

An te weinig voorbereidings-tijd kan het niet liggen. De regelgever is al meer dan een decennium bezig met de zogeheten Solvency 2-regels die ervoor moeten zorgen dat verzekeraars te allen tijde voldoende buffers hebben om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen.

Maar vier maanden voordat de regels definitief worden ingevoerd, blijkt er grote onduidelijkheid of verzekeraars wel ruim genoeg in hun jasje zitten om de Solvency-test te doorstaan.

Toezichthouder De Nederlandse Bank (DNB) vlooit nu door de de balansen van verzekeraars om alle risico's te begrijpen die samenhangen met de beleggingen en alle verplichtingen op polissen die ooit zijn verkocht. Tot eind dit jaar is onzeker of DNB de zogeheten "interne modellen" die verzekeraars gebruiken om bufferratio's te berekenen goed zal keuren.

Bij Delta Lloyd is het meest onzekerheid over de invoering van de nieuwe regels. Het aandeel halveerde nagenoeg in de weken nadat de cijfers werden gepubliceerd. In de kwartaalcijferpresentatie meldde ceo Hans van der Noordaa dat de Solvency 2-ratio *'slightly below the appetite range'* was. Die bandbreedte is 140 tot 180 procent. Het percentage zal dus iets onder de 140 liggen. Voorheen ging Delta Lloyd uit van een percentage aan de bovenkant van de range. Zeg een ratio van tussen 170 en 180 procent.

De twaalf analisten die aanwezig waren bij de presentatie van de kwartaalcijfers hadden eigenlijk maar twee vragen: hoe kan de solvabiliteit in één kwartaal met 30 procentpunt dalen en wat gaat Delta Lloyd doen om de balans te verbeteren. Op beide vragen kwam geen antwoord.

Op de beleggersdag in december moet meer duidelijk worden, zo liet een bestuurder van het concern weten. Delta Lloyd kwam

ook niet met een plan hoe het de vermogenspositie wil verbeteren.

SPECULEREN

In de tussentijd speculeren beleggers over maatregelen die genomen zullen worden om de balans te repareren. De verkoop van risicovolle activiteiten is dan één mogelijkheid. De verzekeraar zou zijn belang van 30 procent in Van Lanschot kunnen verkopen of een deel van de BBB-obligatieportefeuille (leningen met een redelijke maar niet de hoogste kredietwaardigheid) kunnen liquideren. Gezien het risico van deze activiteiten, zal de verzekeraar hier nu relatief veel kapitaal voor moet aanhouden.

Ook zijn beleggers bang voor een dividendverlaging – Delta Lloyd heeft aangegeven het dividendbeleid te "herzien". Beleggers vrezen zelfs voor een verwaterende claimemissie. De schattingen door analisten van het extra kapitaal dat nodig is om de balans te versterken, lopen uiteen van nul euro tot 1,3 miljard euro. Deze enorme bandbreedte geeft aan dat ook de experts in het duister tasten.

Het is kwalijk dat het bestuur de zorgen over de zwakke balans niet kan wegnemen, maar het gebrek aan openheid is enigszins te begrijpen. Delta Lloyd zelf moet ook afwachten of toezichthouder DNB akkoord gaat met de intern gebruikte berekeningsmethodes en modellen. Ook blijkt uit bronnen van de zakenkrant *Financial Times* dat de toezichthouders verzekeraars verbieden te veel te vertellen over het goedkeuringsproces.

Alle verzekeraars kampen met onzekerheid, maar Delta Lloyd is er het ergst aan toe. Van concurrenten Achmea (ratio 208 procent) en ASR (190 procent) is de bufferratio waarschijnlijk hoog genoeg om aan de nieuwe eisen te voldoen. Maar Aegon zit ook in de gevarenzone.

AMERIKA HELPT AEGON

Aegon verloor in de drie weken na

DE MEESTE VERZEKERAARS ZULLEN PAS IN NOVEMBER EN DECEMBER OPENHEID VAN ZAKEN GEVEN. DAT IS EIGENLIJK ONAANVAARDBAAR

de cijferpresentatie een kleine 20 procent van zijn waarde. De Haagse verzekeraar verlaagde de bandbreedte waar de bufferratio zal uitkomen van 150 tot 200 procent (gemiddelde 175 procent) naar 140 tot 170 procent (gemiddelde 155 procent). Een daling van 20 procent punt dus.

Vooral in het Verenigd Koninkrijk – verandering van aanname in de spread die verdiend wordt op beleggingen – en Nederland – er dient meer kapitaal aangehouden te worden voor hypotheekbeleggingen – is de bandbreedte voor Solvency 2-percentages laag te noemen.

Maar de problemen van Aegon lijken aanzienlijk kleiner dan van Delta Lloyd, omdat eerstgenoemde veruit het grootste deel van de inkomsten uit de Verenigde Staten haalt. De nieuwe Europese verzekeraarsregels raken de Amerikaanse activiteiten van Aegon niet waardoor de stevige Amerikaanse cashflow de holding in kan blijven stromen.

Hierdoor kon het dividend zelfs worden verhoogd – van 11 cent naar 12 cent – en heeft Aegon zelfs de intentie om aandelen in te kopen zodra er meer duidelijkheid is over

de impact van Solvency 2. Alles bij elkaar lijken de nieuwe regels dus minder problematisch voor Aegon.

VERDIENMODEL AANGEVRETEN

De ellende op de koersborden maakt het opmerkelijk dat het in het tweede kwartaal operationeel helemaal niet zo slecht ging met Delta Lloyd en Aegon. De bedrijven verkochten veel verzekeringspolissen.

De vraag is wel in hoeverre maatregelen om Solvency 2 het hoofd te bieden beleggers pijn zullen doen. Bij een verwaterende emissie is dat direct duidelijk: toekomstige winsten moeten worden gedeeld met meer aandeelhouders.

De inkomsten van een verzekeraar bestaan uit het verschil tussen het rendement dat gemaakt wordt op beleggingen van ontvangen verzekeringspremies en de uitkeringen die gedaan worden. Als Delta Lloyd minder gaat beleggen in risicovolle obligaties, de aandelenportefeuille afbouwt of Van Lanschot de deur uit doet, zal dit de verdien capaciteit onder druk zetten.

Dit betekent mogelijk lagere winsten, minder dividend en een terugval in waardering. Hoewel de grootste vrees van beleggers in de zwakke balansen zit, speelt ook een mogelijk lagere verdien capaciteit mee als verklaring voor de lagere beurskoersen.

BELEGGEN IN HET DUISTER

Beleggers in verzekeraars, maar vooral in Delta Lloyd, investeren de komende maanden in aandelen waarvan ze de waarde niet goed kunnen inschatten. De meeste verzekeraars zullen pas in november en december openheid van zaken geven op geplande beleggersdagen. Dat is eigenlijk onaanvaardbaar. Verzekeraars en De Nederlandsche Bank zullen aandeelhouders meer duidelijkheid moeten geven over de scenario's waarmee zij rekening moeten houden als de nieuwe vermogensregels van kracht worden. Ruim drie maanden wachten op extra informatie is slecht, voor alle partijen.