

## DE TIP

### voor de thuisbelegger

Het solvabiliteitspercentage volgens Solvency 2 is nu verreweg het belangrijkste getal voor de aandelenkoersen van de verzekeraars. NN heeft het op dat vlak het beste voor elkaar.

wacht dat in 2017 voor elkaar te krijgen. Hierdoor verbetert de buffer en hoopt Delta Lloyd leuke dingen te kunnen doen met het vrijgespeelde kapitaal.

Net als Aegon zegt Delta Lloyd zich weinig zorgen te hoeven maken met een buffer van nu ruim 150 procent. Nationale-Nederlanden is al helemaal relaxed met meer dan 240 procent. ASR zit er tussenin. Helaas zijn zelfs deze percentages te laag om gezapig achterover te leunen. Niet alleen kunnen buffers snel dalen [zie kader], maar De Nederlandse Bank zal echt niet pas met pijnlijke maatregelen komen zodra het minimum van 100 procent wordt bereikt. Delta Lloyd is inmiddels ervaringsdeskundige.

### DRINGEN

Bovendien is ook met een torenhoge buffer de vraag niet opgelost hoe de sector geld gaat verdienen.

Weinig beleggers begrijpen de jaarrekeningen met een ondoordringende balans en nietszeggende winstbegrippen van de verzekeraars. Maar voor zover de markt de kwaliteit van de gerapporteerde cijfers al vertrouwt, dan heeft ze weinig fiducia in de verdienkracht van verzekeraars. Het eigen vermogen per aandeel is veelal het dubbele van de aandelenkoers.

De verzekeraars willen het beleggersvertrouwen herwinnen en meer doen dan collectief de adem inhouden tot het lage rentetijdperk voorbij is. Solvency 2 is een gegeven en het dwingt verzekeraars meer kapitaal opzij te zetten voor risico's, waarmee de prijs ervan eindelijk zichtbaar wordt. Ze stappen daardoor over naar *capital light*-producten, zoals *defined contribution*-pensioenen. Ze verminderen risicovolle speculatie op rentemarges, maar gaan vermogens beheren voor een fee. Nu ze

zich allemaal in dezelfde richting begeven, wordt het dringen, wat de marges zal drukken. Volumens worden daarmee nog belangrijker, waardoor er uiteindelijk slechts plaats is voor een klein aantal spelers.

### KAPITAAL UITKEREN

In de tussentijd masseren verzekeraars zo veel mogelijk risico's weg en spelen ze kapitaal vrij. Daarmee is overtollig kapitaal de opvolger van winst, want dat kapitaal kunnen ze investeren in nieuwe business. Of indien de potentiële groeimogelijkheden niet rendabel zijn en de concurrentie te hevig, uitkeren aan aandeelhouders via dividend of aandeleninkoop.

Daarbij zou bij sommige verzekeraars een sterfhuisconstructie het meest lucratieve voor beleggers zijn: uitkeren van dividend totdat alle polissen zijn afgelopen. Dan is echt alle kapitaal uitgekeerd.

### KRIMPENDE BUFFERS

Buffers kunnen snel verdampen, onder meer door een verlaging van de Ultimate Forward Rate (UFR). Momenteel mogen Europese verzekeraars langetermijnverplichtingen contant maken met een kunstmatig hoge UFR van 4,2 procent. Na stevig lobbywerk verwacht de sector dat de verlaging beperkt blijft tot 3,7 procent, met kleine stapjes van maximaal 0,2 procent. Mocht de wereld echter een lange periode tegemoet kunnen zien van negatieve kortetermijnrentes en zeer lage (middell)lange rentes, zal uiteindelijk ook de UFR fors moeten dalen, met of zonder lobby.

toezicht en de regeldruk.

Delta Lloyd liep de meeste schade op met een ingestorte aandelenkoers en claimemissie, maar de nieuwe Solvency 2-regels doen allen pijn. De kleinste van de drie worstelt nog om (deels) een intern model te mogen gebruiken bij de bepaling van de buffers volgens Solvency 2, maar Delta Lloyd ver-