

De economische solvabiliteit van een (levens)verzekeraar: een dynamisch begrip

Sinds de komst van Solvency II staat het begrip marktwaardebalans prominent op de agenda van verzekeraars. Dit moet weergeven hoe een gemiddelde marktpartij kijkt naar de waardering van balansonderdelen. Echter, om verschillende redenen zijn er elementen in Solvency II geïntroduceerd waarvan je het marktwaardegehalte kan betwisten. Het bekendste voorbeeld is misschien wel de Ultimate Forward Rate in de rentecurve. Daarmee is de behoefte ontstaan om te komen tot een balans die dichter tegen een marktwaarde aan ligt, een zogeheten economische balans¹. Het definiëren van een methode om deze economische balans te bepalen is echter niet eenvoudig, en de methode en parameters kunnen in de tijd veranderen.

De economische balans is niet alleen een academische discussie. Er zijn verschillende redenen waarom dit ook voor verzekeraars relevant is. De eerste reden is dat je de economische balans als bestuurder van een verzekeraar zelf graag wil weten. Het kan immers zijn dat de solvabiliteitspositie nu nog goed is, maar dat dat alleen door de kenmerken van Solvency II komt, of dat de lange termijn trend negatief is waardoor je op termijn in de problemen komt. Een economische benadering kijkt ook naar deze toekomstige ontwikkelingen, en geeft daarmee waardevol inzicht in welke portefeuilles een hoge waarde hebben. De tweede reden is dat DNB van verzekeraars met langlopende verplichtingen vraagt om in het kapitaalbeleid rekening te houden met de economische waarde van de verplichtingen. Ten derde kan er een boekhoudkundige reden zijn om te willen weten wat de marktwaarde van verplichtingen zijn vanuit IFRS 3 (bij een eventuele overname) en straks IFRS 17. Ook bij de invoering van IFRS 17 is een fair value nodig van de huidige verzekeringsverplichtingen.

WANNEER DAT RAAMWERK TEN ONRECHTE SUGGEREERT DAT ER PROBLEMEN ZIJN LEIDT DAT TOT VERKEERDE BESLISSINGEN

Doel van dit artikel is niet om een raamwerk voor de economische waarde van verplichtingen neer te leggen, maar wel om te laten zien dat een dergelijk raamwerk aan verandering onderhevig is, en dat het dus belangrijk is dit raamwerk goed te onderhouden. Doe je dit als verzekeraar niet, dan kun je daar zelf last van hebben. Er zijn verzekeraars voor wie de lage rente van 2019, in combinatie met een economisch raamwerk dat niet helemaal aansloot bij de recente ontwikkelingen, er toe heeft geleid dat de economische solvabiliteit onder de eigen gedefinieerde grenzen uit het kapitaalbeleid is gezakt. Als je als directie wil handelen volgens je eigen beleid, betekent dat dat je maatregelen moet nemen. Wanneer de economische waarde echt op een zorgwekkend laag niveau staat, is dat natuurlijk prima, maar wanneer dat raamwerk ten onrechte suggereert dat er problemen zijn leidt dat tot verkeerde beslissingen.

Drie voorbeelden willen we er graag uitlichten om de eerder genoemde verandering te illustreren:

Voorbeeld 1: De veranderende markt

De economische waarde wordt bepaald door wat de markt er voor over heeft. In de bancaire wereld maakte ABN Amro bank vroeger reclame door zichzelf 'de bank' te noemen, maar in verzekeraarsland bestaat de verzekeraar niet. De markt is een verzameling verzekeraars en investeerders met allemaal verschillende kenmerken ten aanzien van diversificatie, risk appetite, toegang tot beleggingen, kosten en producten. Een uitspraak doen over de markt is dus niet makkelijk, maar wat wel gezegd kan worden is dat de partijen die geïnteresseerd zijn in het overnemen van verzekeringsportefeuilles nu andere partijen zijn dan een paar jaar geleden. Waar het vroeger vooral Nederlandse verzekeraars waren die andere portefeuilles overnamen, zijn tegen-

woordig ook private equity gerelateerde partijen en herverzekeraars actief op de Nederlandse markt. Uit recente transacties blijkt dat deze partijen bereid zijn meer te betalen dan hun traditionele Nederlandse concurrenten. In andere woorden, de manier waarop naar de waarde van portefeuilles wordt gekeken is dus de afgelopen jaren veranderd.

Voorbeeld 2: veranderende economische omstandigheden

Bij de bepaling van de economische waarde van een portefeuille spelen rentes een grote rol. Niet alleen de risicovrije rente, ook de spread die kan worden verdiend met bepaalde beleggingscategorieën. Het is relatief eenvoudig om in een economisch raamwerk rekening te houden met de risicovrije rente. Deze is observeerbaar in de markt, los van de discussie wat nu precies risicovrij is. De spread is echter lastiger. Natuurlijk zijn spreads uit Bloomberg te halen, maar de verschillende componenten van die spread (vergoedingen voor illiquiditeit, verwacht default en een risicopremie) zijn lastig te bepalen en niet constant. Bij langlopende verplichtingen heeft de spread een grote invloed op de economische waarde.

IN DE ZOMER KOMEN DE CONCLUSIES VAN EIOPA OVER DE 2020 REVIEW EN KUNNEN ZAKEN GAAN VERANDEREN

Voorbeeld 3: veranderende relatie tussen economische waarde en Solvency II

Tot slot, daar waar het artikel begon met een tegenstelling tussen Solvency II en een economische visie, zijn deze in de praktijk sterk met elkaar verbonden. Toekomstige dividendbetalingen zijn mede afhankelijk van de financiële positie van een verzekeraar op Solvency II grondslagen. Daarmee hangt de economische waarde van een portefeuille af van hoe deze onder Solvency II wordt gewaardeerd, en welk kapitaal een verzekeraar voor deze portefeuille moet aanhouden. Hiermee heeft bijvoorbeeld de UFR, die op zichzelf misschien niet

economisch is, toch een economische waarde gekregen. Het feit dat je als verzekeraar minder beleggingen hoeft aan te houden tegenover de verplichtingen door het gebruik van een UFR beïnvloedt de dividendcapaciteit, en heeft dus economische waarde. Dit betekent dat veranderingen in Solvency II ook leiden tot een andere economische waarde. In de zomer komen de conclusies van EIOPA over de 2020 review en het is mogelijk dat er zaken gaan veranderen aan de rentecurve (UFR en VA) en kapitaalsvereiste (bijv. het renterisico voor verzekeraars met de standaardformule).

Het is belangrijk om regelmatig het raamwerk voor de economische waarde van de verplichtingen te beoordelen, om te kijken of dat raamwerk nog in lijn ligt met hoe de markt op dit moment tegen verzekeringsverplichtingen aan kijkt. Critici kunnen zeggen dat een economische waarde een langetermijnbegrip is, wat niet zou moeten afhangen van kortetermijnvariaties in de financiële markten, maar we hebben in dit artikel laten zien dat de praktijk anders kan zijn. De ontwikkelingen in de rente, en de komst van private equity partijen in de Nederlandse markt zijn voorbeelden waarom de economische waarde van verplichtingen nu anders is dan een paar jaar geleden. Het is belangrijk dat dit onderkend wordt. ■

¹ – Er worden verschillende termen gebruikt in deze context. Bijvoorbeeld: marktwaarde, economische waarde, overdrachtswaarde. Daarnaast kan gekeken worden naar de economische waarde van de verplichtingen, of naar een economische dekkingsgraad waarin deze waarde wordt afgezet tegen de marktwaarde van de beleggingen. In dit artikel gaan we er voor het gemak van uit dat er geen discussie is over de marktwaarde van de beleggingen, en kijken we alleen naar de economische waarde van de verplichtingen.