

De stabiliteit van financiële conglomeraten

Financiële conglomeraten nemen in de financiële wereld een steeds voornamere plaats in. Diversificatie van bank- en verzekeringsrisico's speelt een cruciale rol bij hun financiële gezondheid en hun invloed op financiële stabiliteit. Het samengaan van banken en verzekeraars levert echter niet alleen diversificatievoordeel, er vloeien ook extra risico's uit voort. Hoe zou het toezicht hierop moeten inspelen?

J.A. Bikker en I.P.P. van Lelyveld*

Een financieel conglomeraat (fico) is een groep van ondernemingen die overwegend financiële activiteiten uitoefent op het gebied van bankieren en verzekeren. In Nederland ontstonden deze conglomeraten toen eind jaren tachtig het zogenoemde structuurbeleid werd geliberaliseerd. Dit structuurbeleid beoogde een machtsconcentratie in het Nederlandse bedrijfsleven te voorkomen. De totstandkoming van één Europese interne markt voor financiële diensten in 1992 leidde tot een veel grotere markt met, aldus de toenmalige verwachting, veel meer concurrentie. Grote financiële concerns in het buitenland waren met het oog daarop al enige jaren bezig hun positie te versterken door samenwerking, fusies en overnames. Beleidsmakers vonden dat de Nederlandse financiële concerns dezelfde kansen verdienden als hun buitenlandse concurrenten. Deze overweging leidde er samen met de door branchevervaging toenemende concurrentie toe dat in Nederland tot liberalisatie werd besloten.

Nederlandse reuzen

Deze versoepeling van het structuurbeleid was de aanzet tot sterke consolidatie van de financiële sector. In 1989 vond als eerste teken daarvan de fusie tussen de NMB en de Postbank plaats. De eerste echte fico ontstond toen de Rabobank Interpolis overnam (1990) en het jaar daarop samenging met Robeco. In 1990 fuseerde de verzekeraar AMEV met de bank VSB, waarmee de basis werd gelegd van wat nu Fortis heet. In 1991 gingen de NMB-Postbank groep en Nationale Nederlanden op in de ING. Talrijke andere fusies en overnames volgden. Inmiddels telt Nederland elf conglomeraten, die qua grootte en qua bancaire en verzekeringsactiviteiten sterk uiteenlopen (zie tabel 1).

In het buitenland zijn maar enkele concerns (zoals de bekende conglomeraten Citigroup-Travellers, Dresdner-Allianz en Credit Suisse-Winterthur) vergelijkbaar met bedrijven als ING en Fortis. Overigens bestaat in sommige landen wel een flink aantal kleinere conglomeraten.

De vraag rijst waarom in het recente decennium zoveel banken en verzekeraars tot een fusie hebben besloten. Bekende motieven zijn het realiseren van schaalvoordelen en efficiëntiewinst, het benutten van elkaars verkoopkanalen, het integreren van bank- en verzekeringsdiensten in nieuwe producten, het versterken van de marktpositie of het verwerven van toegang tot nieuwe markten en, *last but not least*, het streven naar inkomstendiversificatie en risicospreiding. Geconstateerd kan worden dat fico's gaandeweg inderdaad steeds meer gecombineerde bank-, verzekerings- en beleggingsproducten zijn gaan aanbieden. Activiteiten zoals administratieve organisatie, automatisering en interne controlesystemen zijn steeds

Tabel 1. Omvang fico's en aandeel bancaire activiteiten, 2000

	balanstotaal ^a	bankaandeel (%)
Rabobank Groep	597,4	94,5
ING Groep	577,6	73,1
ABN AMRO	563,4	98,8
Fortis Nederland ^b	192,6	73,1
Aegon Nederland	96,5	13,6
SNS Reaal groep	88,4	75,6
Achmea Holding	82,9	36,9
Delta Lloyd Nuts Ohra	50,0	6,1
Zwolse Algemeene	11,7	2,9
Levob verzekeringen	4,5	24,7
Robein Leven	1,9	13,9
<i>totaal conglomeraten</i>	<i>2266,7</i>	<i>79,4</i>

a. In miljarden euro's.

b. De houdstermaatschappij van Fortis zit in België.

* De auteurs zijn werkzaam bij de sectie Toezicht-Strategie van De Nederlandse Bank.
j.a.bikker@dnb.nl

meer samengevoegd. Dat geldt ook voor het centrale risicomangement; veel conglomeraten ontwikkelen hiervoor op dit moment geïntegreerde risicomodellen.

Fico's nemen een centrale positie in de Nederlandse financiële wereld in: 91 procent van alle bankzaken, 73 procent van alle verzekeringsactiviteiten en 57 procent van alle effectentransacties worden door hen uitgevoerd (zie figuur 1). Zowel met de vroege liberalisering van het structuurbeleid als met de dominante positie van fico's in het financiële bestel staat Nederland wereldwijd mede aan de top. Dit houdt in dat Nederland een koppositie moet innemen op het gebied van wet- en regelgeving ten aanzien van het toezicht op dergelijke concerns.

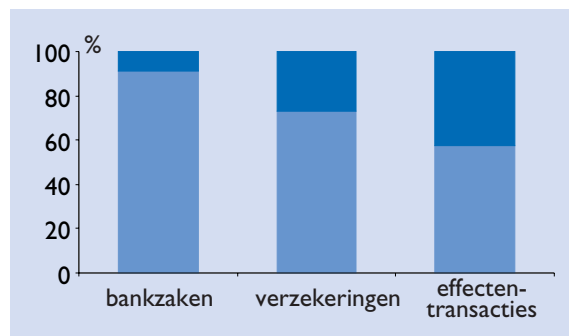
Toezicht

Tot voor kort was in Nederland, zoals in veel andere landen, het financiële toezicht sectorgewijs georganiseerd. Toenemende conglomeraatvorming in het afgelopen decennium heeft gezorgd voor een groeiende behoefte aan afstemming van het sectorspecifieke toezicht. Voor een adequate beoordeling van de financiële gezondheid van een conglomeraat is immers een combinatie nodig van de informatie vanuit zowel de verzekerings- als de bankentak. Dit is op dit moment gemakkelijk te realiseren als de moedermaatschappij een bank of een verzekeraar is, omdat zij in dat geval onder toezicht staat van de sectorale toezichthouder. Sommige conglomeraten hebben echter een holding aan de top, waarop nog geen separaat toezicht wordt gehouden. Ter waarborging van adequaat toezicht op dergelijke instellingen is in 1990 tussen De Nederlandsche Bank en de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK; voorheen: Verzekeringskamer) het zogenaamde Protocol opgesteld, waarmee de samenwerking tussen de banken- en de verzekeringskamer toezichthouder een formele basis kreeg. Als reactie op voortschrijding van conglomeraatvorming, branchevervaging en toename van de complexiteit van financiële instellingen en producten is sinds 1 maart van dit jaar de toezichtstructuur in Nederland herzien. In dit kader zijn DNB en PVK verantwoordelijk voor het prudentiële toezicht op onder meer banken, verzekeraars en fico's, en wordt hun onderlinge bestuurlijke samenwerking geïntensiveerd. Inmiddels wordt er in deze instellingen hard gewerkt om het toezicht verder te integreren.

Toeicht in Europees perspectief

De Europese Commissie heeft onlangs grote vooruitgang geboekt door een Richtlijnvoorstel ter behandeling aan het Europees parlement aan te bieden. In deze richtlijn wordt toezicht geregeld in aanvulling op het sectorale toezicht. Hierbij valt te denken aan toetsing van de solvabiliteit van het conglomeraat als

Figuur 1. Het aandeel financiële conglomeraten (lichtblauw weergegeven) in bank-, verzekerings- en beleggingsactiviteiten, 2000



geheel, en aan rapportage van grote uitzettingen en transacties tussen de entiteiten binnen het conglomeraat. Verder worden eisen gesteld aan de administratieve organisatie en de interne controle. Daarnaast introduceert de richtlijn de functie van coördinator: één van de bij een fico betrokken toezichthouders wordt onder meer belast met de afstemming van toezichtactiviteiten, ook in noodsituaties, en met het distribueren van toezichtinformatie. Naar verwachting zal in de herfst een gemeenschappelijk standpunt van Europees Parlement en Raad tot stand komen, waarna de Richtlijn eind 2002 definitief wordt vastgesteld en gepubliceerd, zodat zij begin 2005 in werking kan treden.

Stabiliteit en diversificatie

Eén van de vragen die toezichthouders zich nu kunnen stellen is in hoeverre de solvabiliteit (dat is het eigen vermogen in verhouding tot de lopende risico's) van een financieel conglomeraat voldoende is. Een andere is welke invloed fico's vanwege hun aard en grootte hebben op financiële stabiliteit. Deze vragen hangen samen met de mate waarin diversificatie tussen bank- en verzekeringsactiviteiten optreedt. Immers, hoe groter de spreiding van de inkomsten en de risico's, des te groter de solvabiliteit en de stabiliteit. Overigens staan tegenover diversificatie ook weer extra specifieke risico's, die verderop aan de orde zullen komen.

Een belangrijk onderdeel van het houden van toezicht is het vaststellen van het risicoprofiel van een instelling en van de bijbehorende adequate minimum kapitaaleisen. Dat geldt ook voor fico's, waarvoor in Nederland vooralsnog de zogenoemde 'simple sum plus' aanpak geldt: de kapitaaleisen voor bancaire en verzekeringsactiviteiten worden eenvoudigweg opgeteld, terwijl als additionele eis onder meer geldt dat door een bank in een verzekeringsmaatschappij geïnvesteerd kapitaal (en vice versa) niet meetelt bij de berekening van het vereiste minimum kapitaal. Van belang hierbij is in hoeverre diversificatie tussen bank- en verzekeringsrisico's optreedt¹. In het vervolg zal dit nader worden geïllustreerd en maken wij schattingen van de omvang van dit effect.

1. Banken kunnen ook fusies aangaan met andere banken (zoals de ABN met de AMRO) en verzekeraars met verzekeraars. Dan treden niet de bovenvermelde cross-sector diversificatie-effecten op, maar kunnen andere vormen van diversificatie zich voordoen, bijvoorbeeld door grotere spreiding over regio's, sectoren en activiteiten.

Tabel 2. Modeleffecten van een rentestijging met twee procentpunten op de winst, percentages gebaseerd op balanscijfers 2000

verandering winst na # jaar:	1	3	5
banken			
stijging korte rente	-19	-37	-39
stijging lange rente	8	45	77
steilere rentestructuur	13	41	58
verzekeraars			
stijging korte rente	20	20	20
stijging lange rente	8	43	64
steilere rentestructuur	-6	12	22
verandering winst van denkbeeldige fico vergeleken met die van banken na # jaar:			
stijging korte rente	37	53	54
stijging lange rente	99	98	95
steilere rentestructuur	57	78	81

In de cijfers valt bijvoorbeeld de ING Bank onder banken en ING Verzekeringen onder verzekeraars. Hetzelfde geldt voor andere fico's. Onder een denkbeeldige fico wordt een fusie van alle banken met alle verzekeraars verstaan.

Verandering in de korte rente

Een eerste voorbeeld waarbij diversificatie een rol speelt, is het effect van een verandering in de korte rente. Voor banken is een stijging van de korte rente een verliespost, omdat zij zich financieren met deposito's en spaargelden die van nature kortlopend zijn. Bij een rentestijging zullen de rentekosten hiervan eerder stijgen dan de rentebaten van hun veelal langlopende uitzettingen in kredieten en obligaties. Bij verzekeraars is dat andersom omdat zij gefinancierd worden door de houders van levensverzekeringen en pensioenen, die een veel langere looptijd hebben dan de beleggingen van de verzekeraars. Om de effecten van deze risicodiversificatie te kwantificeren, hebben wij een balansmodel opgesteld en onderworpen aan renteschokken. Tabel 2 laat de effecten zien van twee procentpunt stijging in drie rentescenario's: hogere korte rente, hogere lange rente en een steilere rentestructuur (korte rente een procentpunt omlaag en lange rente een procentpunt omhoog). Hierbij is vooralsnog alleen gekeken naar het effect op rente-inkomen (en daarmee op de winst) en niet naar het effect op de waardeverandering van de beleggingen.

Door het samenvoegen van alle banken en verzekeraars tot één denkbeeldig financieel conglomeraat blijft van het negatieve effect op de rente-inkomsten van de stijging van de korte rente in het eerste jaar slechts 37 procent over. In de jaren daarna is dat ongeveer de helft². Zo'n diversificatie van risico's treedt niet op bij een hogere lange rente, maar weer wel bij een steilere rentestructuur. Een rentedaling leidt bij benadering tot vergelijkbare diversificatie-effecten, maar dan met een omgekeerd teken.

Tabel 3. Herwaarderings-effecten van een rentestijging met twee procentpunten, 2000

miljarden guldens	banken	verzekeraars	opgeteld: fico's	fico's/banken (%)
herwaarderings-effect	-32,7	13,7	-19,0	58
winst in 2000	17,5	7,7	25,2	
kapitaal en reserves, eind 2000	93	62	155	

Algemene rentestijging

Een tweede voorbeeld van diversificatie in fico's treedt op bij een algemene rentestijging, vooral indien niet alleen wordt gekeken naar de invloed op rente-inkomen maar ook op waardeverandering van beleggingen en verplichtingen. Waardeveranderingen weerspiegelen alle toekomstige veranderingen in rentebetalingen en -ontvangsten. Hoewel een rentestijging op zich meer rente-inkomen betekent voor zowel banken als verzekeraars, treedt voor de marktwaarde of 'fair value' van bezittingen en verplichtingen een tegengesteld patroon op. Bij de bankportefeuille overheerst het effect dat beleggingen minder waard worden, omdat deze nog de oude, lagere rente dragen. Hierdoor wordt de bank minder waard. Bij de verzekeringsportefeuille overheerst het effect dat de verplichtingen zijn gefixeerd tegen een vaste, lagere rente, terwijl de beleggingen nu meer gaan opbrengen. Hierdoor wordt de verzekeraar meer waard.

Tabel 3 laat zien dat deze waardeveranderingen groot zijn in vergelijking met de winst of het kapitaal en de reserves. Een denkbeeldige fico van banken en verzekeraars zou ruim veertig procent minder verlies leiden dan de betrokken banken afzonderlijk, doordat de verzekeringspoot juist winst zou boeken. Bij schokken op activaprijzen (zoals de aandelenprijs) blijkt dergelijke diversificatie helaas niet op te treden, zodat de recente aandelen crises instellingen in beide sectoren én fico's in gelijke mate heeft getroffen. De vitaliteit van de financiële sector blijkt overigens groot te zijn. Te midden van de schokken van 11 september, de boekhoudschandalen, de voortdurende aandelen crisis en de spanningen in Zuid-Amerika zijn de instellingen overeind gebleven.

Effect van de belastingherziening

Een derde voorbeeld van diversificatie is het nieuwe belastingregime van 2001, waarin bepaalde aftrekmogelijkheden van lijfrentepremies zijn afgeschaft (nadelig voor de omzet van verzekeraars), terwijl rente-inkomsten uit bankdeposito's niet langer worden belast (gunstig voor de omzet van banken). In deze drie voorbeelden zijn de risico's voor een fico lager dan die van de afzonderlijke bank- of verzekeringspoot. Voor andere risico's zoals schokken in aandelenkoersen of loonkosten treedt geen diversificatie op, omdat deze voor banken en verzekeraars in grote lijnen hetzelfde effect hebben. Verder is er sprake van enige diversificatie waar de risico's minder sterk of zelfs ongecorrleerd zijn, zoals bij kredietrisico's en de meeste – maar niet alle – verzekeringsrisico's.

Aandelenprijzen

Naast de balans bevatten ook aandelenprijzen van banken en verzekeraars in potentie relevante informatie. Immers, een prijs en de volatiliteit daarvan geeft de door de markt verwachte waarde en beweeglijkheid van de resultaten van een bedrijf weer. Alle openbare informatie over een bedrijf wordt als het ware in één maatstaf samengebracht. Hoe is nu de samenhang

	Frankrijk	Duitsland	Nederland	VK	VS	Japan
bank-bank	0,53 (132)	0,85 (90)	0,86 (30)	0,79 (90)	0,77 (132)	0,87 (86)
bank-verzekeraar	0,54 (210)	0,71 (180)	0,92 (36)	0,77 (160)	0,72 (264)	0,81 (240)
verzekeraar-verzekeraar	0,73 (64)	0,60 (72)	0,94 (6)	0,83 (56)	0,85 (110)	0,85 (132)

a. Het getal tussen haken geeft het aantal beschikbare combinaties binnen een land. De vetgedrukte cijfers geven de laagste correlatie per land.

Tabel 4.
Correlatie van
aandelenprijzen
per land^a,
1990-2000

tussen de aandelenprijzen van banken en verzekeraars? Op voorhand valt te verwachten dat, als banken verzekeringswezen daadwerkelijk twee verschillende bedrijfstakken zijn, de correlatie van de aandelenprijzen *tussen* deze twee sectoren lager zou zijn dan *binnen* deze sectoren. Tabel 4 toont de correlatie tussen de beurskoersen van de vijftig grootste banken en verzekeraars van zes industriële landen. In de VS, de VK en Japan is de correlatie tussen de sectoren inderdaad lager dan binnen de sectoren. In Frankrijk, Duitsland en Nederland is dat echter niet het geval. Kennelijk vormen banken en verzekeraars daar als het ware al één financiële bedrijfstak, zodat de speciale diversificatievoordelen van fisco's beperkt zijn².

Specifieke risico's

Op grond van diversificatie-effecten wordt wel beweerd dat de kapitaaleisen voor fisco's lager zouden kunnen zijn dan de som van de kapitaaleisen voor de samenstellende delen. Als er geen 'fisco-specifieke' risico's zouden bestaan, zou dit inderdaad het geval zijn. Maar helaas zijn deze er wel. Zo is er het besmettings- of reputatierisico dat vooral voorkomt als één merk- of concernnaam wordt gebruikt voor zowel de bank als de verzekeringsproducten. Als er problemen zouden optreden in de verzekeringspoot van een holding of geruchten daarover zouden rondgaan, bestaat het risico dat ook onzekerheid ontstaat over de betrouwbaarheid van de bankpoot, met echte problemen zoals een bankrun als gevolg. Een actueel voorbeeld zou boekhoudkundige malversaties in één concernonderdeel kunnen zijn. Extra risico ontstaat ook als een onderdeel van de holding – eventueel een niet onder toezicht staande dochter – meer risico neemt omdat het onderdeel er op rekt in geval van nood door de andere concernonderdelen geholpen te worden: moreel gevaar. Ook het 'too-big-to-fail'-risico is groter: aangezien de meeste fisco's zo groot zijn dat zij ervan uitgaan dat de overheid wel moet helpen als er iets mis gaat, zouden zij zich meer risicovol kunnen gaan gedragen. Tenslotte is er ook de mogelijkheid van toezichtarbitrage: het verschuiven van activiteiten naar de andere sector, indien de kapitaaleisen daar lager zijn.

Zolang niet al deze risico's precies in kaart zijn gebracht en gekwantificeerd, ligt het voor de hand om

de huidige kapitaaleisen te handhaven, onder de veronderstelling dat de niet erkende diversificatie compenseert voor al deze (eveneens genegeerde) extra risico's. Of deze compensatie voldoende is, is nog maar de vraag. Overigens lijken de huidige kapitaaleisen niet knellend te zijn. De elf Nederlandse fisco's hebben voor hun banken bij een kapitaaleis van $\square 69,8$ miljard een kapitaalsurplus van $\square 22,2$ miljard, ofwel 32 procent. De verzekeraars hebben bij een kapitaaleis van $\square 21,2$ miljard een kapitaalsurplus van $\square 35,1$ miljard ofwel 166 procent.

Conclusie

Empirische exercities tonen vooral voor renteschokken duidelijke diversificatievoordelen aan voor financiële conglomeraten. Dat maakt deze conglomeraten in principe stabiel dan de afzonderlijke onderdelen. Naast deze diversificatievoordelen bestaan ook specifieke extra risico's, zoals het overslaan van reputatieverlies van de ene naar de andere sector en toezichtarbitrage. Deze risico's zijn nog niet goed gekwantificeerd, zodat verder onderzoek op dit gebied noodzakelijk is. Het ligt vooralsnog voor de hand om de huidige 'simple sum'-aanpak van sectorale kapitaaleisen te handhaven.

Op diverse fronten wordt gewerkt aan het verder verbeteren van het toezicht en het aanscherpen van de regels. Nationaal gebeurt dat onder meer door de integratie van het toezicht op fisco's door DNB en PVK, waardoor ook de reportagelast van de instellingen wordt verlicht. Verder wordt wetgeving voorbereid voor het toezicht op de holdings. In EU-verband gebeurt dat door een nieuwe Richtlijn. Wereldwijd wordt in het kader van het zogeheten *Joint Forum* van bancaire en verzekeringstoezichthouders gewerkt aan de verdere ontwikkeling van eisen aan conglomeraatbrede integratie van risicomanagement.

Jaap Bikker en Iman van Lelyveld

Dit artikel is gebaseerd op J.A. Bikker en I.P.P. van Lelyveld, *Economic versus regulatory capital for financial conglomerates*, DNB Research Series Supervision, nr. 45, 2002.

2. Een alternatieve manier om de diversificatie te bepalen is het schatten van een optieprijsmodel, zoals in de achteraan het artikel genoemde studie van onze hand.