

De marktwaarde van verzekeringsverplichtingen

Een overzicht en vergelijking van de verschillende visies

Teus Mourik

SAMENVATTING De beursgenoteerde verzekeraars binnen Europa zullen naar verwachting vanaf 2012 hun verzekeringsverplichtingen op fair value moeten gaan waarderen. Rond diezelfde tijd zal voor alle Europese verzekeraars waarschijnlijk ook het nieuwe solvabiliteitsregime worden ingevoerd (Solvency II). Hierbij zullen de verzekeringsverplichtingen op een vergelijkbare wijze moeten worden gewaardeerd. In dit artikel wordt een overzicht gegeven van de verschillende standpunten ten aanzien van de concrete invulling van dit niet waarneembare waardeconcept. Geconcludeerd wordt dat vooralsnog niet kan worden uitgesloten dat de verzekeringsverplichtingen in het kader van de financiële respectievelijk prudentiële verslaglegging op een verschillend niveau zullen moeten worden vastgesteld.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Deze toekomstige wijzigingen zullen voor veel verzekeraars ingrijpend zijn. Door de discussies hierover aandachtig te volgen kan tijdig worden geanticipeerd op deze wijzigingen.

Drs. T.J. Mourik AAG is werkzaam bij Ernst & Young Actuarissen B.V. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1 Inleiding

In 2007 zijn belangrijke stappen gezet in de ontwikkeling van een nieuw solvabiliteitsregime voor de Europese verzekeraars, 'Solvency II' genaamd. In de periode april-juli 2007 heeft op initiatief van de Committee of Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) Quantitative Impact Study no. 3 (QIS3) plaatsgevonden (CEIOPS, 2007a). De uitkomsten hiervan zijn op 21 november 2007 gepubliceerd (CEIOPS, 2007b). In juli 2007 heeft de Europese Commissie (EC) het concept voor een nieuwe EU-richtlijn (de 'draft Directive') uitgebracht, met daarin het raamwerk van Solvency II (EC, 2007). Deze tekst ligt momenteel ter goedkeuring bij het Europese Parlement.

In mei 2007 is bovendien het lang verwachte Discussion Paper over Fase II van het Insurance Project van de International Accounting Standards Board (IASB) verschenen (IASB, 2007). In dit paper worden ideeën gepresenteerd voor de toekomstige waardering van verzekeringsverplichtingen onder de International Financial Reporting Standards (IFRS). Het Solvency II-project van de EC en het IFRS Fase II-project van de IASB moeten beide rond 2009-2010 uitmonden in nieuwe richtlijnen voor de solvabiliteitsbeoordeling respectievelijk financiële verslaglegging door de Europese (Solvency II) c.q. beursgenoteerde (IFRS Fase II) verzekeraars. Zij moeten vervolgens rond 2011-2012 ingaan.

Onder Solvency II IFRS Fase II zullen de verzekeringsverplichtingen waarschijnlijk gewaardeerd moeten worden op 'current exit value'. Dit begrip vormt een schatting van het waardebegrip 'fair value' zoals dat ook voor de 'available for sale' beleggingen van IFRS-verzekeraars moet worden toegepast sinds de invoering van IFRS Fase I in 2005 (de IASB laat nog in het midden of de begrippen fair value en current exit value exact gelijk zijn aan elkaar). CEIOPS

spreekt in het algemeen over 'marktwaaarde', maar bedoelt daarmee in principe ook current exit value en fair value. Vooruitlopend op deze nieuwe regels heeft De Nederlandsche Bank (DNB) in 2007, in samenhang met de invoering van de Wet op het financieel toezicht (Wft), de opzet van de toereikendheidstoets fors gewijzigd (DNB, 2006; zie ook Mourik, 2007). De hierbij te berekenen minimumvoorziening vormt al een schatting van de 'Market Value of Liabilities' (MVL).

Marktwaaarde is een fundamenteel ander waardebegrip voor verzekeringsverplichtingen dan wat de verzekeringsindustrie al jaren gewend is. Alle reden dus om eens uitgebreid stil te staan bij de huidige discussies over de concrete invulling van dit relatief nieuwe, niet waarneembare begrip. In de volgende paragraaf wordt daarom eerst nog wat dieper ingegaan op de aanloop tot de huidige stand van zaken rond de invulling van de MVL. In paragraaf 3 wordt een overzicht gegeven van de verschillende visies op een twaalfstal deelonderwerpen, zoals de definitie van fair value, winsten op ingangsdatum, de invulling van de risicomarge en het verwerken van diversificatievoordelen. Tot slot volgen samenvattende conclusies.

2 Achtergrond: de aanloop tot de huidige situatie

De introductie van het begrip Embedded value binnen de verzekeringsindustrie, welke plaatsvond eind jaren tachtig - begin jaren negentig van de vorige eeuw (zie bijvoorbeeld Klijsmit, 1990 en Nivra, 1995), vormde feitelijk de eerste aanzet tot de (indirecte) modellering van de 'marktwaaarde' van verzekeringsverplichtingen. De technische voorziening (na aftrek van geactiveerde rentestandkorting en acquisitiekosten) verminderd met de zogenoemde 'Value of Business in Force' (VBiF, onderdeel van de Embedded value)¹, kan namelijk worden gezien als een schatting van deze marktwaaarde. In eerste instantie vooral gericht op externe partijen in het kader van fusie- en overnamebesprekingen, later in toenemende mate ook als aanvullende managementinformatie². Smid publiceerde al in 1996 een artikel over de samenhang tussen de embedded value en de marktwaaarde van verzekeringsverplichtingen (Smid, 1996); zie in dit verband ook Girard (2000). Het Chief Financial Officer Forum (CFO Forum) heeft de afgelopen jaren de zogenoemde 'European Embedded Value Principles' uitgegeven ten behoeve van een verdere standaardisering van de berekening van embedded values (CFO Forum, 2005, 2006). Momenteel werkt zij aan de ontwikkeling van de 'Market Consistent Embedded Value Principles' (MCEV).

Eind jaren negentig onderkende het International Accounting Standards Committee (IASC) dat de grote verscheidenheid aan lokale accounting principes een belemmering vormde voor de globalisering binnen de verzekeringsindustrie. Daarbij wees zij embedded value af als nieuwe basis voor de verslaglegging, onder meer omdat hierbij op onvoldoende transparante wijze rekening wordt gehouden met de risico's. In 1999 introduceerde het IASC daarom het alternatieve begrip 'Fair value', gedefinieerd als *'the amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction'* (IASC, 1999). Haar ideeën voor de 'directe' modelmatige invulling hiervan, beschreven in het Draft Statement of Principles (IASC, 2001), waren toen echter nog een brug te ver voor de verzekeringsindustrie. Het IASC besloot daarop om zich eerst te richten op de actiefzijde van de balans van verzekeraars. In 2005 is deze 'Fase I' afgerond. Sinds boekjaar 2005 moeten de verzekeraars die IFRS volgen het merendeel van hun beleggingen dan ook op marktwaaarde waarderen, terwijl hun passiva (in het algemeen) nog volgens de oude principes mogen worden gewaardeerd; zie ook Aarzen en Mourik (2005).

Sinds een jaar of vijf menen de Europese toezichthouders dat ook de binnen de Europese Unie bestaande kapitaaleisen voor verzekeraars, 'Solvency I' genaamd, aan herziening toe zijn. De International Actuarial Association (IAA) pleitte in 2004 voor een nieuw stelsel van kapitaaleisen dat gebaseerd is op een 'total balance sheet approach' met waarderingen op *'realistic values, consistent treatment of both assets and liabilities and does not generate a hidden surplus or deficit.'* (IAA, 2004). De Zwitserse Federal Office of Private Insurance (FOPI) heeft op 1 januari 2006 de zogenoemde 'Swiss Solvency Test' (SST) ingevoerd welke hierop is gebaseerd (FOPI, 2004). Ook de EC, ondersteund door CEIOPS, heeft de desbetreffende ideeën, na uitgebreide consultaties met de verzekeringsindustrie, actuarissen en accountants, groten-deels overgenomen in het kader van Solvency II.

Inmiddels beschikken we dus over de SST en het concept voor het raamwerk van Solvency II plus QIS3. Daarnaast heeft de IASB, sinds 2001 de opvolger van het IASC, in mei 2007 een discussiestuk uitgebracht over de fair value van verzekeringsverplichtingen als aanzet voor Fase II van haar Insurance Project. Tot slot is op 1 januari 2007 de Wft ingegaan, met daarin een nieuwe, op marktwaaardewaarderingen gebaseerde toereikendheidstoets. De invullingen die FOPI, de EC/CEIOPS, IASB en DNB in de desbetreffende documenten geven aan de MVL verschillen echter op een

aantal belangrijke punten. Vele andere gremia, waaronder het CFO Forum, het Chief Risk Officer Forum (CRO Forum) – beide vertegenwoordigen de grootste verzekeraars in Europa –, het Comité Européen des Assurances (CEA) – de Europese federatie van verzekeraars en herverzekeraars –, de International Association of Insurance Supervisors (IAIS), alle grote accountantskantoren en allerlei nationale vertegenwoordigende organisaties hebben ook hun opvattingen geuit; zie vooral de op de IASB-website geplaatste commentaren op het IFRS Fase II discussiestuk.

3 De verschillende visies

Nadere analyse leert dat de opvattingen van genoemde partijen over de MVL onderling verschillen ten aanzien van in totaal twaalf verschillende aspecten. Deze opvattingen zijn samengevat in de navolgende tabel. In de volgende paragrafen worden zij nader toegelicht en met elkaar vergeleken.

3.1 Definitie van fair value

Inmiddels bestaan er meerdere varianten op de oorspronkelijke definitie van de fair value zoals geïntroduceerd door het IASC in 1999. De IASB zelf overweegt momenteel om over te gaan op de volgende alternatieve definitie (IASB, 2006): *'the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date'*. Hierin komt nadrukkelijker naar voren dat men de 'transfer'-gedachte wil navolgen (overdracht aan een andere partij), en niet de 'settlement'-gedachte (zelf afwikkelen). Volgens sommigen zouden beide benaderingen tot verschillende uitkomsten kunnen leiden, met name omdat bij transfer meer moet worden gerekenend vanuit de andere partij zodat (zoveel mogelijk) moet worden uitgegaan van 'marktconsistente' aannames, terwijl bij settlement zou kunnen worden volstaan met eigen, 'entity-specific' aannames. Het draait hierbij vooral om de vraag welke kostenveronderstellingen moeten worden gemaakt - wat is marktconsistent? - en hoe in de waardering moet worden omgegaan met toekomstige discretionaire maatschappijwinstdeling (zie ook paragraaf 3.10). Sommige partijen menen zelfs dat een settlement-benadering beter past in het kader van de solvabiliteitsbeoordeling, terwijl een 'transfer value' beter zou aansluiten op de doelstellingen van de financiële verslaglegging (Huber *et al.*, 2007)³.

Daarnaast is in de door de IASB voorgestelde alternatieve definitie expliciet tot uitdrukking gebracht dat ervan moet worden uitgegaan dat de overdracht

plaatsvindt op het waarderingsmoment zelf. Dit wijkt af van de benadering die FOPI hanteert in de SST. Gezien de wijze waarop hierbij de risicomarge moet worden vastgesteld – zie ook paragraaf 3.6 – wordt in de SST namelijk (impliciet) geëist dat de verzekeraar tenminste één jaar in de running moet kunnen blijven. Pas daarna moet hij in staat zijn om zijn verplichtingen aan een andere partij over te dragen (zie ook FOPI, 2006). Een tussenvorm dus: eerst één jaar zelf afwikkelen en pas daarna overdragen.

De EC, in navolging van CEIOPS, gaat in haar concept voor het raamwerk van Solvency II nog uit van een definitie die een sterke gelijkenis vertoont met de oorspronkelijke definitie van het IASC. Daarmee verkondigt ook zij impliciet de mening dat transfer en settlement tot dezelfde uitkomst voor de fair value van verzekeringsverplichtingen zouden moeten leiden. Ook de IAIS heeft deze mening (IAIS, 2007; zie ook Pröpper, 2007). Andere partijen denken hier dus anders over. Het CRO Forum hanteert daarentegen een definitie die, net als de alternatieve definitie van de IASB, alleen rept over transfer (CRO Forum, 2006). Net als in de SST wordt in QIS3 echter (impliciet) aangenomen dat de overdracht pas ultimo jaar één zal plaatsvinden.

Tot slot zij nog vermeld dat de definitie van het CRO Forum een nadere beschrijving bevat van de partij aan wie de verplichtingen zouden worden overgedragen: deze is niet alleen 'willing', maar ook nog eens 'rational' en (!) 'diversified'. Deze aanvulling is vooral relevant voor de wijze waarop de risicomarge zou moeten worden vastgesteld; zie verder paragraaf 3.7.

3.2 Methode

De voorkeur voor de transfargedachte verklaart waarom de waarde van de verzekeringsverplichtingen bij voorkeur ook gelijkgesteld wordt aan de zogenoemde 'current exit value'; zie voor de definitie hiervan de tabel. Bij de invulling onderscheidt de IASB drie 'basic building blocks', te weten een schatting van de toekomstige (saldi van verzekeringstechnische) kasstromen (uitkeringen plus polisgerelateerde kosten minus premieontvangsten), het effect van de tijdswaarde van geld (discontering) en een zekere marge (voor risico's, en eventueel ook voor overige diensten en/of ter correctie van winst op ingangsdatum). In de volgende paragrafen wordt nader ingegaan op deze bouwstenen.

De IASB is overigens niet eenstemmig in haar voorkeur voor current exit value ten behoeve van de financiële verslaglegging. Als alternatief is namelijk het begrip 'current entry value' geïntroduceerd. Kort gezegd komt current exit value overeen met de waarde

op het moment dat de portefeuille vanwege overdracht uit de boeken gaat (het bedrag dat betaald moet worden aan een overnemende partij), terwijl current entry value de waarde van de portefeuille weergeeft 'alsof' deze verplichtingen pas op dat moment, als gevolg van verkoop hiervan aan de polishouders, in de boeken komen. Binnen de Board hebben zeven leden vóór current exit value gestemd, zes leden hebben gestemd voor current entry value en er was sprake van één onthouding.

Onder current entry value moeten de verzekeringsverplichtingen gewaardeerd worden op basis van dezelfde grondslagen die gehanteerd worden in de pricing van vergelijkbare producten, als deze op het waarderingsmoment zouden worden verkocht (welke dus kunnen verschillen van de grondslagen in de pricing van de onderhavige polissen). De waarderingsgrondslagen worden dus als het ware 'ingelockt' op die van de actuele pricing en veranderen pas zodra de verzekeraar haar tariefstelling voor de onderhavige producten aanpast. Velen menen dat dan wel periodiek moet worden getoetst of deze waardering nog wel adequaat is. Het is daarom denkbaar dat bij overgang op current entry value de jaarlijkse Liability Adequacy Test (LAT) uit het huidige IFRS Fase I zal worden gehandhaafd. In dat geval zal de te berekenen minimumvoorziening (waarschijnlijk) moeten worden vastgesteld volgens de principes van 'current exit value'. (Als current exit value tevens de basis wordt voor de solvabiliteitsbeoordeling, zou dus de vreemde situatie ontstaan dat de MVL onder IFRS Fase II tenminste gelijk en in de praktijk meestal hoger zal zijn dan de MVL onder Solvency II.)

Het CFO Forum was lange tijd de grootste voorstander van current entry value voor de financiële verslaglegging. In haar recente commentaar op het discussiepaper van de IASB, mede namens CEA, heeft zij dit standpunt echter volledig laten varen en kiest zij eveneens voor current exit value (CFO Forum, 2007). De verzekeraars zijn daarmee inmiddels in grote mate consistent in hun voorkeur voor de toekomstige waardering van de verzekeringsverplichtingen binnen het kader van IFRS en Solvency II. Wel willen CFO Forum en CEA een verschillende behandeling van de winsten op ingangsdatum bij financiële verslaglegging en solvabiliteitsbeoordeling; zie hiervoor verder paragraaf 3.9.

3.3 Definitie van Best Estimate

De meeste partijen zijn het onderling eens over de definitie van het eerste building block van de MVL volgens current exit value, meestal aangeduid als de 'Best Estimate' (BE) of Verwachtingswaardecomponent.

Volgens deze definitie moet de Best Estimate gelijk zijn aan de verwachtingswaarde van de contante waarde van de verzekeringstechnische kasstromen, inclusief winstdeling en kosten die samenhangen met de administratie en rekening houdend met het gedrag van polishouders. De marktconsistente waarde van de embedded options en garanties - de som van de intrinsieke waarde en tijdswaarde - is op deze manier onderdeel van deze verwachtingswaarde.

Voor de goede orde: 'verwachtingswaarde' is een statistisch, kansgewogen begrip. De berekening hiervan houdt in dat de verzekeraars op basis van de statistische verdelingsfunctie(s) van de onderliggende financiële variabelen een groot aantal stochastisch bepaalde scenario's zullen moeten doorrekenen om tot slot het kansgewogen gemiddelde van de contante waarden van de uitkomsten hiervan te berekenen. Momenteel zijn alleen de grotere verzekeraars hiertoe in staat⁴.

DNB hanteert vooralsnog bij de nieuwe toereikendheidstoets van de Wft een andere definitie van verwachtingswaarde, namelijk de contante waarde van de verwachte kasstromen, zonder hierbij expliciet te vermelden dat de verwachte kasstromen 'kansgewogen' moeten zijn. Hierbij lijkt het derhalve toegestaan om de verwachtingswaarde gelijk te stellen aan de contante waarde van de uitkomsten van één enkel, realistisch geacht toekomstscenario. Bij zo'n deterministische waardebepaling wordt geen rekening gehouden met de mogelijkheid dat eventuele opties die op het waarderingsmoment 'out-of-the-money' zijn in de toekomst 'in-the-money' zouden kunnen komen. De zogenoemde tijdswaarde van embedded opties en/of garanties wordt op die manier dus genegeerd, met als gevolg een onderschatting van de MVL. Voor IASB en EC/CEIOPS is dit niet acceptabel.

3.4 Discontering

Uitgaande van current exit value bestaan er tevens verschillende visies over de precieze keuze voor de disconteringsvoeten. De meeste partijen zijn het wel eens dat de disconteringsvoeten behoren te worden afgeleid uit de actuele risicovrije (zero coupon) yield-curves zoals waarneembaar op de kapitaalmarkt. Het discussiepunt betreft vooral de vraag of de disconteringsvoeten moeten worden afgeleid uit de rendementen van staatsleningen of die van swaps; zie verder ook het slot van de volgende paragraaf⁵. De IASB vindt dat de disconteringsvoeten 'consistent moeten zijn met de waarneembare marktprijzen van de kasstromen (van financiële titels) met kenmerken wat betreft bijvoorbeeld timing, valuta en liquiditeit die gematcht zijn met de kenmerken van de verplichting'.

Figuur 1 De marktwaarde van verzekeringsverplichtingen ('MVL'): verschillende visies

Discussiepunt	Concept richtlijn Solvency II (+ QIS3)	IASB Discussion Paper Fase II
1 Definitie van fair value	... liabilities shall be valued at the amount for which they could be transferred, or settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction.	The amount for which an asset could be exchanged, or a liability settled, between knowledgeable, willing parties in an arm's length transaction. Voorgesteld alternatief: The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants <u>at the</u> measurement date.
2 Methode	Current exit value, uitgaande van onmiddellijke overdracht. Is gedefinieerd als de som van de verwachtingswaarde en een risicomarge voor niet-hedgebare risico's. De hedgebare risico's moeten 'mark-to-market' worden gewaardeerd.	Lichte voorkeur voor current exit value (als in concept richtlijn Solvency II), <u>plus een servicemarge</u> . Als alternatief current entry value, gedefinieerd als de waarde op basis van de grondslagen in de tarifiering als eenzelfde polis op waarderingsmoment zou worden verkocht. Definitie van <u>current exit value</u> : The amount the insurer would expect to pay at the reporting date to transfer its remaining contractual rights and obligations <u>immediately</u> to another entity.
3 Definitie van Best Estimate	The best estimate should be equal to the probability-weighted average of the future cash flows, taking account of the time value of money (expected present value of future cash flows), using the relevant risk-free interest rate term structure.	Er wordt geen gebruik gemaakt van de term Best Estimate. In plaats daarvan wordt de MVL gedefinieerd als de som van de verwachte contante waarde, een risicomarge en een servicemarge.
4 Discontering	Gebaseerd op de relevante (?) risicovrije rentetermijnstructuur.	Gebaseerd op de actuele rentetermijnstructuur (risicovrij?).
5 Eigen kredietwaardigheid	Moet worden genegeerd.	Moet rekening mee worden gehouden: The current exit value of a liability is the price for a transfer that neither improves nor impairs its credit characteristics.
6 Risicomarge	Alleen voor de niet-hedgebare risico's. Hiervoor wordt de Cost-of-Capital ('CoC') benadering geprefereerd, maar de details in QIS3 zijn discutabel. In het bijzonder moeten de kapitaaleisen voor marktrisico, kredietrisico en operationeel risico worden meegenomen. Bovendien wordt de kapitaaleis op het waarderingsmoment, net als in SST, genegeerd.	- Geen onderscheid tussen hedgebare en niet-hedgebare risico's. Echter, methodologie zal waarschijnlijk niet worden voorgeschreven; CoC benadering waarschijnlijk wel acceptabel. - De risicomarge reflecteert alle risico's die inherent zijn aan de verplichtingen; beleggingsrisico's zonder effect op de verplichtingenkasstromen, ALM risico's en operationele risico's zijn dus niet relevant.
7 Meeteenheid en diversificatievoordelen	Insurance and reinsurance undertakings shall segment their insurance and reinsurance obligations into homogeneous risk groups, and as a minimum by lines of business, when calculating their technical provisions.	Risk margins should be determined for a portfolio of insurance contracts that are subject to broadly similar risks and managed together as a single portfolio. Risk margins should not reflect the benefits of diversification between portfolios and negative correlation between portfolios.
8 Servicemarge	Wordt niet onderscheiden.	... the measurement of an insurance liability should incorporate, in addition to the margin for the service of bearing risk (risk margin), an unbiased estimate of the margin, if any, that market participants would require for rendering other services (service margin).
9 Winsten op ingangsdatum	Ja, toegestaan.	Ja, toegestaan.
10 Discretionaire maatschappijwinstdeling	De verwachte winstuitkeringen moeten meegenomen worden in de verwachte kasstromen. Bij de vaststelling van de kapitaaleis mag rekening worden gehouden met de mate waarin langs deze weg risico's kunnen worden opgevangen.	Waarde is onderdeel van het eigen vermogen tenzij de verzekeraar een juridische of 'constructieve' verplichting heeft om deze extra uitkeringen te doen. IAS37 geeft richtlijnen om te bepalen of er sprake is van een dergelijk soort verplichting.
11 Ontvlechten van verzekerings- en depositocomponent	Nee, niet nodig.	Als deze componenten op een niet-arbitraire wijze kunnen worden onderscheiden, dan is IAS39 van toepassing voor de waardering van de depositocomponent.
12 Toekomstige premies	Ja, meenemen.	Alleen meenemen als dit nodig is voor het garanderen van de verzekerbareheid. Hiervan is sprake als er uitgegaan wordt van toekomstige premiebetaling tegen contractueel vastgelegde grondslagen en zonder wijzigingen in de risicodekking.

CFO Forum en CRO Forum	Overige partijen
CFO Forum: Geen definitie gegeven. CRO Forum: The MVL is derived from the cost of managing the risk underlying the business on an ongoing basis. The MVL therefore also represents the market consistent value at which the liabilities could be transferred to a willing, rational, diversified counterparty in an arms' length transaction under normal business conditions.	
Bij financiële verslaglegging: current exit value <u>plus</u> winstmarge in verband met nulstelling van negatieve MVL's. Bij solvabiliteitsbeoordeling: idem <u>exclusief</u> winstmarge want deze is onderdeel van de aanwezige solvabiliteit.	<u>SST, CEA en QIS3</u> : Current exit value, maar er wordt aangenomen dat de verplichtingen worden overgedragen aan het eind van het eerste jaar.
Verwachtingswaarde, d.i. het (kansgewogen) gemiddelde van de contante waarde van de kasstromen.	<u>Wft-toets</u> : MVL is gelijk aan de som van de contante waarde van de verwachte kasstromen en een 'adequate' risicomarge. <u>Anderen</u> : Verwachtingswaarde, i.e. het (kansgewogen) gemiddelde van de contante waarde van de kasstromen.
<u>CFO Forum</u> : Gebaseerd op de actuele rentetermijnstructuur (risicovrij?), maar benadering door middel van van enkele rentevoet moet toegestaan worden. <u>CRO Forum</u> : Risicovrije swap rate curve.	<u>Wft-toets</u> : De risicovrije rentetermijnstructuur zoals gepubliceerd door DNB, maar enkele rentevoet mag ook mits goedgekeurd door DNB. <u>Anderen</u> : Risicovrije rentetermijnstructuur
Moet worden genegeerd.	<u>Allen</u> : Moet worden genegeerd.
Als in concept Solvency II richtlijn: voorkeur voor CoC benadering. Verzekeringstechnisch volatiliteitsrisico moet worden genegeerd omdat dit een diversificeerbaar risico is. CRO Forum: Inclusief een marge voor operationele risico's.	<u>SST</u> : CoC benadering, inclusief marktrisico voor het eerste jaar plus alle soorten verzekeringsrisico (d.i. inclusief volatiliteitsrisico). De kapitaal eis voor het eerste jaar wordt genegeerd, omdat er wordt aangenomen dat de verplichtingen aan het eind van het eerste jaar worden overgedragen. <u>AIS</u> : Alleen voor risico's die inherent zijn aan de verplichtingen. <u>Wft-toets</u> : Mogen de verzekeraars zelf invullen.
<u>CFO Forum</u> : De 'portfolio's', d.i. de afzonderlijke groepen van contracten die gezamenlijk worden beheerd. <u>CRO Forum</u> : Inclusief alle diversificatievoordelen vanuit het standpunt van een goed gediversificeerde partij.	<u>SST</u> : De gehele portefeuille. <u>Wft-toets</u> : Homogene risicogroepen. De verschillende groepen hoeven echter niet afzonderlijk aan deze toets te voldoen.
Wordt niet onderscheiden.	<u>Allen</u> : Wordt niet onderscheiden.
Bij financiële verslaglegging: Nee, geen winsten op ingangsdatum (dus extra winstmarge). Bij solvabiliteitsbeoordeling: Ja, toegestaan (winstmarge is onderdeel van aanwezige solvabiliteit)	<u>CEA</u> : Conform CFO Forum en CRO Forum. <u>Anderen</u> : Ja, toegestaan.
Moet meegenomen worden in de verplichtingen conform het verwachte beleid van het management.	<u>Allen</u> : Moet meegenomen worden in de verplichtingen conform het verwachte beleid van het management.
Nee, niet nodig.	<u>Allen</u> : Nee, niet nodig.
Ja, meenemen.	<u>Allen</u> : Ja, meenemen.

Verder doet zich hier de principiële vraag voor of verzekeraars vrij moeten worden gelaten in de keuze van de disconteringsvoeten of dat de te hanteren disconteringsvoeten moeten worden voorgeschreven. Het eerste sluit aan op de algemene wens om te komen tot (een) 'principle based'-regime(s) voor financiële verslaglegging en solvabiliteitstoezicht, het tweede is weliswaar meer 'rules based' maar lijkt wel transparanter. Afgezien van de kwestie die in de volgende paragraaf aan de orde komt, is het onduidelijk of er situaties kunnen zijn waarbij het gebruik van verschillende disconteringsvoeten door verschillende verzekeraars gerechtvaardigd is⁶.

3.5 Eigen kredietwaardigheid

De IASB is vooralsnog van mening dat de current exit value gelijk is aan de overdrachtswaarde die *'neither improves nor impairs the credit characteristics of the liability'*. Dit zou niet alleen betekenen dat ervan uitgegaan moet worden dat de ontvangende partij even kredietwaardig is als de overdragende partij, maar ook dat een lagere kredietwaardigheid van de overdragende verzekeraar tot uitdrukking moet komen in een lagere waardering van haar verzekeringsverplichtingen. Zowel toezichthouders (FOPI, EC/CEIOPS en IAIS) als verzekeraars (CFO/CRO Forum) zijn faliekant tegen dit idee omdat verzekeraars dan 'beloond' zouden worden voor een lagere kredietwaardigheid.

Blijven deze verschillen van inzicht bestaan, dan zullen de verzekeringsverplichtingen onder Solvency II wat dit punt betreft dus in het algemeen hoger moeten worden gewaardeerd dan onder IFRS Fase II. Dit wordt bereikt door de verplichtingenkasstromen voor financiële verslagleggingdoeleinden niet te disconteren met de actuele risicovrije rentevoeten, maar met de actuele rentevoeten inclusief de actuele 'eigen' credit spread. (De verzekeraars hebben overigens een voorkeur voor discontering op basis van de swap rates in plaats van de yields van staatsleningen. Swap rates zijn iets hoger omdat zij niet volledig risicovrij zijn. Als daarbovenop nog de eigen credit spread moet worden toegepast is dus sprake van een bepaalde mate van 'double counting').

3.6 Risicomarge

Alle partijen zijn het eens dat de MVL, bovenop de Best Estimate component, een adequate risicomarge - 'Market Value Margin' (MVM) - moet bevatten voor de risico's gedurende de run-off van de verplichtingen. Met uitzondering van de IASB maakt men hierbij onderscheid tussen de hedgebare en de niet-hedgebare risico's. In het bijzonder: de hedgebare risi-

co's moeten worden gewaardeerd op de marktwaarde van de betreffende financiële instrumenten ('mark-to-market'), terwijl voor de niet-hedgebare risico's een modelbenadering nodig is ('mark-to-model').

De IASB zal waarschijnlijk geen concrete voorschriften uitgeven voor de modellering van de risicomarge. Toezichthouders (EC/CEIOPS) en verzekeringsindustrie hebben in dit verband inmiddels een duidelijke voorkeur uitgesproken voor de ook in de SST gevolgde 'Cost-of-Capital' (CoC) benadering, in plaats van de oorspronkelijk door CEIOPS voorgestelde Percentiel-benadering. Het wezenlijke verschil tussen deze twee benaderingen is dat de risicomarge in het eerste geval gelijk is aan de vergoeding die aandeelhouders eisen voor het aanhouden van kapitaal ter dekking van deze risico's (bovenop het risicovrije rendement dat over dit kapitaal wordt verdiend); bij de Percentiel-benadering is de risicomarge zelf ook een buffer (naast de kapitaaleis), bijvoorbeeld op basis van het 75%-percentiel van de verdelingsfunctie van de contante waarde van de jaarlijkse saldi van de verzekeringstechnische kasstromen. Zie IAA (2007) voor een vergelijking tussen de CoC- en Percentiel-benadering.

Gezien de invulling van de CoC-methode, wordt in de SST overigens impliciet aangenomen dat de verzekeringsverplichtingen pas ultimo jaar één (moeten kunnen) worden overgedragen. Bij de vaststelling van de MVM moet namelijk de kapitaaleis op het waarderingsmoment worden genegeerd. Dit was ook het geval in QIS3 van CEIOPS. CEA gaat impliciet eveneens uit van transfer ultimo jaar één⁷, terwijl het CRO Forum de kapitaaleis op $t=0$ wel meeneemt in de berekening van de MVM (CRO Forum, 2006).

Er is verder nog geen consensus over de vraag welke risico's precies moeten worden meegenomen bij de toepassing van de CoC-methode. IASB en IAIS stellen wel duidelijk dat in dit verband alleen rekening moet worden gehouden met de risico's die inherent zijn aan de verplichtingen. Alleen de verzekeringstechnische risico's dus, en niet óók de marktrisico's, kredietrisico's en operationele risico's.

In de SST moet ook de kapitaaleis voor de marktrisico's ultimo jaar één worden meegenomen, echter wel onder de aanname dat deze specifieke eis op dat moment gelijk zal zijn aan die op het waarderingsmoment. Dit is gebaseerd op de gedachte dat het één jaar kan duren voordat de verzekeraar zijn beleggingsportefeuille heeft omgezet naar de 'replicating asset portfolio', dat is de beleggingsportefeuille die perfect gematcht is met de verzekeringstechnische kasstromen. In QIS3 moest zelfs niet alleen de kapitaaleis ultimo jaar één voor marktrisico's worden meegenomen, maar ook die voor kredietrisico's en operationele risi-

co's. FOPI en CEIOPS gaan er dus niet alleen van uit dat de transfer pas ultimo jaar één plaatsvindt, maar ook dat de kapitaalmarkt imperfect is.

CEA neemt eveneens de krediet- en operationele risico's mee, maar negeert de marktrisico's omdat zij deze als hedgebaar beschouwt (CEA, 2006)⁸. Het CRO Forum stelt nadrukkelijk dat operationele risico's niet-hedgebaar zijn. Maar is het tegenwoordig niet in toenemende mate mogelijk om dergelijke risico's door middel van outsourcing van activiteiten af te wentelen op andere partijen (waarvoor dan natuurlijk kredietrisico in de plaats komt)? Bovendien: onder QIS3 vormen de risico's rond de polisgerelateerde kosten (waaronder het niet-hedgebare inflatierisico) onderdeel van de verzekeringstechnische risico's; hiervoor moet ook een MVM worden aangehouden. Hoeveel van het risicokapitaal voor de (niet-polisgerelateerde) operationele risico's moet dan nog aan de afzonderlijke deelportefeuilles van verzekeringsverplichtingen worden toegerekend?

Het is ook nog niet geheel duidelijk in hoeverre ook de diversificeerbare risico's moeten worden meegenomen in de waardering. Volgens het Capital Asset Pricing Model (CAPM) uit de beleggingstheorie worden alleen de niet-diversificeerbare ('systematische') risico's geprijsd in een perfecte markt. Deze gedachte wordt nog het duidelijkst overgenomen door de IAIS: *'Lack of diversification within a risk factor, ..., should be reflected in (increased) required capital, not in technical provisions.'* (IAIS, 2007). Gezien de toepassingen lijken niettemin alle partijen exclusief FOPI - zie de volgende paragraaf - het eens dat het verzekeringstechnische volatiliteitsrisico in de waardering van de verplichtingen moet worden genegeerd. Vanwege de wet van de grote aantallen wordt dit risico namelijk volledig diversificeerbaar geacht.

Andere nog openstaande punten betreffen de hoogte van het CoC-percentage en de wijze waarop de eenjarige kapitaal eis moet worden geëxtrapoleerd.

3.7 Meeteenheid en diversificatievoordelen

Alle partijen, met uitzondering van FOPI, stellen dat de risicomarge moet worden vastgesteld per 'homogene risicogroep'. Zo'n groep vormt dan de meeteenheid ('unit of account'). Bij de bepaling van de MVL moeten diversificatievoordelen tussen verschillende groepen dan ook worden genegeerd. De IASB onderbouwt dit door te zeggen dat de current exit value onafhankelijk behoort te zijn van de entiteit. Aanwezige diversificatievoordelen zijn immers 'company-specific'. Anderen stellen in dit verband dat de risicogroepen ook ieder afzonderlijk moeten kunnen worden over-

gedragen aan een andere partij.

FOPI staat op het standpunt dat de totale portefeuille het uitgangspunt behoort te zijn. Bij de bepaling van de MVL binnen de SST mogen dan ook alle diversificatievoordelen binnen de totale aanwezige portefeuille worden meegenomen. Anderzijds moet hierbij ook rekening worden gehouden met de actuele omvang van het (diversificeerbare) volatiliteitsrisico. De reden voor deze benadering is dat FOPI de MVL niet afhankelijk wil maken van een specifieke veronderstelling over de mate waarin de overnemende partij gediversificeerd is (zie ook FOPI, 2006). Hierdoor, maar dit was al het geval met de SST vanwege het meenemen van marktrisico's (zie vorige paragraaf), wordt de MVL echter 'company-specific' en dit is strijdig met de wens van de IASB (en vele anderen, waaronder ook de IAIS).

Sommige partijen menen dat het negeren van de eigen diversificatievoordelen tussen verschillende risicogroepen zal leiden tot een onnodig hoge MVL op totaalniveau. Negeren impliceert immers de aanname dat de correlaties tussen de desbetreffende verschillende risico's gelijk zijn aan één. Het CRO Forum gaat in haar eigen definitie van fair value ervan uit dat de overnemende partij 'diversified' is (zie ook paragraaf 3.1). Dit zou dan betekenen dat alle verzekeraars, bij eenzelfde indeling in risicogroepen, moeten uitgaan van dezelfde correlaties tussen deze groepen, en wel op de relatief lage niveaus van de grote, 'well-diversified' verzekeraars. Het is nog onduidelijk hoe laag deze correlaties zijn, en ook op welke uniforme wijze de resulterende 'fictieve' diversificatievoordelen moeten worden verdeeld over de afzonderlijke risicogroepen; zie ook het rapport van de Groupe Consultatif (GC) over diversificatie (GC, 2005).

Indien voor de financiële verslaglegging en de solvabiliteitsrapportages verschillende risicogroepen worden onderscheiden en/of verschillende correlaties worden verondersteld tussen de risico's van deze groepen, dan zal de onderhavige kwestie dus leiden tot een MVL voor de financiële verslaglegging die afwijkt van die voor de solvabiliteitsrapportages.

3.8 Servicemarge

Alleen de IASB acht het gewenst om ook nog een 'servicemarge' te onderscheiden als onderdeel van de MVL. Deze marge moet worden gezien als een vergoeding voor het verlenen van andere diensten dan het bieden van risicodekking, zoals bijvoorbeeld vermogensbeheer. Wat de IASB precies bedoelt met 'servicemarge' is echter nog niet duidelijk. Het onderscheiden van zo'n servicemarge veronderstelt immers in de eerste plaats dat deze andersoortige dienstverlening

eenduidig afzonderlijk kan worden onderscheiden. Dit lijkt niet altijd mogelijk⁹. In de tweede plaats doet zich de vraag voor welke vergoeding dan gehanteerd mag worden. De IASB lijkt te bedoelen dat de vergoeding moet worden gelijkgesteld aan wat een overnemende partij hiervoor zou eisen, dat is de extra winstmarge die door een overnemende partij voor deze activiteiten wordt geëist. Maar hoe winstgevend moet deze dienstverlening dan zijn, en wat te doen als de winstgevendheid hoger is dan nodig geacht?

3.9 Winsten op ingangsdatum

De som van Best Estimate en risicomarge (plus eventueel ook servicemarge) zal op de ingangsdatum van de polis (en mogelijk ook nog gedurende enkele jaren daarna) negatief zijn als het onderhavige product winstgevend is. Onder zowel current exit value als current entry value zal dan ook op ingangsdatum in het algemeen een winst mogen worden geboekt ('profit at inception'). Het CFO Forum en CEA zijn, binnen het kader van de financiële verslaglegging, echter grote tegenstanders hiervan. Negatieve MVL's zouden daarom altijd tot nul moeten worden verhoogd. De desbetreffende extra (!) marge in de MVL, afzonderlijk te vermelden, zou in het kader van de solvabiliteitsbeoordeling echter wel als (extra) aanwezige solvabiliteit moeten worden aangemerkt. Mits er sprake is van een adequate risicomarge hebben EC, en toezichthouders en IASB (vooralsnog) geen moeite met negatieve MVL's.

3.10 Discretionaire maatschappijwinstdeling

De kwestie in hoeverre discretionaire winstdelingsverplichtingen meegenomen moeten worden in de MVL is al meerdere jaren onderwerp van discussie. De IASB stelt zich (voorlopig) op het standpunt dat hiervoor méér nodig is dan dat de polishouders 'reasonable expectations' moeten hebben ten aanzien van de winstdeling (het standpunt van de toezichthouders) en/of dat het management voornemens moet zijn om deze verplichtingen ook gestand te zullen doen (het standpunt van met name het CFO Forum). In plaats daarvan meent de IASB dat sprake moet zijn van een 'legal' of 'constructive' verplichting. IAS 37 geeft nadere richtlijnen voor de beoordeling of dit het geval is. Deze kwestie zou dus kunnen leiden tot een hogere MVL voor solvabiliteitsbeoordeling dan voor de jaarrekening.

3.11 Ontvlechten

Het afzonderlijk waarderen van de verzekerings- en depositocomponent (indien afzonderlijk te onderscheiden) in een verzekeringscontract, ook wel

'ontvlechten' ('unbundling') genoemd, is primair van belang indien voor beide componenten andere waarderingsgrondslagen van toepassing zouden zijn. Vanuit de 'total balance sheet'-benadering voor toekomstige solvabiliteitsbeoordeling moeten alle componenten van een verzekeringscontract binnen Solvency II op marktwaarde worden gewaardeerd. Ontvlechten is dan alleen noodzakelijk indien de waarden van de verschillende componenten afzonderlijk moeten worden gerapporteerd. De rapportage-eisen van Solvency II ('Pillar III') zijn echter nog niet in detail bekend.

De IASB is vooralsnog van mening dat wanneer de depositocomponent afzonderlijk kan worden gewaardeerd, dit zal moeten gebeuren conform IAS 39. Het is nog onduidelijk welke verschillen dit kan opleveren. Niettemin kan deze kwestie ertoe leiden dat verzekeringscontracten in de toekomst onder IFRS (ten dele) anders gewaardeerd zullen moeten worden dan onder Solvency II.

3.12 Toekomstige premies

Hoewel alle partijen van mening lijken dat de verwachte toekomstige premiebetalingen meegenomen moeten worden in de vaststelling van de MVL, worstelt de IASB nog met de vraag met welke argumentatie dit kan worden gerechtvaardigd. De IASB heeft daarom het concept 'guaranteed insurability' geïntroduceerd als criterium voor de vraag of deze toekomstige premies mogen worden meegenomen. Het is nog onduidelijk hoe dit concept moet worden gehanteerd in het kader van universal life-verzekeringen. Bij alle andersoortige verzekeringen zal op grond van dit criterium naar verwachting wel rekening mogen worden gehouden met de verwachte toekomstige premieontvangsten.

4 Samenvattende conclusies

In de vorige paragrafen is een overzicht gegeven van de verschillende visies die momenteel bestaan ten aanzien van het relatief nieuwe, niet-waarneembare begrip 'marktwaarde verzekeringsverplichtingen' (MVL). Deze verschillen betreffen (tenminste) twaalf verschillende aspecten. Sommige hiervan zijn zeer wezenlijk vanuit conceptueel oogpunt.

Zo ontbreekt nog volledige overeenstemming over de vraag of bij de modelmatige invulling van de MVL de transfargedachte (overdracht aan een andere partij) dan wel de settlement-gedachte (zelf afwickelen) moet worden gevolgd. Deze discussie gaat in de basis vooral over de vraag in hoeverre gebruik mag worden gemaakt van 'entity-specific' in plaats van 'marktcon-

sistente' aannames (bijvoorbeeld ten aanzien van de kosten) en de mate waarin rekening moet worden gehouden met discretionaire winstdelingsverplichtingen. Een andere fundamentele kwestie is de vraag of moet worden uitgegaan van 'current exit value' of 'current entry value'. De meeste partijen geven de voorkeur aan current exit value als basis voor zowel de toekomstige financiële verslaglegging als de toekomstige solvabiliteitsbeoordeling, mits hierbij entity-specific aannames gehanteerd mogen worden - met name bij kosten; wat is immers marktconsistent? - en in principe alle gerelateerde kasstromen (winstdeling, toekomstige premies) moeten worden meegenomen.

De meerderheid van de betrokken partijen heeft verder een duidelijke voorkeur voor de Cost-of-Capital (CoC)-methode ten behoeve van de bepaling van de risicomarge als onderdeel van de MVL. Gezien de invulling die zij geven aan de CoC-methode gaan de Europese toezichthouders (FOPI en EC/CEIOPS) en CEA er tot heden overigens van uit dat de overdracht naar een andere partij pas ultimo jaar één zal plaatsvinden. CFO Forum en CEA wensen daarnaast een extra 'winstmarge' in de MVL bij de financiële verslaglegging om te voorkomen dat op ingangsdatum winsten worden geboekt. Deze winstmarge zou binnen Solvency II wel als onderdeel van de aanwezige solvabiliteit moeten worden aangemerkt.

De Europese toezichthouders gaan er tevens vanuit dat de relevante markten niet perfect zijn. Om deze reden moet bij de bepaling van de MVL binnen de SST bijvoorbeeld ook rekening worden gehouden met marktrisico's. Volgens QIS3 moet de MVL zelfs ook een vergoeding bevatten voor krediet- en operationele risico's. Dergelijke risico's hebben echter weinig of niets te maken met de verzekeringsverplichtingen. Impliciet gevolg is dan ook dat de MVL volgens de toezichthouders company-specific moet zijn. Dit is nadrukkelijk in strijd met de wens van de IASB. Hier staat tegenover dat de IASB vindt dat een hoger eigen kredietrisico moet leiden tot een lagere MVL in de financiële verslaglegging. De toezichthouders zullen dit niet toestaan binnen het kader van de solvabiliteitsbeoordeling. Ook de industrie wijst dit af.

Verder bestaat nog geen consensus over de mate waarin rekening mag worden gehouden met diversificatievoordelen tussen verschillende homogene risicogroepen. IASB en CEIOPS willen dit verbieden. In de SST mag echter rekening worden gehouden met de 'eigen' diversificatievoordelen, terwijl het CRO Forum pleit voor het uniforme gebruik van correlaties op de relatief lage niveaus van de 'well-diversified' verzekeraars. Andere nog openstaande punten betreffen de noodzaak om ook een servicemarge te onderscheiden,

de vraag of de verzekerings- en depositocomponent volgens verschillende principes moeten worden gewaardeerd, en de vraag onder welke voorwaarden rekening mag worden gehouden met toekomstige premieontvangsten.

Op dit moment is het beeld dus nog tamelijk gevarieerd. Het is daarom nog lang niet zeker dat de MVL in de toekomst voor de financiële verslaglegging (IFRS Fase II) en solvabiliteitsbeoordeling (Solvency II) op exact hetzelfde niveau zal moeten worden vastgesteld. De principiële vraag doet zich daarom voor of de verschillende doeleinden van financiële verslaglegging en solvabiliteitsrapportages - rapportage over welke activa en passiva er zijn respectievelijk zijn er wel genoeg activa om de verzekeringsverplichtingen met voldoende vertrouwen te kunnen nakomen? - kunnen rechtvaardigen dat de verzekeringsverplichtingen binnen deze kaders verschillend gewaardeerd zouden moeten worden. Zo'n situatie is in ieder geval niet kostenefficiënt voor de verzekeraars en weinig transparant voor alle overige belanghebbenden. ■

Gehanteerde afkortingen

(tussen haakjes de verwijzing naar de website)

ALM	Asset Liability Management
BE	Best Estimate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEA	Comité Européen des Assurances (www.cea.assur.org)
CEIOPS	Committee of Insurance and Occupational Pensions Supervisors (www.ceiops.org)
CFO Forum	Chief Financial Officer Forum (www.cfoforum.nl)
CoC	Cost of Capital
CRO Forum	Chief Risk Officer Forum (www.croforum.org)
DNB	De Nederlandsche Bank (www.dnb.nl)
EC	Europese Commissie (ec.europa.eu)
FCL	Financial Component of the Liabilities
FOPI	Federal Office of Private Insurance (Zwitserland, www.bpv.admin.ch)
GC	Groupe Consultatif Actuariel Européen (www.gcactuaries.org)
GNAIE	Group of North American Insurance Enterprises (www.gnaie.com)
IAA	International Actuarial Association (www.actuaries.org)
IAIS	International Association of Insurance Supervisors (www.iaisweb.org)
IAS	International Accounting Standards

IASB	International Accounting Standards Board (www.iasb.org)
IASC	International Accounting Standards Committee
IFRS	International Financial Reporting Standards
LAT	Liability Adequacy Test
MCEV	Market Consistent Embedded Value
MVL	Market Value of Liabilities
MVM	Market Value Margin
ORSA	Own Risk and Solvency Assessment
QIS	Quantitative Impact Study
SST	Swiss Solvency Test
VBIF	Value of Business in Force
Wft	Wet op het financieel toezicht

Literatuur

- Aarzen, A. en T.J. Mourik (2005), IFRS 4 Insurance Contracts, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie, vol. 79, no. 1/2, pp. 19-24.
- Comité Européen des Assurances (2006), *CEA Document on Cost of Capital*, 21 april 2006.
- Committee of Insurance and Occupational Pensions Supervisors (2007a), *QIS3 Technical Specifications*, april 2007.
- Committee of Insurance and Occupational Pensions Supervisors (2007b), *CEIOPS' Report on its third Quantitative Impact Study (QIS3) for Solvency II*, november 2007.
- Chief Financial Officer Forum (2005), *Principles for an IFRS Phase II Insurance Model*, 21 juli 2005.
- Chief Financial Officer Forum (2006), *Elaborated Principles for an IFRS Phase II Insurance Accounting Model*, juni 2006.
- Chief Financial Officer Forum en Comité Européen des Assurances (2007), *Response to IASB Discussion Paper – Preliminary Views on Insurance Contracts*, 30 november 2007.
- Chief Risk Officer Forum (2006), *A market cost of capital approach to market value margins – A Discussion Paper*, 17 maart 2006.
- De Nederlandsche Bank (2006), *Regeling solvabiliteitsmarge en technische voorzieningen verzekeraars*, Staatscourant, 19 december 2006, no. 247.
- European Commission (2007), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance*, 10 juli 2007.
- Federal Office of Private Insurance (2004), *White Paper of the Swiss Solvency Test*, november 2004.
- Federal Office of Private Insurance (2006), *The Swiss Experience with Market Consistent Technical Provisions – the Cost of Capital Approach*, 28 maart 2006.
- Girard, L.N. (2000), Market Value of Insurance Liabilities; Reconciling the actuarial appraisal and option pricing methods, *North American Actuarial Journal*, vol. 4, no. 1, pp. 31-62.
- Groupe Consultatif Actuariel Européen (2005), *Diversification; technical paper*, 31 oktober 2005.
- Huber, P., P. Koch en H.P. Würmli (2007), *Comments on IAA exposure draft on Measurement of Liabilities for Insurance Contracts*, 26 mei 2007.
- International Actuarial Association (2004) *A Global Framework for Insurer*

Solvency Assessment, Report of the Insurer Solvency Assessment Working Party.

International Actuarial Association (2007), *Measurement of Liabilities for Insurance Contracts: Current Estimates and Risk Margins*, exposure draft van de ad hoc Risk Margin Working Group, 23 februari 2007.

International Association of Insurance Supervisors (2007), *The IAIS common structure for the assessment of insurer solvency*, 14 februari 2007.

International Accounting Standards Board (2006), *Fair Value Measurements*, Discussion Paper, november 2006.

International Accounting Standards Board (2007), *Preliminary Views on Insurance Contracts*, Discussion Paper, mei 2007.

International Accounting Standards Committee (1999), *Issues Paper on Insurance*, december 1999.

International Accounting Standards Committee (2001), *Draft Statement of Principles*, 8 oktober 2001.

Klijnsmit, C. (1990), De embedded en appraisal value, benadering als beleidsinstrumentarium, *Het Verzekerings-Archief*, vol. 67, pp. 333-344.

Mourik, T.J. (2007), De nieuwe toereikendheidstoets en prudentiële filters voor verzekeraars, *Het Verzekerings-Archief*, vol. 84, pp. 114-121.

Nivra (1995), *Embedded value*, Studierapport 32 van de Platform Commissie NIVRA/AG (PCNA).

Pröpper, M.H. (2007), Een blauwdruk voor technische voorzieningen, *Het Verzekerings-Archief*, vol. 84, pp. 108-113.

Smid, C.L. (1996), Embedded value en de marktwaarde van verzekeringsverplichtingen, *Het Verzekerings-Archief*, vol. 73, pp. 30-35.

Noten

- In Nivra (1995) wordt de Embedded value gedefinieerd als de contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen, welke verwacht worden voort te vloeien uit de bestaande verzekeringsportefeuille en de met die aanwezige verzekeringsportefeuille én de met het aanwezige eigen vermogen verband houdende beleggingsportefeuille, waarbij wordt uitgegaan van going concern. In de praktijk worden voor de 'vrije kasstromen' meestal de resultaten na belastingen ingevuld conform de door de verzekeraar in de jaarrekening gehanteerde waarderingsgrondslagen, en rekening houdend met de kosten van het vermogensbeslag. De Embedded value na aftrek van de actuele marktwaarde van de beleggingen tegenover het eigen vermogen staat bekend als de 'Value of Business in Force' (VBIF). Deze component kan worden geïnterpreteerd als de contante waarde van de (netto uitkeerbare) resultaten die zijn 'ingelockt' in de technische voorziening. De technische voorziening, zijnde de actuele boekwaarde van de verzekeringsverplichtingen, na aftrek van de VBIF kan dan worden gezien als een (indirecte) schatting van de actuele marktwaarde van de verzekeringsverplichtingen.
- In het eerste geval gaat het om de waarde vanuit het standpunt van een overnemende partij, in het tweede geval om de waarde voor de eigen aandeelhouders onder de aanname dat de verzekeraar de verplichtingen zelf zal afwikkelen. Welke benadering de voorkeur verdient is nog steeds een punt van discussie; zie ook paragraaf 3.1 en eindnoot 3.
- Aansluitend op eindnoot 2 gaat de discussie dus feitelijk om de vraag of de MVL zo objectief mogelijk moet zijn voor derden (transfer) dan wel of deze meer 'intern' gericht moet zijn omdat hierin ook rekening moet worden gehouden met het (discretionaire) beleid van de verzekeraar

(zelf afwikkelen). Eventueel zou gekozen kunnen worden voor het eerste voor zowel financiële verslaglegging als Pillar I van Solvency II, en zou de minder objectieve settlement-benadering kunnen worden gevolgd bij de eveneens periodiek te rapporteren Own Risk and Solvency Assessment ('ORSA') als onderdeel van Pillar II van Solvency II. Bij dit laatste, waarbij de nadruk sowieso meer ligt op het uitleggen en onderbouwen van het eigen beleid op de langere termijn, zou dan wel altijd, althans voor zover mogelijk, ook het verschil met de 'transfer' MVL kunnen worden geanalyseerd naar bronnen.

- 4 Een relatief nieuwe ontwikkeling is dat de aldus gedefinieerde 'Best Estimate' gelijk gesteld wordt aan de marktwaarde van de daadwerkelijk op de kapitaalmarkt beschikbare financiële instrumenten waarmee alle stochastische gegenereerde verplichtingenkasstromen zo goed mogelijk kunnen worden gerepliceerd (de 'replicating asset portfolio'). Hierbij worden dus feitelijk alleen de rendementen op de kapitaalmarkt als stochastisch beschouwd. Sommige partijen spreken in dit verband dan ook liever van de 'Financial Component of the Liabilities' ('FCL') dan van de Best Estimate.
- 5 Bijna alle partijen menen dat ook de kortlopende verplichtingen van schadeverzekeraars gedisconteerd moeten worden. De Group of North American Insurance Enterprises (GNAIE) is hier echter tegen.
- 6 DNB schrijft voor dat alle verzekeraars bij de Wft-toets in principe de door haar gepubliceerde disconteringsvoeten moeten hanteren. Alternatieve keuzes moeten worden onderbouwd en goedgekeurd.
- 7 Dientengevolge valt bij realisaties in jaar 1 conform de verwachtingen op het waarderingsmoment ultimo jaar 1 de vergoeding vrij voor de kapitaaleis die pas op dat moment ingaat voor de periode tussen $t=1$ en $t=2$, en dus niet de vergoeding voor het over het voorgaande jaar geïnvesteerde kapitaal. Zo'n vrijval vooraf lijkt mij onlogisch.
- 8 Het (nog) niet op de kapitaalmarkt beschikbaar zijn van vastrentende waarden met lange looptijden, waardoor de langlopende verzekeringsverplichtingen niet kunnen worden gerepliceerd, is een (nog) niet hedgebare vorm van marktrisico. Hiermee kan naar mijn mening echter op een relatief eenvoudige wijze rekening worden gehouden door de disconteringsvoeten voor de langere termijn op een 'prudente' wijze vast te stellen.
- 9 'Ontvlechting' ('unbundling') is voor de IASB ook een belangrijk issue – zie ook paragraaf 3.11 -, maar hierbij gaat het met name om het afzonderlijk waarderen van de verzekeringscomponent en de (eventuele) depositocomponent binnen een verzekeringscontract.