

M&A in een Solvency II-wereld, Solvency II in de wereld van M&A

De Nederlandse verzekeringsmarkt is sinds jaar en dag verzadigd. De verkoop van nieuwe levensverzekeringen neemt al jaren af en groeien in de schademarkt kan vrijwel alleen ten koste van de concurrentie. De schadesector heeft hierdoor last van prijsdruk. In een dergelijke volwassen markt is consolidatie doorgaans onvermijdelijk: partijen zoeken schaalvergroting om efficiënter te kunnen opereren dan een ander, en hiermee hun bestaansrecht veilig te stellen.

Dat kostensynergiën een belangrijke driver zijn voor fusies en overnames (*mergers and acquisitions* ofwel M&A) is even waar voor koekjesfabrieken als voor verzekeraars. De introductie van Solvency II heeft in de afgelopen jaren echter nieuwe dynamieken toegevoegd aan de wereld van fusies en overnames in de verzekeringsbranche. Wij lichten er hier een aantal uit:

1. De kip met de gouden eieren slachten. In aanloop naar het in werking treden van Solvency II, maar ook in de jaren daaropvolgend, hebben een aantal 'Solvency II-vriendelijke' transacties plaatsgevonden. Hiermee doelen wij op verkopen van bedrijfsonderdelen die weliswaar op structurele basis bijdragen aan het netto bedrijfsresultaat, maar waarvoor niet of beperkt kapitaalsvereisten gelden. Door deze kippen te verkopen, geeft men weliswaar de toekomstige eieren op, maar verkoop leidt veelal direct tot een toename van de solvabiliteitsratio. Dit omdat de balans- of boekwaarde van een niet-gereguleerde entiteit relatief laag kan liggen ten opzichte van de transactiewaarde waardoor verkopers een toename van de Eligible Own Funds realiseren terwijl de SCR gelijk blijft.

2. Allerhande kapitaalssynergiën. Solvency I kende, met name in de schadebranche, een meer eenvoudige opbouw van de kapitaalseis. De opbouw van de SCR onder Solvency II is uitgebreider. De SCR en alle onderdelen hiervan bieden daardoor een additionele bron van synergie in de vorm van kapitaalsvoordelen.

a. *Diversificatie:* Indien een multi-liner een mono-liner acquireert zullen de additionele kapitaalseisen voor de acquirerende partij (mogelijk) aanzienlijk lager zijn dan voor de verkopende entiteit op stand-alone basis, vanwege diversificatievoordelen. Dit werkt consolidatie in de hand: partijen kunnen per direct, op de dag van acquisitie, al voordelen realiseren. Dit in tegenstelling tot kostensynergiën, die aanzienlijke inspanningen kunnen vereisen en in praktijk ook nog kunnen tegenvallen¹. Ook levensverzekeraars onderling kunnen voordelen behalen, bijvoorbeeld doordat door middel van een transactie langlevens- en kortlevensrisico bij elkaar gebracht worden.

b. *Intern model:* Ook het hebben van een partieel intern model als acquirerende entiteit kan tot een aanzienlijke lagere SCR na transactie leiden, vergeleken met de benodigde solvabiliteit van de verkoper. Hierdoor kan een partij met een intern model een deel van deze kapitaalsvoordelen 'delen' met verkoper, en hiermee een relatief goede prijs neerleggen in een competitief verkoopproces.

c. *Solvencyregime:* Naast kapitaalsvoordelen binnen Solvency II signaleren wij ook kapitaalsvoordelen die door kopers van buiten het Solvency II-regime worden gerealiseerd. Hoewel het solvabiliteitsregime van (bijvoorbeeld) Bermuda grotendeels vergelijkbaar is met Solvency II, wijkt deze op punten af en er zijn partijen die proberen deze voordelen te benutten. DNB is zich bewust van dit mogelijk voordeel, een door regime-arbitrage gedreven transactie zal dan ook nauwkeurig bestudeerd worden alvorens hier goedkeuring voor te verlenen.

V. Hartjes MSc LL.M. is Associate Director bij KPMG Corporate Finance. In de dagelijkse praktijk richt ze zich op zowel fusies en overnames alsook waarderingen in de financiële sector, met een focus op de verzekeringsbranche.



3. My spread is better than your spread. Een ander belangrijk aandachtspunt bij M&A transacties zijn de verschillen in het beleggingsresultaat dat door partijen wordt gerealiseerd. Door het lage renteklimaat is het realiseren van voldoende beleggingsresultaat niet vanzelfsprekend en kunnen relatief marginale verschillen in *excess returns*, zeker bij portefeuilles met een relatief lange *duration*, tot aanzienlijk andere vooruitzichten leiden. Door de berekening van het marktriscobudget onder Solvency II in combinatie met toegang tot verschillende investeringsmogelijkheden zijn hierbij optimalisatiestrategieën te bedenken die per acquirerende partij kunnen verschillen, afhankelijk van hun achtergrond, beleggingsmix, omvang, Solvencyregime, etc.

4. Kostensynergiën bestaan ook nog steeds. Kostensynergiën zijn altijd nog een belangrijke driver in een M&A-activiteit. Twee bijzonderheden in een Solvency II-wereld:

a. Door middel van de *best estimate* kostenvoorziening zoals deze onder Solvency II gehanteerd wordt, hebben kostenbesparingen een 'versnellend' effect. In een acquisitie van een koekjesfabriek kan de koper kostensynergiën verwachten, en afhankelijk van de dynamiek van het proces, alvast een deel van deze synergiën in de koopprijs delen met de verkoper. Indien de synergiën op termijn niet realiseerbaar blijken, is dit op dat moment teleurstellend voor de koper. Bij verzekeraars spelen deze kostensynergiën echter ook een rol in de bepaling van de hoogte van de kostenvoorziening. Indien de verkoper aanzienlijke hogere uitvoeringskosten heeft dan de koper, dan kan al relatief snel na de transactie een deel van de kostenvoorziening vrijvallen wanneer de koper voldoende verdedigbaar kan maken dat de lagere uitvoeringskosten op termijn ook voor de geacquireerde portefeuille gaan gelden.

b. De overtreffende trap van een verzadigende markt is een krimpende markt. De Nederlandse levensverzekeringsmarkt bestaat uit veel (effectief) gesloten levenportefeuilles. Er komen geen nieuwe klanten bij, het aantal klanten loopt af en de uitvoeringskosten per polis worden steeds belangrijker. Ook dit werkt consolidatie in de hand: producten zijn in het verleden immers geprijsd, daar kan weinig meer aan veranderd worden. Indien de kostenaanname uit de *Best Estimate Liabilities* (BEL) niet gehaald worden, kan dit niet langer in de prijsstelling worden gecorrigeerd en komt dit ten laste van de winstgevendheid en daarmee het eigen vermogen. Tegelijkertijd raakt het de toekomstige *best estimate* kostenvoorziening en daarmee de SCR en de risicomarge. De reorganisatielasten – die nodig zijn om de kosten in lijn met de afname van de portefeuille af te bouwen – maken geen deel uit van de kostenvoorzieningen en komen direct ten laste van het resultaat. Het zo efficiënt mogelijk 'uitmanagen' van *closed-book* portefeuilles is dus belangrijk voor het rendement en de eigenvermogenspositie. Partijen kunnen relatief vroeg in de staart van de verplichtingen aan zien komen dat overdracht aan een andere partij het beste kan zijn voor de overdrachtswaarde van de portefeuille. Interessant detail is dat veel partijen veronderstellen dat hun variabele kosten volledig flexibel zijn, terwijl de praktijk soms weerbarstiger is. Hoe dichter partijen bij hun vaste kosten grens komen, hoe lastiger het wordt om de kosten verder terug te brengen. Dit kan een verdere stimulans voor consolidatie vormen.

Solvency II heeft nieuwe dynamieken aan de fusies en overnames van verzekeraars toegevoegd. Na een aantal jaren van 'Solvency II oppoetsende' transacties hebben partijen zich in de afgelopen jaren bekwaamd in het ontdekken en inzetten van kapitaalsynergiën,

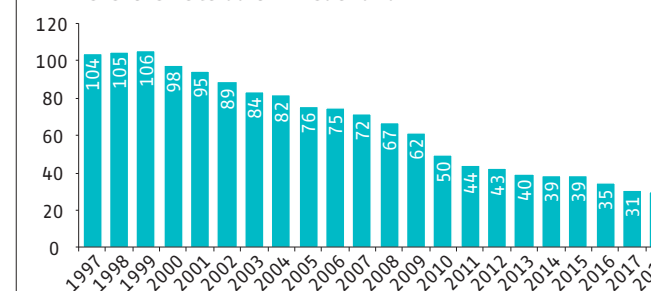
kostensynergiën en het optimaliseren van excess return en marktriscobudget. Voeg hier het huidige investeringsklimaat, met aanzienlijke liquiditeit die een weg zoekt naar renderende investeringen, aan toe en men heeft een verklaring voor het toegenomen kopersveld in de Nederlandse verzekeringsmarkt. Waar in 2015 de verkoop van Vivat nog een moeizaam proces leek te worden, lijken kopers nu in de rij te staan².

Solvency II kent geen geheimen meer voor kopers. Ook verkopers zijn in die zin 'Solvency II-volwassen' geworden. Waar partijen in het verleden soms huiverig waren portefeuilles af te stoten voor een waarde (aanzienlijk) lager dan boekwaarde omdat dit tot een lagere solvabiliteitsmarge zou leiden, zien wij in de dagelijkse praktijk een afnemend belang dat wordt gehecht aan de absolute Solvency II-positie. Marktpartijen, analisten en DNB richten zich allen in toenemende mate op de onderliggende economische waarheid. Hierin speelt bijvoorbeeld de Ultimate Forward Rate³ geen rol, en worden investeringen in marktriscobudget die de Solvency II-ratio nu verslechteren maar wel de excess spread op termijn verhogen toegejuicht.

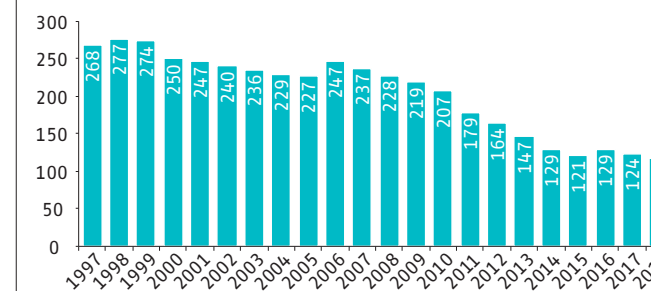
Door deze verlegde focus van huidige solvabiliteitsratio naar de toekomstige vrijkapitaalgeneratie lijkt het alsof partijen de ruimte ervaren om M&A transacties te doen die hun strategie sturen in de richting die zij willen, ondanks dat een dergelijke transactie op korte termijn misschien leidt tot een (kleine) teruggang in de Solvency II positie. Zolang de transactieprijs die resulteert – door synergiën zoals hierboven beschreven of door een strategische premie of anderszins – maar hoger ligt dan de eigen economische waarde, kan een transactie zinvol zijn. ■

Het aantal verzekeraars is sterk afgenomen in de afgelopen 20 jaar:

Levensverzekeraars in Nederland



Schadeverzekeraars in Nederland



1 – Unlocking shareholder value: the keys to success, KPMG

2 – <https://fd.nl/ondernemen/1285943/private-equity-duikt-op-verzekeraar-vivat>
<https://fd.nl/opinie/1287304/vivat-van-lelijk-eendje-naar-stralend-middelpunt>

3 – In het modelleren van de toekomstige kasstromen kan het voordeel van de UFR wel meegenomen worden, maar enig verschil tussen de economische curve en de UFR zal op termijn moeten worden terugbetaald.