Procyclische effecten van IFRS'.

Figuur 5. Een vicieuze cirkel brengt de volledige financiële markt in een neerwaartse spiraal



Procyclische effecten van IFRS

De International Accounting Standards Board (IASB) heeft de 'International Financial Reporting Standards' (IFRS) opgesteld. IFRS heeft als doel meer uniformiteit, transparantie en harmonisatie in financiële verslaggeving te bewerkstelligen. Voor verzekeraars geldt dit voor zowel de waardering van verplichtingen (de verzekeraarcontracten) als de waardering van de bezittingen (assets).

De regelgeving rondom waardering van de verplichtingen is vastgelegd in IFRS 4. De huidige versie van IFRS 4 (fase1) laat de verzekeraars echter nog veel ruimte voor verschillende waarderingmethoden. Wellicht is dit de reden dat het vertrouwen in jaarverslagen beperkt is, omdat deze onderling minder goed te vergelijken en daarmee te begrijpen zijn. Dit zou een versterkend effect op de crisis gehad kunnen hebben. Het is de intentie dat fase 2 van IFRS 4 tot meer harmonisatie leidt. Een snelle invoering daarvan is daarom gewenst.

De discussie rondom de invloed van IFRS op de crisis spits zich echter vooral toe op de waardering van de bezittingen (assets), zoals vastgelegd in IAS 39, en de toelichting daarop (IFRS 7). Hierin wordt gesteld dat het vaak noodzakelijk (regelgeving) of wenselijk (operationeel) is om bezittingen te waarderen tegen marktwaarde (mark-to-market). Deze waarderingmethode heeft als doel om een zo eerlijk mogelijk economisch beeld te geven, maar kan echter cycli wel versterken. Om dit procyclische effect beter te begrijpen, zullen we de mechanismen van IFRS voor marktwaardering hieronder kort toelichten. Binnen IFRS worden bezittingen ingedeeld in vier categorieën.

1. Leningen en vorderingen die niet voor handelsdoeleinden worden aangehouden en niet verhandeld worden in een actieve markt ('loans and receivables'; waardering tegen gemiddelde kostprijs tenzij een duurzame waardevermindering optreedt)
2. Leningen en vorderingen die tot het einde van de looptijd worden aangehouden (held to maturity investments; waardering tegen gemiddelde kostprijs tenzij een duurzame waardevermindering optreedt)
3. Activa gewaardeerd tegen reële waarde met verwerking van de waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening ('fair value through profit or loss')
4. Overige activa, voor verkoop beschikbaar ('available for sale'; waardering tegen reële waarde met verantwoording van alle waarde-veranderingen in het eigen vermogen tot het moment van verkoop of het moment waarop een duurzame waardevermindering optreedt).

Een bezitting wordt geclassificeerd als het wordt verkregen en kan daarna in beginsel niet worden aangepast.

Bezittingen worden gewaardeerd tegen hun marktwaarde op het moment van aanschaf. Kortetermijnfluctuaties in waarde hebben een verschillend effect op de balans en daarmee de solvabiliteit:

- A. 'Fair value through profit or loss' en 'available for sale' bevat alle bezittingen die aangehouden worden voor de handel ('Held for trading') en waarvoor bij aanschaf specifiek gekozen is voor deze waarderingmethode ('Designated as at Fair value through profit or loss'). De waarde van deze assets moet gebaseerd zijn op de markt (bijvoorbeeld de beurswaarde). Herwaardering van beide categorieën leidt daarmee tot een verandering in de solvabiliteit van een verzekeraar¹.
Veranderingen in waarde gaan overigens bij 'fair value through profit and loss' direct via de winst- en verliesrekening, doch bij 'available for sale' pas bij verkoop of duurzame waardevermindering. Het effect op het resultaat is dus heel verschillend, behalve bij duurzame waardedalingen.
- B. 'Loans and receivables' en 'Held-to-maturity investments' bevatten bezittingen waarvan niet voorzien is dat ze verkocht gaan worden, resp. waarvoor de intentie en de mogelijkheid bestaat deze tot het einde van hun looptijd aan te houden. Meestal worden hypotheek hiertoe gerekend. Deze bezittingen worden niet voortdurend geherwaardeerd en waardewijzigingen zijn dan ook niet in de balans zichtbaar, tenzij de afbetaling in gevaar komt.

Naar onze mening geven deze regels in het algemeen een eerlijk beeld van de balans van een onderneming. Echter, als alle marktwaarden gelijktijdig sterk dalen zoals in deze crisis, heeft dat direct grote gevolgen voor assets in groep A. Omdat de waarde daarvan daalt, daalt ook de solvabiliteit. Als dat de vereiste solvabiliteit gaat benaderen, worden instellingen gedwongen meer risicovolle bezittingen (aandelen, onroerend goed) te verkopen om hun risicoprofiel te verbeteren. Als dit effect breed in de markt optreedt, wordt de neerwaartse spiraal versterkt en daalt de waarde van de bezittingen verder en sneller. Het negatieve effect op de waarde van deze beleggingen wordt verder versterkt doordat de vraag afneemt of zelfs stopt (illiquide markten). Als onder deze condities al prijzen tot stand komen zijn, zijn die vaak lager dan puur op basis van markttrente en kredietwaardigheid verwacht zou mogen worden.

Om dit effect vooral voor banken te verminderen, zijn de regels (IAS 39 en IFRS 7) in oktober 2008 aangepast. Bezittingen 'Held for trading' en 'Available for sale' die op marktwaarde gewaardeerd worden, kunnen nu in bepaalde omstandigheden² opnieuw geclassificeerd worden naar groep B, waarbij waardering tegen geamortiseerde kostprijs plaatsvindt. Instellingen moeten deze aanpassing motiveren, en deze uitgebreid toelichten zowel in het jaar van declassificeren als in de jaren daarna, tot het instrument van de balans is. Omdat banken in het algemeen veel meer beleggingen hebben die voor handelsdoeleinden worden aangehouden, is voor hen de aanpassing belangrijker dan voor verzekeraars.

Sommigen bekritisieren om bovenstaande redenen de huidige IFRS-regels en stellen voor ze niet langer te hanteren (ook niet na deze aanpassing). Dit is een begrijpelijke discussie, maar niet één met een duidelijke uitkomst omdat de alternatieven niet noodzakelijk beter zijn.

Een alternatief is bijvoorbeeld om bezittingen aan te houden tegen de waardering op het moment van aanschaf en pas boekwinsten of verliezen te nemen op het moment dat ze verkocht worden. De ervaringen in Japan na de sterke waardedaling in begin jaren '90 tonen echter aan dat ook deze methode grote negatieve gevolgen kan hebben voor het financiële systeem. In Japan hielden banken leningen jarenlang in hun boeken terwijl al lang helder was dat die voor grote delen nooit afbetaald zouden worden. Dit om afboekingen te voorkomen (de benodigde zogenaamde impairments werden dus 'vergeten'). Hierdoor ontstond een zeer ondoorzichtige en instabiele situatie die jarenlang kon aanhouden.

Concluderend stellen we dat het IFRS-systeem inherent cyclusversterkende effecten in zich draagt, maar dat het niet evident is hoe een beter systeem vorm te geven dat dit nadeel niet heeft en wel een economisch zuiver beeld geeft.

1) Op basis van regelgeving in Nederland, in andere landen (Frankrijk, Duitsland, VS) gelden andere regels hieromtrent

2) Voor meer achtergrond rondom de regelgeving voor specifiek onroerend goed wordt gerefereerd aan IAS 40 en IAS 16

Noot: Zie Supplement 23 van Ernst & Young IFRS Outlook voor meer achtergrond

2.2 De recessie

De crisis beperkte zich niet tot de financiële markten maar had al snel impact op de 'echte economie': begin september maakten de meeste consumenten en bedrijven buiten de financiële sector zich nog nauwelijks zorgen en leek 2008 een zeer goed jaar te worden. Na de val van Lehman Brothers op 15 september veranderde dit gevoel in sneltreinvaart. Het consumentenvertrouwen daalde waardoor consumenten in de Verenigde Staten minder zijn gaan consumeren op basis van geleend geld. Bedrijven constateerden een niet eerder vertoonde daling in de vraag. Daarnaast veroorzaakte de bankencrisis ook een vicieuze cirkel met betrekking tot bedrijfskredieten: minder investeringen, lagere output en wanbetaling van bedrijven, wat leidt tot banenverlies en afnemende vraag.

Onderzoek van het IMF naar historische recessies geeft aan dat we zeer waarschijnlijk aan de vooravond staan van een zeer diepe recessie. Het IMF concludeert dat de ergste recessies in het verleden zijn geïnitieerd door een **combinatie** van een bancaire crisis, het instorten van de huizenmarkt en het instorten van de aandelenmarkt. De dramatische effecten van de crisis waren al in het derde kwartaal van 2008 zichtbaar en hebben in de Verenigde

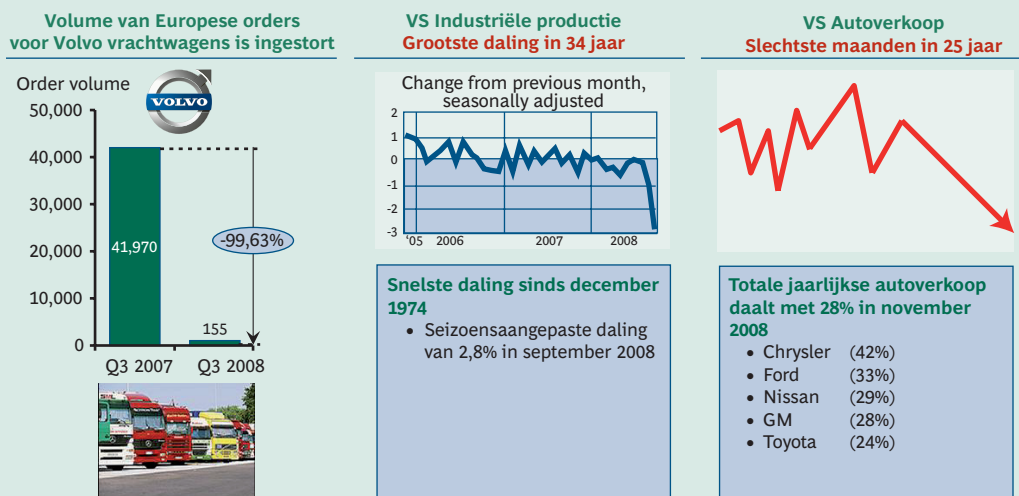
Staten en delen van Europa al een recessie veroorzaakt. Onderstaand voorbeeld toont aan dat de auto-industrie al duidelijk de gevolgen van de crisis ondervindt (figuur 6).

Om beter te begrijpen wat ons te wachten kan staan, moeten we ons allereerst realiseren dat we ons in een 'perfecte storm' bevinden waarin veel problemen samenkomen. Zo bewegen alle ontwikkelde economieën zich gelijktijdig naar een recessie, iets wat niet eerder is voorgekomen sinds de Tweede Wereldoorlog. Daarnaast is er tussen landen een grote scheefgroei ontstaan. Sommigen hebben enorme handelsoverschotten en anderen grote tekorten. De Verenigde Staten hebben bijvoorbeeld een tekort van 5% ten opzicht van het bbp, terwijl China een overschot heeft van 11%. Tenslotte hebben overheden, bedrijven en particulieren in de grootste economieën ter wereld aanzienlijke schuldposities opgebouwd.

Op basis van deze context zullen we onze visie geven op drie mogelijke scenario's voor 2009.

Scenario 1: een korte recessie gevolgd door een periode van bescheiden groei. Het 'V-scenario' (hard naar beneden, snel maar geleidelijk weer omhoog)

Figuur 6. Waarneembaar effect van financiële crisis op economie



Bron: Global Insight, Financial Times (24 Oct 2008), Federal Reserve, Philadelphia Federal Reserve Autodata, Edmunds.com

Na de afschrijvingen en enorme daling van de afgelopen maanden is verbetering van het vertrouwen een logische volgende stap. Overheden handelden snel en adequaat en voorkwamen dat de financiële systemen omvielen. Maatregelen om huishoudens en vastgoedprijzen in de Verenigde Staten te ondersteunen, zullen hun vruchten gaan afwerpen. Lagere energie- en grondstofprijzen geven 'lucht' aan de economie en vergroten de bestedingsruimte van bedrijven en particulieren. Het grote inflatiegevaar dat een half jaar geleden nog werd gevoeld, is geweken. Dit komt het reële inkomen van mensen ten goede. Echter, al deze positieve factoren leiden slechts tot een bescheiden groei die ver onder het recente niveau ligt toen overconsumptie en excessief gebruik van geleend geld de groei aanjoegen.

Scenario 2: Versneld naar een nieuwe periode van groei. Het 'J-scenario' (na de daling weer snel het pad vervolgen naar hoge groei)

Sommigen geloven dat de uitgebreide stimuleringsmaatregelen (die reeds zijn getroffen en nog zullen volgen) kunnen leiden tot een nieuwe impuls voor de groei van de economie. Consumenten hervinden hun vertrouwen in de economie en beginnen weer met consumeren (op basis van geleend geld), bedrijven gaan weer investeren en overheden ondersteunen beiden door maatregelen als lage rente, garanties, etc. Echter doordat veel bedrijven al zijn begonnen met het reduceren van hun productiecapaciteit om zich zo voor te bereiden op een lange recessie zou opnieuw een hogere inflatie kunnen ontstaan (meer geld voor minder beschikbare producten) gecombineerd met een hogere rente.

Scenario 3: een lange en diepe recessie, maar geen depressie. Het 'L scenario' (na de daling een zeer lange periode van lage tot geen groei)

In dit scenario zijn de stimuleringsmaatregelen van overheden en centrale banken onvoldoende om het pad van groei weer snel op te pakken en zal het proces van 'deleveragen' (verlagen van de schuldquote) voor banken, bedrijven en particulieren verder doorzetten. Overheden en centrale banken zullen een depressie afwenden, maar kunnen niet voorkomen dat de reeds ingeslagen weg naar een recessie zich voortzet.

In de eerste twee scenario's wordt overigens het fundamentele probleem van te hoge schuldratio's en consumptie op basis van geleend geld niet structureel afgebouwd. Dit kan op de middellange termijn opnieuw tot 'bubbles' leiden (en het uiteenspatten ervan). Juist voor deze scenario's is meer aandacht voor 'bubble-management' in de toekomst van groot belang.

Het derde scenario lijkt in veel opzichten op de crisis in de jaren '90 in Japan: verzwakte financiële spelers, grote stimuluspakketten vanuit de overheden, aanhoudende lage rente met desondanks een blijvend lage groei. Als dit scenario werkelijkheid wordt, bestaat er een mogelijkheid dat de problemen groter worden dan destijds in Japan. Vanwege het internationale karakter van de recessie zal export de lage binnenlandse consumptie namelijk niet kunnen compenseren. Ook wordt in dit scenario de totale schuldquote niet noodzakelijk veel beter. Mogelijk wel bij bedrijven en particulieren, maar juist bij de overheid kan deze toenemen. Zo verdrievoudigde de schuldquote van de Japanse overheid sinds 1989 tot 170% ten opzichte van het bbp, terwijl die van bedrijven en particulieren constant bleef op een niveau onder de 100% van het bbp.

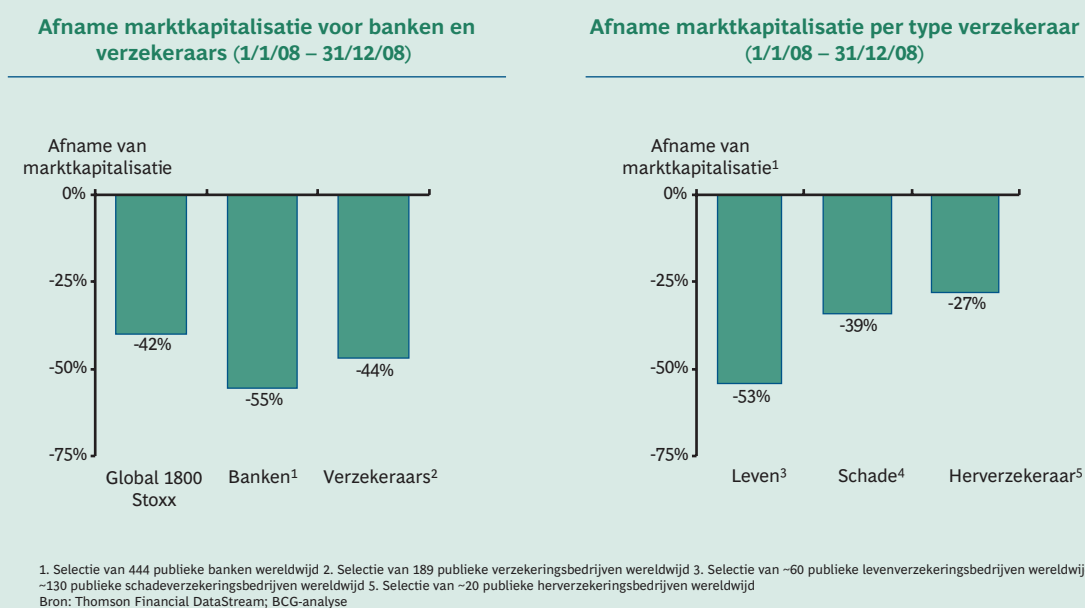
Effecten van de crisis en de recessie op Nederlandse verzekeraars

3.1 De financiële crisis

De beurswaarde van verzekeraars daalde de afgelopen maanden sterk en ook meer dan de algemene aandelenindices. Banken en levensverzekeraars verloren aanzienlijk meer dan schadeverzekeraars of herverzekeraars (figuur 7).

US\$ 125 miljard voor verzekeraars), bleven de effecten van de crisis niet beperkt tot spelers op de Amerikaanse markt, maar waren wereldwijd voelbaar. De beurswaarde van Amerikaanse spelers ging niet harder onderuit dan die van hun collega's in Europa of Azië. Dit komt mogelijk doordat in Europa en Azië nog afschrijvingen worden verwacht of doordat daar de implicaties van de recessie

Figuur 7. Binnen de verzekeraars hebben levensverzekeraars het grootste aandelenverlies



De financiële crisis veroorzaakte bij banken en verzekeraars directe afboekingen van US\$ 851 miljard⁵. Banken werden het zwaarst getroffen en boekten US\$ 708 miljard af, terwijl verzekeraars US\$ 143 miljard in rook zagen opgaan (figuur 8)⁶.

Hoewel Amerikaanse instellingen de meeste afboekingen voor hun rekening namen (US\$ 425 miljard voor banken,

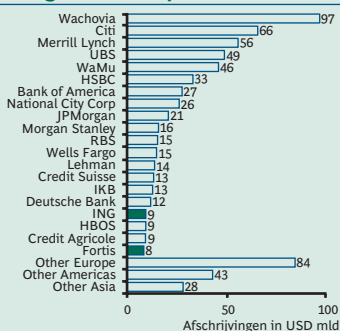
naar verwachting groter zijn (veelal wordt de VS gezien als een land waar de klap het hardst aankomt maar waar het herstel ook weer relatief snel intreedt).

5 Per 1 december 2008

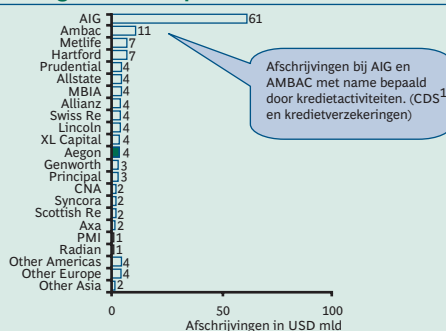
6 Hierbij moet wel opgemerkt worden dat verzekeraars relatief meer bezittingen hebben die pas afgeboekt moeten worden op het moment van verkoop. Er kan dus nog meer volgen.

Figuur 8. Crisis heeft banken meer aangetast dan verzekeraars, en de VS meer dan de rest van de wereld

Banken: ~USD 708 mld aan afschrijvingen t.g.v de crisis per december 2008...

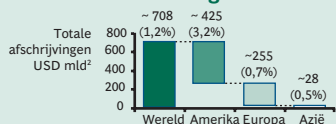


Verzekeraars: ~USD 143 mld aan afschrijvingen t.g.v de crisis per december 2008...

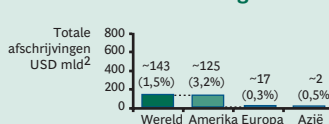


Afschrijvingen bij AIG en AMBAC met name bepaald door kredietactiviteiten. (CDS¹ en kredietverzekeringen)

...tasten VS regio meest aan



...tasten VS regio meest aan



1. Credit Default Swap: een termijncontract waarmee de kopers zich verzekeren tegen een waardedaling van bedrijfsobligaties bij faillissement
2. Percentage geeft afschrijving t.o.v. activa weer
Noot: Afschrijvingen ten gevolge van de kredietcrisis per 1 december 2008; Bron: Afschrijven uit Bloomberg, 1 december 2008; BCG-analyse

Een groot deel van de US\$ 143 miljard die verzekeraars afboekten, kwam voor rekening van één speler: AIG schreef US\$ 61 miljard af. Het ging hier overigens om bancaire activiteiten in financiële derivaten (met name Credit Default Swaps) en niet om verzekeringen. Europese verzekeraars schreven in totaal 'slechts' US\$ 17 miljard af.

De afschrijvingen tot nu toe bij verzekeraars werden dus voor een groot deel veroorzaakt door handel in financiële derivaten door enkele partijen. Echter, ook in het kernbedrijf zijn afboekingen gemaakt en kunnen er nog meer volgen. Deze afboekingen zijn hoofdzakelijk veroorzaakt door aandelenportefeuilles die niet afgedekt waren tegen een sterke koersval (de meeste verzekeraars hadden de 'hedges' hiervoor overigens wel op orde) en door een marktbrede onderschatting van kredietrisico op (asset backed) obligaties en 'counterparty' risico (het risico dat een grote tegenpartij omvalt).

Ook in de verzekeringsmarkt zijn dus wel degelijk grotere risico's aangegaan dan goed was. De (vaak kortetermijn-) focus op hoge rendementen van alle belanghebbenden werkte dit in de hand:

- Polishouders (vaak geholpen door tussenpersonen)

eisen een hoog rendement en tegelijk denkbeeldige lage risico's. Als dat niet wordt aangeboden, stappen ze over naar een concurrent die dat wel biedt of naar beleggingsfondsen of bankproducten. Dit geldt voor de individueel levenmarkt, maar met name voor collectief levenproducten, waar pensioenadviseurs de operationele vergoedingen en de risicopremies heel laag proberen te houden. Dit heeft als gevolg dat verzekeraars alleen kunnen compenseren met hoge vermogensrendementen en door navenant hogere risico's aan te gaan. Deze effecten spelen vooral als het behaalde rendement al jaren hoog is, en iedereen zijn graantje mee wil pikken. Het bijbehorende risico kan dan onderschat worden (ook door de klanten).

- Aandeelhouders willen een hoog rendement voor het genomen risico (het garanderen van rente aan klanten).
- Managers willen graag grote en succesvolle instellingen leiden, het beter doen dan hun collega's en als de meest bekwame manager worden beschouwd. Ze moeten goede rendementen behalen om klanten aan te trekken en aandeelhouders met hoge winsten tevreden te

houden. Wij geloven niet dat dat alleen gedreven zou zijn door bonussen en beloningen, zoals we uiteen hebben gezet in het aparte tekstkader 'de bijdrage van het management aan de kredietcrisis'.

Juist verzekeraars moeten ook op de lange termijn zekerheid bieden, om hun rol als veilige haven in een wereld vol risico's te kunnen waarmaken. Het langetermijnperspectief omvat verschillende bubble-cycli en crisisperiodes. Het totale vermogen van een onderneming moet voldoende zijn om het dieptepunt van de crisis te kunnen overleven en te kunnen floreren in betere tijden. Solvabiliteitseisen dienen om te toetsen of verzekeraars ook op lange termijn aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Vooral deze sector moet zich dus wapenen tegen de erg menselijke valkuil om te korte termijn gericht te zijn. Dit geldt voor zowel klanten als investeerders als het management zelf.

De crisis treft levensverzekeraars structureel harder dan schade- en zorgverzekeraars. Zij hebben namelijk de hoogste leverage (veel assets ten opzichte van het eigen vermogen, in een verhouding van 12:1) op de balans (zie figuur 9). Door deze verhouding betekent een 1% daling in de waarde van hun assets dat het eigen vermogen met 12% daalt. Daarnaast bieden ze hoge garanties (vooral in collectief leven contracten) met hoge risicoprofielen en hebben ze, omdat de contracten veelal een zeer lange duur hebben, maar beperkt de mogelijkheid om prijzen te verhogen om zodoende hun reserves weer aan te

Rol van de consument

Onze maatschappij beschermt, terecht, consumenten tegen fraude en misleidend gedrag van bedrijven. Deze consumentenbescherming lijkt soms echter over het hoofd te zien dat iedere beslissing in het leven een mate van risico met zich meebrengt en dat de persoon die een geïnformeerde beslissing neemt, ook (een deel van) dit risico zou moeten dragen. Indien de consument (een deel van) de risico's zou dragen, zou hij/zij waarschijnlijk een toenemende voorkeur krijgen voor langetermijnzekerheid versus kortetermijnrendement. Om dit positieve effect te waarborgen, moeten financiële diensten een hoge transparantie hebben zodat het nemen van geïnformeerde beslissingen mogelijk is. Transparantie bestaat onder andere uit begrijpbare informatie rond distributiekosten, risico en rendement van het product.

sterken. Zorg- en schadeverzekeraars hebben wel de mogelijkheid jaarlijks hun prijzen aan te passen voor de gehele portefeuille. Op het moment dat de gehele sector in de problemen komt, zullen de prijzen voor alle klanten dus ook direct worden verhoogd.

Doordat de polissen bij levensverzekeraars zulke lange looptijden hebben, kunnen verzekeraars deze gebruiken om opgedane verliezen in de daarop volgende jaren weer goed te maken.

De bijdrage van het management aan de kredietcrisis

De rol van bonussen en overige financiële prikkels binnen het ontstaan van de financiële crisis komt vaak ter sprake als een van de belangrijkste oorzaken van de kredietcrisis en daarmee als een van de belangrijkste oplossingrichtingen. Wij geloven wel dat de hoogte en structuur van beloningen een rol gespeeld hebben bij het ontstaan van de crisis, maar dit moet wel in de juiste verhouding worden gezien tot andere prikkels die het handelen beïnvloeden van het management en de druk die aandeelhouders en ook klanten uitoefenden om hoge rendementen te behalen.

De beloning van het management van met name zakenbanken was soms dusdanig hoog dat het zeker een van de redenen was om hoge risico's aan te gaan. De beloning was immers scheef. Het was niet ongebruikelijk dat bij succes beloningen van (tientallen) miljoenen dollars werden uitgekeerd terwijl het management bij verlies dergelijke bedragen niet hoefde terug te betalen. Daarnaast geldt dat de beloningen een focus op de korte termijn bevorderden, terwijl risico's per definitie een langetermijnfocus vereisen. Ook de beloningsstructuur van bijvoorbeeld hypotheekverkopers in de Verenigde Staten heeft tot veel misstanden geleid doordat er veel te verdienen was door een verkoop 'erdoor te drukken', ook als de financiële positie van soms onwetende klanten dat totaal niet toeliet. In

de verzekeringssector waren de beloningen echter in het algemeen niet zo extreem, al bestonden daar ook zeker excessen zoals bij het eerder genoemde AIG.

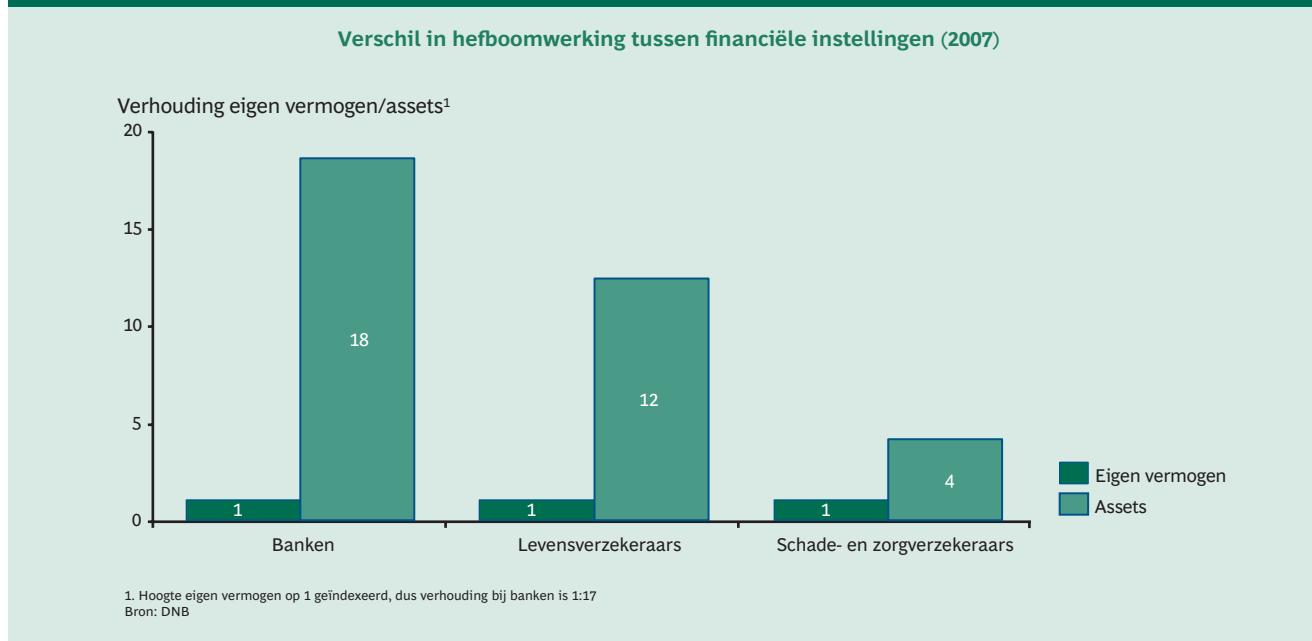
We moeten de rol van bonussen en financiële prikkels als reden achter de crisis echter niet overschatten (wat overigens niet wegneemt dat de bedragen soms absurd hoog zijn wat logischerwijs tot een gevoel van 'oneerlijkheid' heeft geleid). De bonusbedragen op zichzelf staan in geen verhouding tot wat er verloren is gegaan en ook in termen van prikkels zijn er andere belangrijke redenen die het handelen van het management bepalen zoals hieronder wordt beschreven. Zoals we in het tweede hoofdstuk beschreven, hebben macro-economische factoren, en met name de lage rentestand van de afgelopen jaren, de crisis in eerste instantie veroorzaakt.

Om het handelen van individuen en daarmee het management te verklaren is het nuttig bonusstructuren nader te bestuderen en aan te passen of te verbeteren. Zo is het bijvoorbeeld mogelijk langetermijndoelen beter te definiëren, de Raad van Commissarissen een actievere rol te geven of zelfs risicomangers actiever bij het beoordelen van beloningsstructuren te betrekken (om te toetsen of die geen perverse prikkels bevatten). Dit type maatregelen is ook opgenomen in de adviezen van de commissie Frijns over dit onderwerp. Wel merkte de commissie op dat in Nederland de verhouding tussen topbeloningen en beloningen op lagere niveaus relatief laag is en dat ook de verhouding tussen het variabele deel van de beloning en het vaste deel in internationaal opzicht zeker niet hoog is.

Andere (psychologische) factoren zijn naar onze mening minstens zo belangrijk geweest in het handelen van het management:

- Slechts een paar jaar historische data gebruiken om op basis daarvan langetermijnprojecties te maken. Zeker na een lange periode van voorspoed lijkt het steeds moeilijker te accepteren dat het ook wel eens minder kan gaan. Dit geldt met name voor jongere mensen die eerdere crises niet (zo bewust) hebben meegemaakt.
- Overschatting van eigen voorspellingen: veel mensen verkondigden in de aanloop tot de financiële crisis dat de risico's ditmaal lager en beter gespreid waren. Dit bleek absoluut niet juist. Interessant genoeg toont onderzoek aan dat experts op dit gebied minstens zulke grote fouten maken als leken, maar dat ze alleen veel sterker overtuigd zijn van hun eigen gelijk (ze hebben immers 'bewijs' verzameld).
- Systematische onderschatting van negatieve scenario's: mensen zijn over het algemeen optimistisch en schatten daardoor bijbehorende risico's systematisch te laag in. In tijden van crisis kan overigens het tegenovergestelde optreden.
- Beslissingen en/of voorspellingen beperken ons blikveld: nadat een beslissing is genomen zien we de wereld vanuit het perspectief van deze beslissing (of de onderliggende voorspellingen) en kijken we vooral naar feiten die de beslissing bevestigen. In de praktijk bepaalt dit de manier waarop we naar de wereld kijken: twee jaar geleden bijvoorbeeld richtte iedereen zich op rendement, terwijl momenteel met name op risico wordt gefocust; beide manieren zijn hoogstwaarschijnlijk te eenzijdig.
- Overschatten van kortetermijnresultaten: sommige verzekeraars hadden hun positie niet 'gehedged' omdat deze dekking duur zou zijn en daarmee de kortetermijnwinstgevendheid in gevaar zou brengen. Dit is in lijn met het bekende en bewezen effect dat kortetermijnresultaat belangrijker wordt geacht dan het langetermijneffect. Zo ontvangen mensen liever vandaag EUR 100 dan volgende week EUR 105.
- Kuddegedrag door sociaal 'bewijs' en expertise: het is waarschijnlijk dat mensen het risiconiveau van bepaalde investeringen acceptabel vonden doordat vele andere verzekeraars dezelfde investeringen deden.

Figuur 9. Banken en levensverzekeraars kennen zeer hoge verhouding vreemd en eigen vermogen



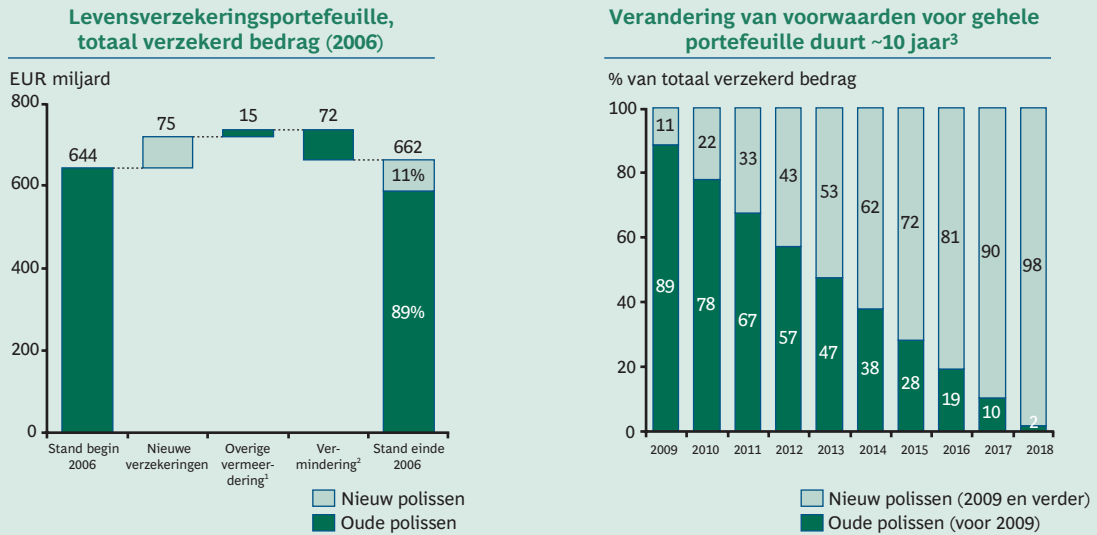
Dit geldt vooral voor traditionele gegarandeerde producten. Deze producten worden gekenmerkt door een grote hoeveelheid assets ten opzichte van het eigen vermogen op de balans van de verzekeraar en een aan klanten gegarandeerd rendement. Figuur 10 laat zien welk deel van de portefeuille jaarlijks wordt vernieuwd. Dit is dus slechts 11%, voor 89% bestaat de portefeuille uit polissen die al in het verleden zijn verkocht en waarvoor de prijsstelling en garanties al zijn vastgesteld. Aanpassingen in garanties en verhoging van de tarieven om de marges te verhogen en zo de solvabiliteit te versterken kunnen dus slechts zeer geleidelijk in de portefeuille worden doorgevoerd.

In de crisis leverden de niet-gegarandeerde levenproducten (Unit-linked producten) verzekeraars veel minder zorgen op omdat deze producten het risico van vermogensrendement aan de polishouder overdragen. Hoewel de problemen er niet minder door worden, is het risico expliciet voor de eindconsument en niet voor de verzekeraar. In Nederland werden deze producten helaas soms met onduidelijke beloftes en ontransparante en vaak hoge kosten (de zogenaamde ‘woekerpolisaffaire’) verkocht. Dit staat echter los van de kredietcrisis.

De crisis trof grote Nederlandse verzekeraars harder dan hun Europese collega's (figuur 11). Dit is met name te verklaren doordat Nederland een aantal gecombineerde instellingen kent met zowel verzekeringen als bankactiviteiten (SNS-Reaal, Fortis, ING). Dit model is elders in Europa en de wereld veel minder gebruikelijk. Daarnaast zijn de grote Nederlandse verzekeraars vooral actief in levensverzekeringen. Dit geldt zowel binnen Nederland, waar de levenmarkt relatief groter is dan in de meeste andere landen, als in de internationale activiteiten van met name Aegon en ING. Deze twee laatste spelers zijn ook partijen van formaat in de Verenigde Staten, het hart van de huidige crisis.

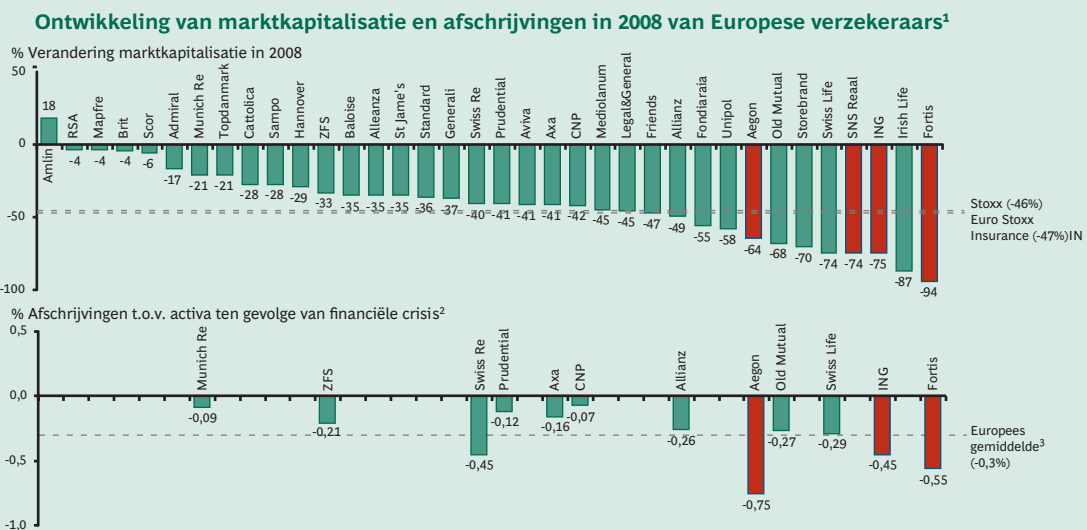
Toch kwam de solvabiliteit van Nederlandse verzekeraars, voor zover op dit moment bekend, nog niet echt in gevaar. Hoewel de gepubliceerde solvabiliteitscijfers verouderd zijn, hebben sindsdien geen verzekeraars aangekondigd insolvent te zijn. Een van de redenen hiervoor is dat de verzekeraars in de loop der jaren aanzienlijke solvabiliteitsbuffers hadden opgebouwd (> 250% einde 2007, oftewel 2,5 keer het minimum vereiste niveau). Wel heeft een aantal concerns staatssteun ontvangen, maar het is onduidelijk of dit nodig was om de Nederlandse verzekeraars te ondersteunen of vanwege bancaire activiteiten of verzekeraarsactiviteiten elders.

Figuur 10. Het kost ~10 jaar om polisportefeuille volledig te vernieuwen door beperkt aandeel nieuwe verzekeringen



1. Overgenomen portefeuilles, verhogingen en andere oorzaken 2. Overlijden, afloop, wijziging, afkoop, premievrijmaking en andere oorzaken
3. Uitgaande van 11% nieuwe verzekeringen per jaar en groei van verzekerd bedrag van 3% per jaar (o.b.v. historische gemiddelden)
Bron: DNB

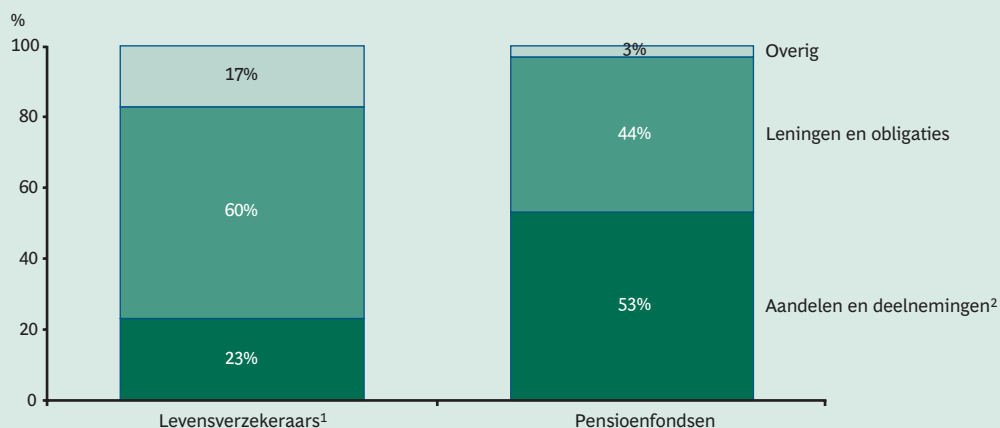
Figuur 11. Harde klappen voor Nederlandse verzekeraars niet verrassend door structuur¹ en blootstelling aan VS



1. Veelal bankverzekeraars, met een grote levensverzekeringsportefeuille en veel V.S.-activiteiten 2. Waardeverminderingen van Q3-07 tot Q3-08, totale assets 30/06/2008, data gebaseerd op Bloomberg-database (samengesteld uit regulatorische files, persberichten, door bedrijven gepubliceerde rapporten en openbare informatie over executives zoals winst conference calls); alleen voor beperkt aantal bedrijven beschikbaar 3. Zoals gepubliceerd in dec. 2008
Bron: Datastream; Bloomberg

Figuur 12. Pensioenfondsen kennen risicovollere allocatie van activa

Activa allocatie levensverzekeraars (risico verzekeraars) en pensioenfondsen (2007)



1. Exclusief unit-linked producten (waarbij risico bij polishouder ligt) derivaten; voor pensioenfondsen: 31% aandelen, 20% deelnemingen en 2% derivaten
2. Voor levensverzekeraars: 13% aandelen, 9% deelnemingen en 1%
Bron: DNB

De solvabiliteitscijfers van eind 2008 zullen hier meer duidelijkheid over bieden.

De financiële crisis heeft ook een duidelijke impact gehad op pensioenfondsen die in Nederland — naast de levensverzekeraars — een zeer belangrijke rol vervullen in de oudedagsvoorziening. Hun rol is echter wel een andere: pensioenfondsen voorzien in collectieve regelingen op basis van gestandaardiseerde producten, terwijl verzekeraars zich richten op meer maatwerk. De twee zijn dan ook complementair.

Door de collectieve gedachte zijn pensioenfondsen anders gestructureerd dan verzekeraars. Zo kunnen ze ten tijde van over- of onderdekking de premiehoogte aanpassen of besluiten wel of niet te indexeren voor inflatiecorrectie. Hierdoor hebben pensioenfondsen dus extra middelen om risico's te spreiden tussen deelnemers en door de tijd. Maar dat betekent dus ook dat de deelnemers zelf het risico nemen van tegenvallende prestaties (dan kunnen premies verhoogd worden en/of uitkeringen verlaagd door niet te indexeren), terwijl bij verzekeraars dit risico voor de verzekeraar is.

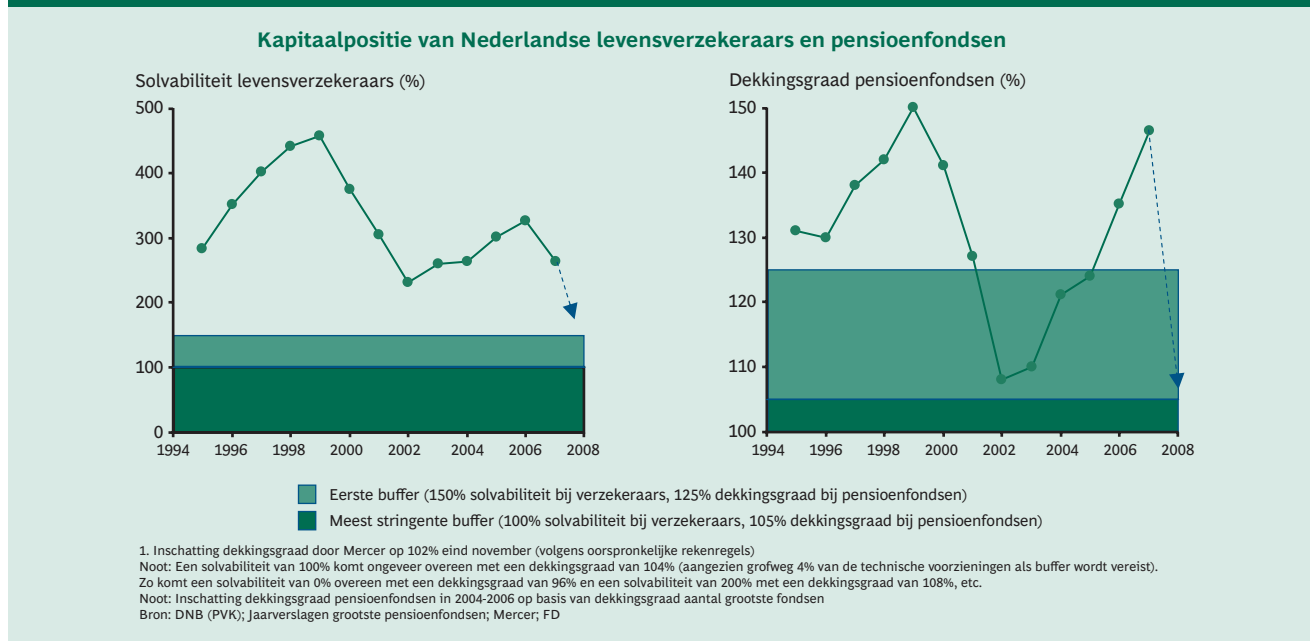
Toch trof de kredietcrisis juist pensioenfondsen sterk. Dit wordt mede veroorzaakt doordat ze gemiddeld een veel

agressiever risicoprofiel in vermogensbeheer hanteren, zowel door veel meer te beleggen in aandelen en deelnemingen (zie figuur 12) als door een naar verluidt veel beperktere hedging hiervan tegen grote verliezen.

Figuur 13 geeft de solvabiliteit van Nederlandse levensverzekeraars en de dekkinggraad van pensioenfondsen weer. Het is hierbij belangrijk ons te realiseren dat 100% solvabiliteit betekent dat de wettelijke minimum buffer voor onvoorziene omstandigheden nog precies voorhanden is (bovenop de technische voorziening die de aangegane verplichtingen afdekken) terwijl een 100% dekkinggraad van pensioenfondsen betekent dat de beschikbare middelen exact voldoende zijn om aan de nominale verplichtingen te voldoen (dus zonder indexatie), en er dus in het geheel geen buffer meer voorhanden is.

In deze grafiek zijn voor zowel de solvabiliteit als de dekkinggraad twee grenzen aangegeven. De eerste is de meest stringente buffer bij een solvabiliteit van 100% (het absolute minimum vereiste niveau binnen Solvency I) en bij een dekkinggraad van 105% (waaronder officieel sprake is van onderdekking). De tweede grens is een 'eerste buffer' bij een solvabiliteit van 150% (wat als een meer prudente ondergrens in Nederland wordt gezien)

Figuur 13. Kapitaalpositie van pensioenfondsen is veel meer volatiel dan van levensverzekeraars



en een dekkingsgraad van 125% (waaronder sprake is van een reservetekort en een pensioenfonds een plan moet indienen om binnen maximaal 15 jaar weer boven dit niveau te komen). Een pensioenfonds heeft in het algemeen een dekkingsgraad tussen de 135% en 150% nodig om volledig te kunnen indexeren.

De dekkingsgraad van pensioenfondsen toont een beduidend volatieler patroon dan de solvabiliteit van levensverzekeraars. Dit wordt gedreven door het eerder genoemde beleggingsprofiel, maar ook doordat pensioenfondsen hun verplichtingen moeten waarderen op basis van de geldende rente (een lage rente verhoogt de nu benodigde reserves om in de toekomst aan de verplichtingen te kunnen voldoen). Juist de sterke dalende rente van de afgelopen maanden heeft een grote invloed op de gedaalde dekkingsgraad bij pensioenfondsen terwijl ze de getoonde solvabiliteitsratio's van verzekeraars niet op deze manier beïnvloeden. De solvabiliteitspositie van pensioenfondsen (de dekkingsgraad) is sterk achteruit gegaan door de grotere blootstelling aan de verliezen op de aandelenmarkt en de lagere rente. Op 7 januari 2009 schatte Hewitt de totale dekkingsgraad van de sector op 105%⁷, precies het niveau waaronder sprake is van 'onderdekking'.

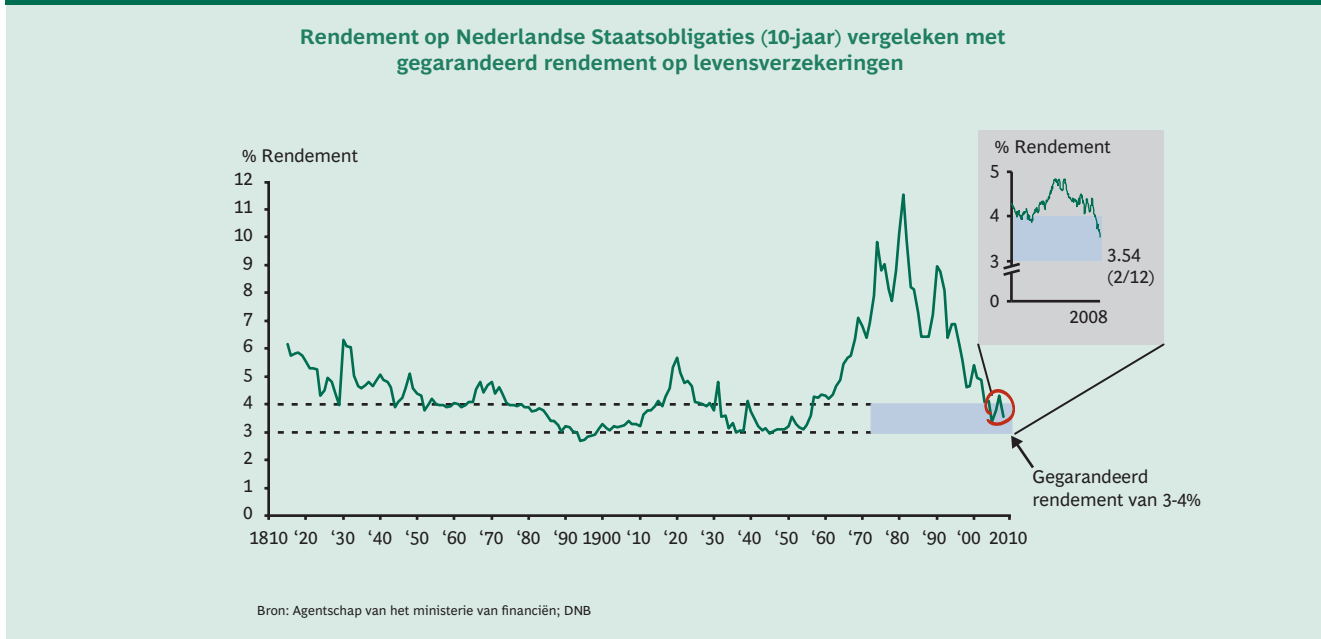
Ook de solvabiliteitspositie van verzekeraars zal naar alle waarschijnlijkheid in 2008 beduidend lager uitvallen dan in 2007. Eind 2007 was de solvabiliteit ~260%, ruim boven de doelsolvabiliteit van 150% en de DNB-ondergrens van 100%. Opvallend is dat de solvabiliteit in 2006 nog veel hoger was. Ook is wel duidelijk dat precies voldoen aan de doelsolvabiliteit in 2007 van 150% een niet echt sterke uitgangspositie zou zijn geweest om een situatie als de huidige crisis op te vangen (tenzij alle risico's volledig afgedekt waren geweest).

3.2 De recessie

De recessie zal de verzekeringssector naar verwachting nog meer hoofdpijn bezorgen en kan vooral de winstgevendheid van levensverzekeraars ondermijnen. Levensverzekeraars garanderen hun klanten doorgaans een rentepercentage en juist het behalen van een goed rendement zou de komende jaren moeilijk kunnen zijn. Allereerst verhoogt de recessie het percentage wanbetaling van obligaties waardoor rendementen bedreigd worden. Ten tweede zullen ook de rendementen

⁷ www.pensioenthermometer.nl

Figuur 14. Gegarandeerd rendement voor levensverzekeringen is orde grootte gelijk aan rendement op staatsobligaties



van andere assets mogelijk laag zijn en nemen door de hoge volatiliteit van koersen, de kosten van hedges tegen koersvallen juist toe. Het laatste en belangrijkste gevaar is dat de risicovrije rentetarieven⁸ de komende jaren zeer laag zijn en blijven (de 30-jaars staatsobligatie had ten tijde van dit schrijven een rente van rond de 3,5% en kort daarvoor zelfs even 2,5%).

Zoals figuur 14 laat zien, was de rente op staatsobligaties de afgelopen 40 jaar relatief hoog. Het is echter niet gezegd dat deze situatie terug gaat keren. Als een macro-economisch scenario als de Japan-crisis waarheid wordt, zullen de verzekeraars onder grote druk staan om extra rendement te realiseren boven een zeer langdurige zeer lage rente. Verzekeraars komen dan wederom voor uitdagingen te staan om relatief zeer hoge rendementen te behalen in hun vermogensbeheer, net als tijdens de lage rente periode voorafgaand aan de crisis.

Als dit niet haalbaar blijkt, kan dat, net als in Japan, ernstige gevolgen hebben. In Japan vielen tussen 1997 en 2001 acht verzekeraars om. Hierdoor werden 10 miljoen polissen geraakt met een waarde van ~10% van alle activa van de enorme Japanse levensverzekeringmarkt (de

tweede markt ter wereld na de Verenigde Staten). Voor alle betrokken polishouders werd het rendement significant verlaagd, ruim onder het oorspronkelijke gegarandeerde rendement. In het tekstkader “De crisis in Japan en het effect op verzekeraars” wordt dit verder toegelicht.

Uiteraard hoeft dit scenario zich nu niet voor te doen en is het ook niet bij voorbaat gezegd dat dit de gevolgen zouden zijn in Nederland. Toch geloven wij dat juist nu over een dergelijk scenario nagedacht moet worden om zo eventuele maatregelen te kunnen nemen om deze situatie op de langere termijn te voorkomen.

⁸ Voor zover er risicovrije beleggingsmogelijkheden zijn, wat te betwijfelen valt gezien de hoge schulden in de belangrijkste landen.

De crisis in Japan en het effect op verzekeraars

Veel verslaggevers vergelijken de huidige wereldwijde financiële en economische crisis met crises uit het verleden. Zo ook met het ineensinken van de markt in Japan tijdens de 90er jaren, veroorzaakt door het barsten van grote aandelenmarkt- en vastgoed-bubbles.

Laten we beginnen met een korte samenvatting van de Japanse crisis in de jaren 90 en haar gevolgen. Eind jaren 80 groeide het bruto binnenlands product (bbp) van Japan met meer dan 5% per jaar. De aandelenmarkt bereikte ongekende hoogte, de Nikkei 225 verdriedubbelde bijna van januari 1985 tot het hoogtepunt van 38.916 punten eind 1989. In de daaropvolgende val daalde de Nikkei tot onder 20.000 punten. De huizenprijsindex voor de grote Japanse steden piekte in 1991. In die tijd werd er breed verkondigd dat het stuk land met het paleis van de keizer even veel waard was als geheel Californië. De invoering van regulering op vastgoedleningen leidde tussen 1991 en 1993 tot een val van huizenprijzen van 25%. De markt voor onroerend goed kwam in een aanhoudende periode van prijsdaling, tot in 2006 de prijzen weer begonnen te stijgen. De ineensinking van de huizenprijzen versterkte de bankencrisis omdat Japanse banken veel hoge leningen in de vastgoedsector uit hadden staan.

Tijdens het begin van de jaren 90 groeide de Japanse economie langzaam. Van 1997 tot 2003 kon alleen deflatie een afname van het bbp voorkomen. Tegelijkertijd daalde de rentevoet sterk. In 1991 piekte de rente van de Bank of Japan nog op 6%, maar tegen 1995 was deze tot 1% gedaald en is sindsdien altijd onder dat punt gebleven. Deze lage rente heeft de wereldwijde krediet-bubble gevoed. Hedgefondsen, Japanse huishoudens en vele anderen over de gehele wereld namen kredieten in Yen om dit elders te investeren. Zij haasten zich nu om deze terug te betalen.

In eerste instantie reageerde de overheid beperkt op de financiële crisis, met name omdat ze dacht dat het aantal slechte leningen laag was, en het publiek sterke negatief zou reageren op reddingsoperaties van grote financiële instellingen. De maatregelen die uiteindelijk werden genomen (kapitaalinjecties en het opzetten van een opkooporganisatie voor slechte leningen) waren niet voldoende om de financiële crisis te keren. Tussen 1997 en 1998 stortten drie grote banken en twee effectenmakelaars in. Dit bracht de overheid en de Bank of Japan tot drastische beleidsmaatregelen, zij het redelijk laat. Het Financieel Vernieuwingsprogramma vereiste een zeer strikte beoordeling van de activakwaliteit van de banken. Dit bracht een deel van het marktvertrouwen terug. Daarnaast redde een door de overheid opgezet turnaround-fonds 41 bedrijven van de ondergang door de schulden op de balans over te nemen.

Ook voor de verzekeringssector was de crisis een omslagpunt. Na het uiteenspatten van de asset-bubble ontstond een groot gat tussen het gegarandeerd rendement aan de polishouder en het zeer lage rendement op activa. Ook al nam het gegarandeerd rendement af van 6,25% begin jaren 90 tot 1,5% in 2001, het rendement op staatsobligaties daalde harder. De lage rente werd gecombineerd met dalende huizenprijzen en zwakke aandelenmarkten. Verzekeraars werden gedwongen tot het nemen van hogere risico's om het gegarandeerd rendement te kunnen betalen. Niet alle verzekeraars waren succesvol, en gezamenlijk verloor de sector USD 11 miljard in 2001. Tussen 1997 en 2001 vielen acht verzekeraars om, waardoor 10 miljoen polissen, met een waarde van ~10% van alle activa van de levensverzekeringsmarkt van Japan, werden getroffen. Voor alle betrokken polishouders werd het rendement significant verlaagd, ruim onder het oorspronkelijk gegarandeerd rendement.

Deze situatie kan niet een-op-een geprojecteerd worden op de situatie in Nederland nu, zelfs niet als de rente langdurig laag zou blijven. Destijds was de beleggingsportefeuille van veel Japanse verzekeraars ronduit slecht te noemen. Dit neemt niet weg dat het scenario van langdurig lage rente ook in Nederland grote gevolgen kan hebben en dat een zeer goed begrip daarvan van cruciaal belang is.

Hoe de Nederlandse verzekeringssector versterken?

De Nederlandse verzekeraars hebben een belangrijke plaats in de samenleving omdat ze risico's overnemen en zo een veilige haven bieden. Deze rol verschilt sterk van de rol van de bank als bevorderaar van financiële markten. Ook verschilt de rol van verzekeraars duidelijk van die van pensioenfondsen. Deze bieden immers sterk gestandaardiseerde collectieve contracten om de oude dag te verzekeren, terwijl verzekeraars meer maatwerk leveren voor verschillende doeleinden.

Om deze reden geloven wij dat de lessen en adviezen voor verzekeraars zullen verschillen van die voor banken en pensioenfondsen. Tegelijkertijd moet er wel voor

gewaakt worden dat de concurrentieverhoudingen tussen deze partijen niet te veel worden verstoord.

Op basis van onze analyse van de crisis doen wij vier aanbevelingen om ook in de toekomst een stabiele en crisisbestendige verzekeringssector te behouden die een belangrijke rol in de Nederlandse maatschappij kan vervullen. Deze vier aanbevelingen sluiten goed aan bij de reeds lopende discussie rondom de exacte invulling van de wet- en regelgeving in Europa binnen 'Solvency II' (zie ook het kader "Solvency II en de crisis"). Ze brengen focus en verdieping op specifieke punten die naar onze mening cruciaal zijn voor een meer crisisbestendige sector in de toekomst.

Solvency II en de crisis

Met de geplande introductie van Solvency II wordt getracht de vereiste solvabiliteitsbuffers van verzekeraars beter aan te laten sluiten bij de daadwerkelijke risico's die zij lopen.

Solvency II bestaat uit drie belangrijke gebieden ook wel 'pijlers' genoemd. Pijler 1 bestaat uit de kwantitatieve eisen (hoeveel kapitaal moet een verzekeraar aanhouden). Pijler 2 gaat in op de kwalitatieve eisen en toezichtactiviteiten van een verzekeraar. Pijler 3 behandelt de marktdiscipline en toezichtrapportage.

Pijler 1 behandelt de technische voorzieningen, een minimale kapitaaleis (Minimum Capital Requirement of MCR) en een risicogevoelige kapitaaleis (Solvency Capital Requirement of SCR). Deze eisen weerspiegelen een aanpassing ten opzichte van het huidige beleid dat slechts ingaat op het verzekerrisico, en vereist dat alle typen risico worden meegewogen. Verzekeraars moeten kapitaal aanhouden vanwege marktrisico (het risico van een daling van de waarde van de beleggingen), kredietrisico (het risico dat partijen aan wie geld geleend is hun schulden niet meer kunnen betalen) en operationeel risico (het risico dat systemen niet meer functioneren of dat processen niet afdoende blijken te zijn om bijvoorbeeld fraude te voorkomen). Al deze risico's worden op dit moment in Solvency I niet afgedekt terwijl wel bekend is dat ze een grote bedreiging kunnen zijn op de solvabiliteit van een verzekeraar.

Pijler 2 dwingt verzekeraars om voldoende middelen toe te kennen aan het identificeren, meten en managen van risico's die zich in de toekomst kunnen voordoen. Dit moet ingevuld worden middels een zogenaamd "Own Risk and Solvency Assessment" (ORSA) proces. Daarnaast vereist pijler 2 dat de functies van risicomanagement, risico-modellering (voor interne modellen), compliance, interne audit en actuariële zaken afdoende worden ingevuld. Pijler 2 introduceert ook eisen aan de kennis en vaardigheden van het management. Ook bevat pijler 2 een zogenaamd "Supervisory Review Process" (SRP), die beschrijft dat de toezichthouder voor iedere verzekeraar bepaalt in hoeverre

zij voldoende kapitaal aanhoudt en of het risicomanagement en de governance-structuur adequaat zijn voor de soort, omvang en complexiteit van de betreffende verzekeraar. Op dit moment staat de rol van de toezichthouder van verzekeringsgroepen sterk ter discussie onder landelijke overheden, het Europese Parlement en de Europese Commissie. De kern van deze discussie is de vraag wat de rol is van de toezichthouder van financiële groepen die meerdere landen bestrijken ten opzichte van de rol van de toezichthouders in de landen waar de dochters van deze groepen zich bevinden.

Pijler 3 vereist dat verzekeraars meer transparant worden door meer informatie te delen en publiceren. Hierdoor wordt de markt doorzichtiger waardoor risico's beter begrepen worden en de concurrentie tussen verzekeraars wordt bevorderd.

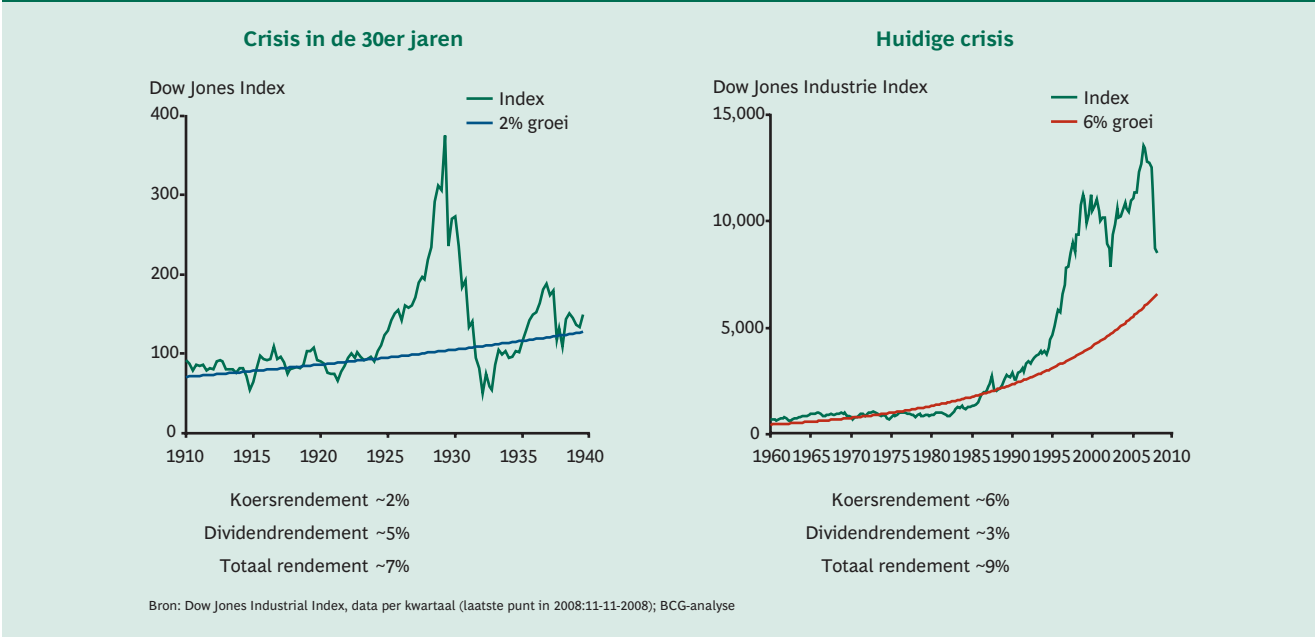
In onze opinie is Solvency II een zeer belangrijke stap in de juiste richting en had een eerdere introductie de implicaties van de crisis op sommige verzekeraars kunnen beperken. Onze aanbevelingen gaan niet tegen de in Solvency II ingeslagen richting in. Het is dan ook zaak de discussies rondom Solvency II voort te zetten en juist door middel van dat platform te werken aan de benodigde verbeteringen. De aanbevelingen brengen een focus aan binnen die discussie.

4.1 Focus op bubble-management, niet op crisismanagement

Als we kijken naar de aandelenbeurscrashes van de jaren 20–30 en de meer recente ontwikkelingen komt de vraag op of we te maken hebben met een crash of met een bubble. In dit opzicht is figuur 15 illustratief: het laat zien hoe de S&P 500 zich van 1910 tot 1940 en van 1960 tot 2008 ontwikkelde. Over de crisis in de jaren 30 wordt vaak gezegd dat de koersen van 1930 pas weer in 1954

gehaald werden. De koersen herstelden zich dus pas na 24 jaar. Dit toont aan hoe diep de crisis was. De figuur laat echter zien dat niet de diepte van de val bijzonder was, maar vooral de enorme stijging ervoor. De koersen stegen ver uit boven de gemiddelde groei van 2% koersrendement per jaar over de gehele periode. Dit percentage lijkt misschien laag in vergelijking met huidige percentages, maar juist in die jaren was het gebruikelijk relatief meer dividend te betalen (rond de 5%). Het beeld nu is niet veel anders; wederom valt het vooral op hoe

Figuur 15. Een crisis is de laatste fase van een bubble



hard de koersen recent zijn gestegen ten opzichte van een lijn van ongeveer 6% koersrendement (en een additionele 3% dividend). De koersval is dus vooral het einde van deze enorme bubble.

Deze constatering is belangrijk, omdat actie juist nodig is tijdens het ontstaan van de bubble. Er is op dat moment meer tijd voor en er zijn dan ook meer middelen beschikbaar. Maar er wordt dan wel aandacht gevraagd voor een mogelijk toekomstig probleem. De noodzaak in te grijpen lijkt dan minder relevant omdat op dat moment de bomen tot in de hemel lijken te reiken. Toch zijn er vaak wel degelijk indicaties dat een bubble zich aan het vormen is, zoals ongebruikelijk hoge aandelenkoersen of een sterk gestegen vastgoedmarkt.

Ook tijdens de bubble geldt dat het in het algemeen niet mogelijk zal zijn een crisis te voorkomen of een bubble te laten leeglopen. Niet door de verzekeringssector en in nog mindere mate door de Nederlandse verzekeringssector. Alle financiële markten zijn vandaag de dag met elkaar verweven en investeerders zijn wereldwijd actief. Stappen op nationaal niveau kunnen daarom het groeien van een bubble en daarmee de opmaat van een crisis niet voorkomen. De Nederlandse verzekeringssector zal zich daarom moeten richten op het beperken van de negatieve invloed van wereldwijde problemen. Dit kan door collectief niet in bepaalde risicovolle beleggingsinstrumenten te investeren, door risico's af te dekken (hedging) of door reserves juist tijdens de bubble te versterken.

De huidige crisis toont aan dat de positie van verzekeraars tijdens de bubble uiteindelijk bepaalt hoe groot de impact van die crisis op hen zelf is. Immers, als de crisis eenmaal een feit is kunnen posities in risicovolle assets zeer moeilijk afgebouwd worden (of tegen een zeer lage prijs), nemen de kosten van hedging sterk toe en is ook het aantrekken van nieuw kapitaal zeer problematisch en/of duur.

Om hier al tijdens de bubble actief op in te spelen moeten twee stappen gezet worden: allereerst is begrip nodig om te weten waar het rendement vandaan komt en welke risico's ermee gemoeid zijn en ten tweede moet actie ondernomen worden door dit risico in te perken of af te dekken.

Voor het begrip van bubbles moeten zowel het management als de toezichthouder zorgvuldig aandacht

Verzekeraars moeten niet enkel vertrouwen op kredietbeoordelaars

Er is veel kritiek op de rol van kredietbeoordelaars (rating agencies) en op hun beloningsstructuur (betaald door de partijen die ze beoordelen) bij het inschatten van de risico's van samengestelde financiële producten. Dit is naar onze mening terechte kritiek. Echter, ook verzekeraars hebben zelf, als professionele investeerders, een rol om de activa die zij kopen en het bijbehorende risico te beoordelen. Als zij gebruik maakt van de diensten van een derde partij heeft ze dus de verantwoordelijkheid ook deze zelf te toetsen. Het is daarom niet terecht de 'schuld' geheel of zelfs met name neer te leggen bij de onvoldoende goede risico-inschattingen van kredietbeoordelaars.

besteden aan die onderdelen die het erg goed doen (hoge winst en/of hoge groei). In het algemeen krijgen echter de onderdelen waar de (reeds onderkende) problemen zitten de meeste aandacht van zowel risicomangers als het algemeen management en de toezichthouder. Hier zijn de risico's dan ook veel beter doorgrond dan in de goed draaiende en hard groeiende onderdelen. Juist succesvolle onderdelen kunnen nieuwe typen risico bevatten die nog onvoldoende begrepen worden. Deze risico's zijn nog niet geprijsd, hier lijken de winstmarges (na risicokosten) dus veel hoger dan ze in werkelijkheid zijn.

Dit heeft dus ook implicaties voor de gesprekken tussen het management en de toezichthouder. Deze zouden meer gericht moeten zijn op steronderdelen van de bedrijven en niet alleen op probleemgebieden. Bovendien moeten toezichthouders ook uitdagende langetermijnscenario's bespreken waarin bubbles uiteen kunnen spatten en de stabiliteit van de instelling bedreigd wordt.

Het tweede punt is tot actie overgaan, wat juist tijdens het ontstaan van de bubble moeilijk is. Het kan noodzakelijk zijn om in de bubble mee te gaan om winst te genereren en om te concurreren op de markt. Zomaar eenzijdig uitstappen uit bijvoorbeeld sterk stijgende aandelen is niet mogelijk, omdat klanten en aandeelhouders hoge rendementen eisen en ze anders hun geld elders onderbrengen. Wel kunnen risico's worden afgedekt door bijvoorbeeld te hedgen of door solvabiliteitsmarges op te laten lopen. In Nederland hadden de meeste verzekeraars koersverliezen op de aandelenmarkt overigens (gedeeltelijk) afgedekt en hun solvabi-

liteitsmarge was duidelijk toegenomen tijdens de bubble.

De huidige situatie roept wel de vraag op of de huidige acties voldoende waren, hoe dit in de toekomst ook te doen en in hoeverre dit alleen op initiatief van de verzekeraars moet zijn of dat de toezichthouder hierin een meer actieve rol moet spelen. De volgende adviezen gaan hier verder op in.

4.2 Risico-rendementafwegingen zijn de verantwoordelijkheid van ieder lid van de Raad van Bestuur van een verzekeraar

Het voorbeeld van AIG kan dit punt toelichten. AIG was actief in de markt van kredietderivaten, producten die eigenlijk voornamelijk door banken worden aangeboden en die beleggers bescherming bieden als hun obligaties niet afgelost kunnen worden als gevolg van faillissementen. AIG Financial Products Corp, de (bancaire) afdeling bij AIG die zich hiermee bezig hield, vertoonde goede marges en een enorme groei. De portefeuille groeide in een paar jaar tijd tot US\$ 600 miljard aan 'exposure' in deze derivaten. In de Wall Street Journal van 31 oktober 2008 wordt melding gemaakt van een specifiek risicomodel dat gebruikt werd om de risico's van deze portefeuille te beoordelen. Dit model zou naar verluid de risico's beoordelen dat de kredietderivaten zouden moeten uitbetalen. Het model zou echter expliciet geen rekening gehouden hebben met een situatie waarin meer kapitaal in het betreffende bedrijfs onderdeel 'AIG Financial Products Corp' moest worden aangehouden als extra waarborg als gevolg van een afname van de waarde van de achterliggende obligaties of een daling in de rating van AIG groep. Dit is wel exact wat er gebeurde: door een lagere rating van AIG groep moest AIG als onderpand meer kapitaal naar deze afdeling sluisen (een extra waarborgsomstorting of 'margin call'). Dat geld was simpelweg niet vrij voorhanden in de groep. Zo ontstond een direct liquiditeitsprobleem bij AIG.

De vraag is nu of het management zich realiseerde dat dit risico-onderdeel geen deel uitmaakte van de modellen en de hoogte van dit specifieke risico onderschatte, of het simpelweg niet wist en de uitkomsten van het model als de gehele waarheid rondom de risico-inschatting van deze portefeuille zag.

In beide gevallen is de conclusie dat het management de risico's onvoldoende begreep. Dit voorbeeld toont de problemen die, weliswaar in veel mindere mate, ook bij andere verzekeraars aanwezig waren. In de verzekeringssector hebben met name kredietrisico van obligaties en tegenpartijrisico, en naar verluid voor enkelen ook het (onafgedekte) marktrisico van koersdalingen, tot onverwachte waardedalingen van assets geleid. Leden van de Raad van Bestuur vertrouwden op risico-experts en de risicomodellen zonder de beperkingen volledig te begrijpen.

Wij geloven dat een aantal algemene lessen uit dit voorbeeld kan worden getrokken. De belangrijkste les is dat de afwegingen tussen risico en rendement een integrale verantwoordelijkheid is van ieder lid van de Raad van Bestuur⁹. Dit betekent dat ieder lid zowel risico als rendement voldoende moet begrijpen. Concreet betekent dit wat ons betreft dat risicobeslissingen niet volledig gedelegeerd kunnen worden naar een gespecialiseerde risicoafdeling. Risicomanagement blijft een kerntaak van de gehele Raad van Bestuur. Als de Raad van Bestuur de producten of investeringen niet voldoende begrijpt, zou van deze producten of investeringen moeten worden afgezien.

Voor de risicoafdeling betekent dit dat zij de Raad van Bestuur moet ondersteunen met begrijpelijke informatie. De afdeling blijft risicoanalyses met risicomodellen ondersteunen, maar het is onvoldoende alleen de uitkomsten te presenteren. Alle leden van de directie moeten de aannames en ook de beperkingen van de modellen begrijpen. Dit betekent dat, waar mogelijk, gewerkt moet worden aan simpelere modellen, dat er expliciete uitleg moet zijn aan het algemeen management hoe deze modellen in elkaar zitten en dat er meer aandacht moet zijn voor extreme situaties en voor datgene wat niet in het model zit.

Zogenaamde stress-tests kunnen extreme situaties toetsen en de implicaties daarvan laten zien. Om aandacht te geven aan risico's buiten de modellen, kan men werken

⁹ Er zijn wat ons betreft uitzonderingen mogelijk op deze regel. Zo kan het zijn dat één lid bijvoorbeeld verantwoordelijk is voor marketing of verkoop zonder een diep begrip te hebben van actuariële modellen en risicomodellen. Echter, deze persoon moet dan ook geen zeggenschap hebben over bijvoorbeeld grote asset investeringsbeslissingen. Daarnaast moet deze persoon wel de risicogevolgen van de beslissingen in het eigen domein begrijpen en meewegen.

met scenario's die een situatie beschrijven waarin de verzekeraar in de problemen zou komen. Dit scenario mag allerlei typen risico's en problemen bevatten, ook (en juist) diegenen die niet in de risicomodellen zijn opgenomen. Dat betekent dat er actief op zoek gegaan wordt naar de situaties waarin de verzekeraar het moeilijk krijgt. Ten slotte is er de mogelijkheid war games uit te voeren om zo te testen hoe de verzekeraar zich houdt in extreme omstandigheden.

In al deze gevallen is de wisselwerking tussen de business sense van de algemeen managers en de rekenvaardigheden van de actuarissen en risicomangers cruciaal. Door dit samen te brengen en actief te proberen elkaar te begrijpen en te toetsen, wordt de beste afweging gemaakt. Op het moment dat de Raad van Bestuur beleggingsrisico's niet begrijpt, moet zij besluiten er niet in te investeren.

Om dit proces goed te laten verlopen is het van belang dat groepsgedrag voorkomen wordt en dat het risico-management een prominente en zo onafhankelijk mogelijke rol heeft. Dit kan ondersteund worden door te zorgen dat individuele leden van de Raad van Bestuur over risico-rendementafwegingen kunnen oordelen. Het is de taak van de voorzitter zich ervan te gewissen dat dit daadwerkelijk het geval is. De Raad van Commissarissen ziet toe op de risico-rendementafwegingen en zal dus ook zelf deze materie goed moeten begrijpen. Zoals aangegeven in de vorige aanbeveling, gaat het zowel om discussies over onderdelen waar duidelijke problemen zijn als de onderdelen waar het juist heel voortvarend lijkt te gaan. Deze zelfde logica geldt overigens voor de individuele leden van management teams van lagere entiteiten die discussies met de leden van de Raad van Bestuur over dit onderwerp moeten kunnen voeren.

4.3 De toezichthouder moet indien nodig activistischer handelen

Tijdens de laatste bubble signaleerden sommige toezichthouders de risicogroei binnen bedrijven en waarschuwden zij bedrijven hiervoor. Desondanks werden geen aanvullende maatregelen genomen. Er kwamen bijvoorbeeld geen eisen voor extra benodigde risicobuffers en er kwam geen verbod verder te groeien in een bepaalde asset die als een 'bubble' werd gezien.

Naar ons idee is op zijn minst een geloofwaardig dreigement van ingrijpen noodzakelijk in tijden waarin

de bubbles groeien. Als de toezichthouder geen concrete acties vereist, zullen individuele spelers belangrijke maatregelen die voor alle spelers in de markt gezamenlijk rationeel zijn (zoals het opbouwen van extra kapitaalreserves) individueel soms niet nemen. Immers, wanneer een enkele speler deze maatregelen zou nemen, brengt hij zijn concurrentiepositie in gevaar. Hij zou dan namelijk een lager rendement bieden voor de klanten en/of de kapitaalverschaffers. De kans bestaat dan dat deze hun geld elders onderbrengen.

Wij geloven dat de logica van het managen van bubbles daarom ook belangrijke consequenties heeft voor de rol van de toezichthouder, juist in die ontstaansperiode. Toezichthouders zouden moeten focussen op bedrijven en/of producten met een hoge groei en/of een hoog rendement om zo de bijbehorende risico-rendementafwegingen te begrijpen. Op basis van dit begrip moeten ze, door middel van nieuwe richtlijnen, kunnen en bereid zijn te acteren richting de totale Nederlandse markt.

Zo kan gedacht worden aan hogere solvabiliteitseisen die eventueel aanpasbaar zijn, bijvoorbeeld als functie van waardeontwikkelingen op vermogensmarkten, om een koersterugval op te kunnen vangen. Een ander voorbeeld is het verbieden van te hoge investeringen in bepaalde assetcategorieën die als potentieel te risicovol worden gezien (zoals CDO's), of het verplicht afdekken van risico's van een te sterke waardedaling.

Voor het begrip van het ontstaan van bubbles zal de toezichthouder gesprekken aan moeten gaan met het management van bedrijven gericht op het integrale perspectief van rendement en risico, ook voor die producten die het juist zeer goed lijken te doen. Dit betekent nogal wat voor de toezichthouder, die dus een diepe kennis van de Nederlandse verzekermarkt moet hebben en een gesprekspartner van niveau moet zijn.

Het is van belang dat dit op een gecoördineerde manier gebeurt binnen Europa en bij voorkeur zelfs op mondiaal niveau. Het is dan ook noodzakelijk dat dit aspect voldoende nadruk krijgt in de op dit moment lopende discussie rondom Solvency II.

4.4 Een sterke kapitaalpositie voor Nederlandse werkmaatschappijen moet gewaarborgd blijven

Momenteel wordt het toezicht van verzekeraars hoofdzakelijk op nationaal niveau ingevuld: de juridische entiteiten die zich daar bevinden hebben te maken met lokaal toezicht. Dit geldt zowel voor lokale spelers als lokale dochters van internationale verzekeringsgroepen. Ook hun wettelijk benodigde kapitaalbuffers met betrekking tot solvabiliteit moeten lokaal worden aangehouden.

De huidige eisen met betrekking tot buffers zijn vastgelegd binnen 'Solvency I'. Wij vinden deze minimale eisen echter niet erg hoog. Ook de in Nederland gehanteerde buffer van een additionele 50% kapitaal lijkt beperkt, zeker als dit gezien wordt ten tijde van een bubble; als de Nederlandse verzekeraars ten tijde van de bubble 150% solvabiliteit hadden aangehouden (anderhalf keer de minimumeis), dan had dat mogelijk nu tot zeer zorgelijke situaties geleid. Gelukkig hielden verzekeraars veel meer kapitaal aan; eind 2007 was de gemiddelde solvabiliteit ruim 2,5 keer het minimale vereiste niveau.

In de plannen voor Solvency II zullen de minimum solvabiliteitseisen opnieuw worden vastgesteld. Binnen Solvency II zal onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds SCR (Solvency Capital Requirement) die het niveau van kapitaal aangeeft dat een verzekeraar moet aanhouden om over een tijdshorizon van een jaar met een hoge mate van zekerheid (99,5%) aan alle verplichtingen te voldoen en anderzijds MCR (Minimum Capital Requirement) die een zogenaamd 'drop dead' kapitaal eis bevat waaronder de zwaarste toezichtmaatregelen in werking treden.

Op dit moment speelt de discussie of verzekeringsgroepen het solvabiliteitskapitaal van dochterondernemingen (zoals Nederlandse werkmaatschappijen) tussen het niveau van de MCR en de SCR centraal mogen aanhouden in plaats van lokaal als zij hiervoor in de plaats wel kapitaalgaranties afgeven van de groep aan de dochteronderneming. De MCR zal altijd op dochterniveau moeten worden aangehouden. Een dergelijke beweging is goed te begrijpen vanuit het perspectief van risicospreiding; immers door het kapitaal centraal aan te houden, worden risico's collectief ondervangen binnen de groep. De groep als geheel kan dan problemen in een

werkmaatschappij in een bepaald land opvangen. Ook biedt het een financiële groep de mogelijkheid diversificatievoordelen te behalen; op totaalniveau heeft ze dan minder kapitaal nodig dan de som der delen (het SCR-kapitaal voor de dochterondernemingen). In extreme situaties ontstaat echter het risico van besmetting: grote problemen in een werkmaatschappij hebben effect op de solvabiliteitspositie van de gehele groep. In dat geval zouden de andere werkmaatschappijen slechts beschikking houden over de MCR. Als deze MCR voldoende hoog is hoeft dat geen probleem te zijn, maar het is zeer de vraag of dat in de huidige plannen van Solvency II de intentie is.

Het voorbeeld van AIG toont aan dat voldoende (en afgeschermd) kapitaal in de juridische dochters van groot belang is: toen AIG in de problemen kwam door haar portefeuille in kredietderivaten, kon het geen beroep doen op het kapitaal dat zich in de aparte juridische werkmaatschappijen met klantgerelateerde verzekeractiviteiten bevond. AIG moest aankloppen bij de overheid. De werkmaatschappijen behielden zo hun eigen solvabiliteitsdekking. Zelfs als AIG groep ten onder zou zijn gegaan, waren deze juridische werkmaatschappijen en hun verzekerkanten niet extra in de problemen geraakt. Dit geldt ook voor bijvoorbeeld AIG Europe (Netherlands) N.V. die eigen reserves heeft en onder het toezicht van De Nederlandse Bank valt. Wij geloven daarom dat verzekeraars moeten garanderen dat iedere werkmaatschappij zeer solide gekapitaliseerd is en blijft¹⁰. Additioneel kapitaal kan uiteraard wel daar worden ingezet waar het de meeste waarde heeft. Binnen Solvency II kan dit op twee manieren worden ingevuld; oftewel door het volledige SCR-kapitaal op dochterniveau aan te houden of door ervoor te zorgen dat het niveau van MCR voldoende hoog is.

Deze logica geldt met name voor levensverzekeraars omdat daar het risico van een 'perfecte storm' waarin alle landen gelijk worden geraakt (zoals nu door de dalende waarde van assets) het grootst is.

Deze solide kapitalisatie op dochterniveau is ook van belang voor potentiële ondersteuningsmaatregelen die de Nederlandse overheid kan treffen ten tijde van te

¹⁰ Wat 'zeer solide' is zal de toezichthouder moeten bepalen. We kunnen ons voorstellen dat dit niveau afhangt van de tijd (vindt de toezichthouder dat er zich een asset bubble vormt?) en van de speler (denk aan verschillende risicoprofielen).

Verzekeraars zijn geen banken en dienen daarom ook anders behandeld te worden

Hoewel banken en verzekeraars als financiële instellingen vaak gezamenlijk onder één noemer geadresseerd worden en de scheidslijn op sommige punten ook inderdaad vervaagt, geloven wij toch dat zij fundamenteel van elkaar verschillen en daarom ook een andere benadering vereisen. Dit geldt op twee specifieke gebieden: de rol in het ontstaan van de crisis en de rol in de maatschappij.

1) De rol in het ontstaan van de crisis: Banken hebben een actieve rol gespeeld in het ontstaan van de crisis door kredietstandaarden voor het lenen van geld te versoepelen en zo bijvoorbeeld veel sub-prime hypotheekleningen te verkopen. Daarnaast verpakten zij deze leningen tot Asset Backed Obligaties, die weer werden doorverkocht aan derden. Ook waren zij ook de belangrijkste spelers in de nieuw ontstane krediet-derivatenmarkt (credit default swaps) die de risico's van verliezen op bijvoorbeeld Asset Backed Obligaties afdekken. Verzekeraars hebben met name een rol gespeeld door deze producten te kopen als onderdeel van hun vermogensbeheer zonder de bijbehorende risico's op waarde te schatten. Ook investeerden zij (samen met pensioenfondsen) soms agressief in bijvoorbeeld private equity- en hedgefondsen die op hun beurt bijdroegen aan de hoge schuldratio's en intransparantie van de sector. Daardoor speelden verzekeraars dus wel degelijk een rol, maar niet in verhouding tot die van de banken.

In de publieke beleving leken enkele verzekeraars, zoals AMBAC en AIG in de Verenigde Staten, hierop een uitzondering te vormen. Zij gaven namelijk garanties af op Asset Backed Obligaties. Dit deden zij echter niet in hun daadwerkelijke verzekeringsbedrijf maar op groepsniveau in speciale hierop gerichte (bancaire) onderdelen. AIG staat daardoor op plaats 20 in de lijst van spelers actief op de markt van kredietderivaten. De overige spelers in die lijst zijn banken.

De implicatie hiervan is dat bij toezicht op banken gedacht moet worden over maatregelen om asset bubbles in de toekomst te voorkomen door bijvoorbeeld procedures voor productlanceringen te verscherpen. Bij verzekeraars moet met name aandacht zijn voor regels met betrekking tot de aanschaf en risico-inschatting van dergelijke producten zodat ze beter zijn voorbereid als asset bubbles klappen.

2) De rol in de maatschappij: Banken vervullen een belangrijke rol in de maatschappij door de economie in zijn geheel te laten draaien. Ze trekken geld aan bij met name particulieren en lenen het uit aan bedrijven en individuen waar deze gelden het beste geïnvesteerd kunnen worden (op basis van een afweging tussen rendement en risico). Deze rol is maatschappelijk van groot belang en hoewel er het een en ander mis is gegaan de afgelopen jaren, zijn er geen andere partijen voorhanden die dit beter zouden kunnen doen. Het geld dat banken lenen is voornamelijk kort geld (direct opeisbaar) terwijl dit voor de leningen uiteraard niet geldt (dat zou voor bedrijven niet acceptabel zijn). Hierdoor is het vertrouwen in banken van cruciaal belang en is een 'bankrun' waarin particulieren hun gelden opeisen desastreuus omdat daarmee direct een liquiditeitsprobleem ontstaat.

Verzekeraars spelen een andere rol. Zij zijn een veilige haven in een maatschappij vol risico's. Voor levensverzekeraars betekent dit dat ze daardoor een meer langetermijnperspectief hebben: ze geven voor een langere periode garanties af. Dat betekent ook dat klanten niet tussentijds zomaar hun tegoeden kunnen ophalen. Verzekeraars hebben dan ook bijna geen liquiditeitsrisico. Solvabiliteit (zijn er voldoende buffers om lange termijn aan de verplichtingen te voldoen) is voor hen veel belangrijker. Deze solvabiliteit wordt met name beïnvloed door de behaalde rendementen op het vermogensbeheer. Een van de grootste onderliggende risico's is dan ook dat de behaalde rendementen structureel lager zijn dan de afgegeven rendementsgaranties.

De implicatie hiervan is dat ondersteuningsmaatregelen als kapitaalinjecties door de overheid (ook tegen hoge marges) zeer waardevol kunnen zijn voor banken: ze versterken de buffers zodat particulieren weten dat zij zich geen zorgen hoeven te maken en dat hun geld veilig is bij die instellingen. In het algemeen zijn deze injecties slechts nodig voor een beperkte periode. Voor verzekeraars is het met name van belang dat, in geval van een zwakke solvabiliteit, er een veel langere periode is waarbinnen de verzekeraar haar positie weer kan versterken. Dat kan zijn doordat een te lage solvabiliteit tijdelijk geaccepteerd wordt (in lijn met de acceptatie van onderdekking bij pensioenfondsen) of door middel van kapitaalinjecties. Deze moeten dan echter wel verstrekt worden tegen een lage rente. Duur geld (met

een hoge rente) heeft geen nut omdat het de bezittingen weliswaar vermeerdert maar in een nog sterkere mate de toekomstige verplichtingen verhoogt die nu ook de afbetaling en rente op de lening bevat waardoor de situatie per saldo zelfs kan verslechteren. Op papier kan een dergelijke kapitaalinjectie er dus goed uitzien, maar in werkelijkheid helpt het niet echt.

krappe solvabiliteitsmarges in een crisis. Als zij de onderneming als totaal wil ondersteunen, is een kapitaalinjectie op groepsniveau zeer waardevol. Als de situatie zo serieus is dat zij alleen nog de tegoeden van de Nederlandse polishouders wil beschermen, is een injectie op werkmaatschappijniveau nodig en daarvoor is het van belang dat zich juist daar reeds zoveel mogelijk kapitaal bevindt.

Naast deze discussie rondom kapitalisatie speelt er een, gerelateerde, discussie rondom het toezicht voor verzekeringsgroepen. Binnen het huidige model van 'solo-plus-supervisie' vindt toezicht voornamelijk plaats op lokaal niveau (solo). Voor verzekeringsgroepen vindt er daarnaast (beperkt) toezicht plaats op groepsniveau als een extra toets (plus). Om tegemoet te komen aan meer harmonisatie worden op dit moment drie alternatieve modellen bediscussieerd: toezicht in groepen van toezichthouders uit alle landen waar het financiële conglomeraat actief is (colleges of supervisors), ditzelfde model met een duidelijk leidende rol voor de toezichthouder uit het thuisland van het conglomeraat (group support supervision) of het volledig integreren tot één geïntegreerde Europese toezichthouder.

Om de huidige situatie van veel internationale verzekeringsgroepen te onderkennen en een zo efficiënt mogelijk model van toezicht op te zetten, is dit laatste model optimaal. Echter, zoals nu het geval is verschillen de markten binnen Europa enorm, zowel in typen producten, fiscale regimes als bijvoorbeeld in distributiekkanalen. Eén geïntegreerde toezichthouder die de 'rules of the game' overal vaststelt, klinkt dan wel optimaal, maar het is in de praktijk nog niet mogelijk om deze rol op een kwalitatief hoogwaardige manier in te vullen. Mocht er in de toekomst een daadwerkelijk Europese verzekeringmarkt ontstaan, dan is een Europese toezichthouder overigens wel degelijk logisch en gewenst. Dit is echter meer toekomstmuziek dan realiteit in de komende jaren.

De discussie spitst zich toe op de eerste twee genoemde

alternatieve modellen, 'colleges of supervisors' en 'group support supervision'. In december 2008 is onder voorzitterschap van Frankrijk besloten een paragraaf in Solvency II over group supervision te schrappen, Hierdoor zou ook het tweede alternatief als een minder waarschijnlijke uitkomst gezien kunnen worden. Het Franse voorstel heeft echter geen unanieme steun in het Europese parlement waardoor de discussie voort zal duren.

Wij zijn van mening dat lokaal toezicht voor verzekeringen cruciaal is en blijft. Zoals in de vorige aanbeveling is aangegeven, moeten toezichthouders actiever worden in het bepalen van wat wel en niet is toegestaan binnen een bepaalde markt. Ze moeten op deze manier garanderen dat te grote risico's worden vermeden en er wel een 'level playing field' binnen een markt blijft bestaan (de regels gelden immers voor alle spelers op die markt). Daarbij hoort dat toezichthouders ook de naleving van deze regels zullen moeten beoordelen. Hiervoor is een diepe kennis van de lokale markt en de spelers op die markt nodig.

Deze sterke rol van de lokale toezichthouder kan overigens zowel binnen het model van 'colleges of supervisors' als 'group support supervision' worden ingevuld, en leidt dus ook niet direct tot een keuze tussen de modellen maar geeft wel richting voor de invulling ervan.

Dit neemt niet weg dat er in de opzet en de structuur van toezicht veel meer geharmoniseerd kan en moet worden binnen Europa en indien mogelijk zelfs wereldwijd. IAIS en met name Solvency II in Europa willen harmonisatie in gang zetten en dat is naar onze mening zeer welkom en belangrijk. Wij geloven dus wel degelijk in een internationaal model van toezicht, maar bij voorkeur voornamelijk in een lokale uitvoering van dat toezicht.

Deze vier aanbevelingen moeten de verzekeringssector in de toekomst beter bestand maken tegen crises die het gevolg zijn van asset bubbles (en dat geldt voor veel

crises). De meest directe mogelijke crisis die wij voor ons zien is echter een andere: een zeer lange periode van lage rentestanden en lage rendementen die vooral voor levensverzekeraars grote gevolgen kan hebben. Dit zou een situatie zijn die vergelijkbaar is met de Japanse economische ontwikkeling sinds begin jaren negentig. De situatie zou juist voor levensverzekeraars zulke grote gevolgen hebben omdat zij veelal met gegarandeerde rendementen werken die dan dus moeilijk/niet gehaald kunnen worden. Ook kunnen deze garanties niet met terugwerkende kracht worden aangepast als het moeilijk wordt (daar zijn het immers garanties voor). Wat we daarom moeten voorkomen is dat we over 10 jaar terugkijken en constateren dat de rente en rendementen al die tijd laag zijn geweest, terwijl doorgegaan is met het afgeven van te hoge garanties aan klanten terwijl de solvabiliteitsreserves niet dusdanig waren aangevuld om dit op te kunnen vangen.

De vier aanbevelingen kunnen ook in licht aangepaste vorm worden toegepast op deze situatie:

1. Bubble-management: Het is weliswaar geen bubble, maar de conclusie om te denken aan een crisis voordat die zich voordoet is ook hier zeker van toepassing. Afwachten omdat dit toekomstscenario niet zeker is, betekent wel dat we straks zeker te laat zijn als het toch gebeurt.
2. Risico-rendementafweging: Ook hiervoor geldt dat elk lid van de Raad van Bestuur volledig op de hoogte moet zijn van de gevolgen van een structureel lage rentestand en lage rendementen voor de komende 10-15 jaar.
3. Toezichthouder: Voor individuele verzekeraars is het zeer moeilijk eenzijdige acties op te starten om bijvoorbeeld lagere garanties te geven of extreem hogere solvabiliteit aan te gaan houden om met dit toekomstscenario rekening te houden (bijvoorbeeld door prijzen te verhogen). De toezichthouder speelt hier daarom ook een rol. De toezichthouder kan bijvoorbeeld een niet al te hoog wettelijk maximaal gegarandeerd rendement vaststellen, met winstdeling daarboven als de resultaten hoger uitvallen. Maar er zijn ook zeker alternatieven te bedenken zoals een variabele garantie die gekoppeld is aan de rente of het geleidelijk opbouwen van solvabiliteit om een

dergelijke situatie op te vangen.

4. Kapitaalpositie Nederlandse werkmaatschappijen: Juist voor dergelijke extreme situaties is het van belang dat de kapitaalpositie van de Nederlandse dochters gewaarborgd is. Als om concurrentiële redenen in andere landen wel doorgegaan wordt met het afgeven van hoge garanties en ook daar de rente langdurig laag ligt, kan het niet zo zijn dat daardoor de tegoeden van de Nederlandse klanten in gevaar komen.

Wij hopen dat dit rapport en de aanbevelingen een aanzet vormen tot een brede discussie hoe de verzekeringssector ook in de toekomst stabiel te laten blijven. De kredietcrisis heeft een duidelijke invloed gehad op de sector, overigens zonder tot op heden te leiden tot het verlies van opgebouwde tegoeden van polishouders. Het is de plicht van de gehele sector de lessen te trekken uit deze crisis om zo te garanderen dat dit in de toekomst ook niet zal gebeuren. Alleen op deze manier blijft de verzekeringssector haar rol vervullen als een veilige haven in een wereld vol risico's.

Literatuurlijst

- Aegon (2007) "Annual Report 2007"
- Aviva (2007) "Annual Report 2007"
- Allen F. and D. Gale (2007) "Understanding financial crises", Oxford
- Artus, P. (oktober 2008) "Recent developments have made finance extremely pro-cyclical", Flash Economics, 470
- Autoriteit Financiële Markten (juni 2006) "Rapport Beleggingsverzekeringen"
- Autoriteit Financiële Markten (oktober 2008) "Feitenonderzoek Beleggingsverzekeringen"
- Bloomberg (CCRU - WDCI) (2008) "write-downs due to credit crunch"
- The Boston Consulting Group (Oktober 2008) "Collateral Damage: What the Crisis in the Credit Markets Means for Everyone Else"
- The Boston Consulting Group (oktober 2008) "Collateral Damage Part 2: Taking Robust Action in the Face of the Growing Crisis"
- The Boston Consulting Group (november 2008) "Collateral Damage Part 3: Asia, Advantage and Action"
- The Boston Consulting Group (december 2008) "Collateral Damage Part 4: Preparing for a Tough Year Ahead: The Outlook, the Crisis in Perspective, and Lessons from the Early Movers"
- Bureau of Economic Analysis (2008) "U.S. Economic Accounts"
- CEA and Mercer Oliver Wyman (2005) "Solvency Assessment Models Compared"
- CEIOPS (december 2007) "Financial Conditions and Financial Stability in the European Insurance and Occupational Pension Fund Sector 2006-2007"
- CEIOPS (mei 2008) "Spring 2008 Report on financial conditions and financial stability in the European Insurance and Occupational pension fund sectors 2007 -2008"
- CEIOPS (november 2008) "Report on issues regarding the Risk Management Standards on Asstes"
- CEIOPS (november 2008) "Report on its fourth Quantitative Impact Study for Solvency II"
- Centraal Bureau voor de Statistiek (2008) "Statline Database"
- Citigroup Global Markets (26 november 2008) "Turning to the Front Book: Examining Life Insurance Prospects in a Recessionary Environment", Industry Focus
- Coenberg, A. G. (2005) "Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse", Stuttgart
- Conference of insurance supervisory services of the member state of the European Union (december 2002) "Prudential Supervision of Insurance Undertaking"
- Corporate websites verzekeraars: Achmea, Aegon, Delta Lloyd, Fortis, ING, SNS Reaal, de Goudse Verzekeringen
- De Nederlandsche Bank (2008) "Monetaire en Financiële Statistieken Nederland"
- De Nederlandsche Bank (december 2006) "Visie DNB toezicht 2006 – 2010"
- Deloitte (oktober 2008) "IAS Plus."
- Dow Jones Indexes (2008) "Dow Jones Industrial Average Historical Performance"
- EFMA en Capgemini (2008), World Insurance Report 2008
- Ernst & Young (2008), "IFRS 7 in the insurance industry"
- Ernst & Young (2008), "Supplement to IFRS Outlook: reclassification of financial assets"
- Ernst & Young (2008), "Supplement to IFRS Outlook: reclassification of financial assets, part 2"
- Euler Hermes (2007) "Business insolvency Worldwide", Insolvency Outlook 2007, no. 2
- Eureko (2007) "Annual Report 2007"
- European Commission (2008) "Commission Regulation No.1004/2008 of 15 October 2008", Official Journal of the European Union, L275
- European Commission (2008) "The EU Single Market: Solvency and Solvency II", Internet-site
- European Commission (2007) " Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council concerning life assurance on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance Solvency II", COM (2007) 361
- European Commission (2008) " Amended proposal for a directive of the European Parliament and of the Council concerning life assurance on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance Solvency II", COM (2008) 119
- European Parliament (2007) "Taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance – Solvency II", reference: COD/2007/0143
- Federal Reserve (11 december 2008) "Flow of Funds Accounts of the United States, Q3 2008", Federal Reserve Statistical Release
- FitchRatings (29 mei 2008) "Accounting for Insurance Contracts: will fair value fix it?"
- Fortis "Annual Report 2007"
- Freeman M. and M. Fujiki (2001) "Why some Japanese Insurers are Failing", Emphasis, 2001/3
- HSBC (juli 2008) "European Insurance: Capital raising? Dividend cuts?"
- IMF (oktober 2008) "Global Financial Stability Report: Financial stress and deleveraging"
- IMF (september 2004) "Country Report 04/312, The Kingdom of the Netherlands"
- ING "Analist presentatie Q3 2008"
- ING "Annual Report 2007"
- International Accounting Standards Board (oktober 2008) "Reclassification of Financial Assets: Amendments to IAS 39 and IFRS 7"
- Jaarverslagen pensioenfondsen (2006): APB, Pensioenfonds Zorg & Welzijn, Pensioenfonds Metaal en Techniek, Stichting Shell Pensioenfondsen, BPF Bouw, Pensioenfonds van de Metaelktro, Philips Pensioenfondsen, Spoorwegpensioenfondsen, Stichting Pensioenfondsen ING, Rabobank Pensioenfondsen, Pensioenfondsen Grafische Bedrijven, ABN-AMRO Pensioenfondsen, Bedrijfspensioenfondsen vd Landbouw, Pensioenfondsen Vervoer
- Julie A. Burke (november 2008) "How Credit/Market Crisis Impacts Life Company Ratings", FitchRatings, The 19th annual executive conference for the life insurance industry nov 13-14, 2008
- KPMG (oktober 2008) "Reclassification to IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement"
- Montier, J. (2007) "Behavioural Investing", New York
- Mussweiler, T. and K. Schneller (2003) "What goes up must come down – How charts influence decisions to buy and sell stocks", Journal of Behavioral Finance, 4; 121-130
- Nomura (6 november 2008) "European Insurance: sector view"
- Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2008) "House Prices Indexes (Quarterly data)"

Reilly F. K. and K. C. Brown (2006) "Investment Analysis and Portfolio Management", Mason

Rockel, W., E. Helten, H. Loy and P. Ott (2005) "Versicherungsbilanzen. Rechnungslegung nach HGB, US-GAAP und IFRS", Stuttgart

Romeike, F. and M. Müller-Reichart (2008) Risikomanagement in Versicherungsunternehmen, Weinheim

Shirreff D. (2004) "Dealing with financial risk", Princeton

SNS Reaal (2007) "Jaarverslag 2007"

Staw et al. (1997) "Escalation at the Credit Window: A longitudinal study of banks executives' recognition and write-off of problem loans", Journal of Applied Psychology, 82; 130-142

Swiss Re (2008) "Sigma database"

Taleb N. N. (2007) "The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable", New York

Taleb N. N. (2005) "Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets", New York

Thomson Financial Datastream

U.S. Federal Reserve (2008) "Statistics: Releases and Historical Data"

Verbond van Verzekeraars (2008) "Verzekerd van Cijfers 2008"

Werth, L. (2004) "Psychologie für die Wirtschaft", Heidelberg

Zielke, C. (2005) "IFRS für Versicherer. Hintergründe und Auswirkungen", Wiesbaden

