

Gespreksverslag NN – 3 maart 2017

NN: Lard Friese - ceo, Karin de Jong - IR, Renske van der Goes – Legal.

VEB: Errol Keyner

Hoe past de beoogde overname van Delta Lloyd in de strategie van NN?

- Met deze transactie is een grote stap gezet op weg naar een duurzaam winstgevend business en om onze positie in Nederland en België verder te versterken. Dankzij de overname kan NN profiteren van schaalgrootte (vooral bij schadeverzekeringen en asset management), waarmee NN beter kan concurreren. Bovendien kan overhead worden verminderd door het samenvoegen van functies onder meer op het hoofdkantoor.
- De keuze was tussen de lead nemen in de consolidatie in Nederland en een transactie doen op onze voorwaarden, of afwachten wat de concurrenten doen. Consolidatie is namelijk onvermijdelijk en een breed gedragen oplossing in de verzadigde Nederlandse markt met veel concurrentie. *[De overname van Delta Lloyd is dus niet alleen een offensieve maar ook een defensieve stap, aangezien NN vermijdt dat een grotere concurrent ontstaat op de Nederlandse markt.]*
- NN had de financiële flexibiliteit dus was ook in de positie om het initiatief te nemen in de consolidatie in de Nederlandse en Belgische verzekerings- en asset management sector.
- Dit is een “in market deal”, waarbij NN zowel de businesses als de landen goed kent, zodat het vertrouwen in een succesvolle integratie en het behalen van de kostensynergiën groot is.
- De overname is een rendabele aanwending van overtollige kasmiddelen.
- *[Hoe bewaakt NN dat de overname inderdaad zal renderen?]* NN heeft duidelijke kostentargets geformuleerd (die publiek zijn), waarbij de kosten van de combinatie lager zullen zijn dan de som van NN en Delta Lloyd.

Waardoor is Delta Lloyd zo in de problemen gekomen in de afgelopen jaren: heeft Niek Hoek er als vorige ceo van Delta Lloyd een potje van gemaakt en was zijn opvolger Hans van der Noordaa te laat om het puin te ruimen, of is het juist omgekeerd en heeft Van der Noordaa het prachtige bouwwerk van Hoek kapot gemaakt?

- Het is aan Delta Lloyd om deze vragen toe te lichten.

Hoe kunnen beleggers beoordelen of het bod redelijk is en wat Delta Lloyd waard is, want jaarrekeningen van verzekeraars zijn voor buitenstaanders vrijwel onbegrijpelijk. Is Delta Lloyd echt zo'n koopje voor NN, of is er een goede reden voor de relatief lage prijs?

- NN Group heeft een uitgebreide analyse gemaakt op basis van publieke informatie inclusief de rights issue prospectus en vervolgens een intentie uitgesproken om een bod uit te brengen op €5,30 per aandeel, onder andere onder conditie van due diligence.
- Due diligence heeft uiteindelijk geleid tot een bod van € 5,40, waar in ieder geval bestuur en commissarissen van Delta Lloyd achter staan.
- *[Delta Lloyd was onder leiding van Van der Noordaa al veel conservatiever gaan ondernemen en boekhouden dan onder Hoek. Blijkbaar nog niet conservatief genoeg, want we zien een scherpere daling van de pro-forma solvency-II ratio van de combi NN/Delta Lloyd dan verwacht.]* Er zijn nu eenmaal grote verschillen tussen verzekeraars in de wijze waarop de balans wordt geconsolideerd, zelfs binnen solvency-II. NN waardeert conform haar maatstaven. Internationaal zijn die verschillen nog groter, omdat verzekeraars in veel andere landen meer tijd wordt gegund om te voldoen aan bepaalde richtlijnen. Op de lange termijn zal dat convergeren en worden de verschillen kleiner.

Gezien de vrijwel onbegrijpelijke jaarrekeningen en de verschillen in waarderingsmethodes, hoe is het nu überhaupt mogelijk voor beleggers zich een oordeel te vormen over een verzekeraar? Waar moeten beleggers dan wel op letten?

- Compositie van de onderneming (welke business units, welke markten en geografieën), zodat je in ieder geval weet wat de kern is van de activiteiten (leven, schade) van een verzekeraar.
- Hoe groeit een bedrijf: wanneer de focus puur op groei van marktaandeel of omzet ligt, is dat een rode vlag. Uiteindelijk moet kapitaal renderen.
- Cash genererend vermogen: hoeveel cash kunnen de dochters als dividend naar de holding sturen, en wat doet de holding met de cash.
- Gevoeligheid voor macro-economische ontwikkelingen (en de mate waarin de verzekeraar hierover transparantie betracht naar haar beleggers).
- Voor een belegger in een verzekeraar is de essentie niet het spel binnen Solvency-II om kapitaal vrij te spelen, maar om kapitaal te laten renderen en cash te genereren.
- Achtergrond management is ook een belangrijke factor, wat is hun ervaring en track record.
- Tot slot is naast de waardebeoordeling van een verzekeraar, natuurlijk de waardering op de beurs van belang.

Wat zijn de grootste zorgen van de ceo?

- Bovenal de innovatiekracht en de snelheid waarmee nieuwe producten en processen kunnen worden doorgevoerd. Er zijn tal van hele goede innovaties en initiatieven in de landen waar NN actief is maar best practice sharing gaat nog te traag.
- *[Wellicht zorgen de hoge financiële buffers voor achteroverleunen, waardoor er onvoldoende druk is om vaart te maken in binnen de organisatie?]* Nee, want we zorgen bewust voor interne schaarste (van middelen), maar desondanks moet de sense of urgency verder omhoog.
- Meer filosofisch zijn er zorgen over de rol van verzekeraars op de lange termijn versus de wijze waarop verzekeraars hun balans moeten waarderen. Door regelgeving moet de balans mark-to-market worden gewaardeerd, terwijl veel verzekeringsverplichtingen en de beleggingen die daartegenover staan illiquide zijn. Het mark-to-market waarderen van verplichtingen gegeven de lage rente beperkt uiteindelijk het productaanbod voor klanten. Is dat wenselijk?