Embedded value

Onderzoek naar de opname van embedded value in de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen.

 Bachelorscriptie Accounting

Naam: Suzanne Jaspers

Studentnummer: 328571

Scriptiebegeleider: C. van der Spek RA

Datum: 08/07/2013

Inhoudsopgave

Inleiding 3

Hoofdstuk 1: Probleemstelling 5

Onderzoeksvraag en deelvragen 5

Relevantie 6

Verantwoording 6

Plan van aanpak 7

Hoofdstuk 2: Gebruikers 9

Algemeen 9

Verzekeringsmaatschappijen 9

Hoofdstuk 3: Embedded value 11

Definitie 12

Embedded value reporting 15

Hoofdstuk 4: Rapportage en berekeningsmethode verzekeringsmaatschappijen 20

Achmea 20

Delta Lloyd Group 23

ING 26

Aegon 27

Allianz 28

AXA 31

Prudential 35

Hoofdstuk 5: Vergelijking 36

Vergelijkbaarheid 36

Transparantie 37

Hoofdstuk 6: Regelgeving 41

Balans 41

Winst- en verliesrekening 42

IFRS 4 43

Advies 48

Conclusie 50

Literatuurlijst 51

Bijlage 1 53

Bijlage 2 55

# Inleiding

Deze bachelor scriptie gaat over de embedded value van een verzekeringsmaatschappij en zal kijken naar de toegevoegde waarde van de embedded value wanneer deze wordt opgenomen in de jaarrekening. De embedded value van een verzekeringsmaatschappij geeft de waarde van de onderneming aan en wordt gebruikt bij pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Bij het berekenen van deze waarde wordt uitgegaan van de toekomstige kasstromen van de verzekeringsportefeuille op basis van bestaande contracten en klanten. De embedded value van een onderneming is bijzonder relevant voor de aandeelhouder, rating agencies en bij overnames en fusies. Op dit moment is het in de regelgeving niet vereist of gebruikelijk de embedded value op te nemen in de jaarrekening. Ik wil gaan onderzoeken of het toegevoegde waarde heeft deze informatie wel op te nemen, en hoe dit het beste zou kunnen gebeuren.

In het eerste hoofdstuk zal de onderzoeksvraag die in deze scriptie centraal staat worden behandeld. Vervolgens zal er in gegaan worden op de bijbehorende deelvragen, deze deelvragen zullen het beantwoorden van de onderzoeksvraag vergemakkelijken. Het eerste hoofdstuk bevat naast de onderzoeksvraag en de deelvragen ook de relevantie van het onderwerp, een verantwoording en het plan van aanpak voor het schrijven van de scriptie. De scriptie richt zich op de embedded value van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen.

Voordat er in wordt gegaan op het begrip embedded value komt in hoofdstuk 2 de definitie van een gebruiker aan bod. Er wordt omschreven welke gebruikers de jaarrekening van een pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij heeft en waarvoor zij de jaarrekening gebruiken. In hoofdstuk 3 zal het begrip embedded value uitgebreid worden uitgelegd. Allereerst worden de verzekeringsmaatschappijen gedefinieerd, vervolgens de embedded value en het belang ervan en als laatste komt embedded value reporting aan bod. In hoofdstuk 4 zal het werkelijke onderzoek plaatsvinden. De rapportage- en berekeningsmethoden van de embedded value zullen worden onderzocht voor zes verzekeringsmaatschappijen, drie uit Nederland, twee uit Europa en één uit de Verenigde Staten. Bij elke verzekeringsmaatschappij zal uitgebreid worden ingegaan op de manier waarop er wordt omgegaan met de embedded value in de externe verslaggeving. Hoofdstuk 5 zal ingaan op de vraag in hoeverre de embedded value van de verschillende onderzochte levensverzekeringsmaatschappijen onderling te vergelijken is. Allereerst zullen de begrippen vergelijkbaarheid en transparantie worden uitgelegd. Daarna zullen de gegevens uit hoofdstuk 4 worden getoetst op vergelijkbaarheid. Er wordt gekeken of de embedded value informatie die openbaar wordt gemaakt onderling vergelijkbaar is.

Het laatste hoofdstuk van deze scriptie betreft de externe verslaggevingsregels voor verzekeringsmaatschappijen. De regels voor de balans en voor de winst- en verliesrekening komen aan de orde, maar ook IFRS 4 ‘Insurance Contracts’ wordt besproken. Als laatste zullen er mogelijkheden voor opname van de embedded value in de jaarrekening worden beschreven.

Na het inhoudelijke gedeelte van de scriptie zal er een kort advies worden gegeven aan de hand van de bevindingen. De scriptie wordt afgesloten met een conclusie, waarin de onderzoeksvraag wordt beantwoord.

# Hoofdstuk 1: Probleemstelling

Dit hoofdstuk dient als een introductie op de scriptie, met daarin relevante informatie die voorafgaande aan het lezen van belang is. Allereerst wordt er aangegeven welke onderzoeksvraag en bijbehorende deelvragen er in deze scriptie beantwoord zullen worden. Vervolgens komen de relevantie en de verantwoording van het onderwerp aan bod. Hierin wordt besproken waarom het onderwerp relevant is en wordt de manier van onderzoek verantwoord. Als laatste zal het plan van aanpak uiteengezet worden, die gevolgd wordt bij het schrijven van deze scriptie.

### *Onderzoeksvraag en deelvragen*

De onderzoeksvraag is zo opgesteld dat het kort en bondig het doel van het onderzoek weergeeft. De deelvragen zijn op een dergelijke manier geformuleerd zodat de onderzoeksvraag juist en uitgebreid kan worden beantwoord. De onderzoeksvraag en deelvragen luiden als volgt:

*Welke toegevoegde waarde voor de gebruiker van de jaarrekening heeft het opnemen van de embedded value in de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen?*

* Wie zijn de gebruikers van de jaarrekening van verzekeringsmaatschappijen?
* Wat is embedded value?
* Hoe wordt embedded value gerapporteerd door grote verzekeringsmaatschappijen in binnen- en buitenland?
* In hoeverre is de door de verzekeringsmaatschappijen berekende embedded value vergelijkbaar?
* Hoe past het opnemen van embedded value in de jaarrekening binnen de huidige regelgeving?

De indeling van de scriptie houdt de volgorde van de deelvragen aan en elk hoofdstuk zal in het teken staan van de beantwoording van een deelvraag. De scriptie wordt afgesloten met een advies en een conclusie. Het advies bevat een aanbeveling die wordt gevormd aan de hand van de onderzoeksresultaten en de conclusie geeft een antwoord op de onderzoeksvraag.

### *Relevantie*

De embedded value is de huidige en toekomstige waarde van een pensioen- of levensverzekeringsmaatschappij op basis van bestaande klanten en contracten. In tijden van crisis of een krimpende economie, maar ook in economische gunstige tijden, is het erg belangrijk om de waarde van ondernemingen vast te kunnen stellen. Vooral in een markt waar tegenwoordig veel gebeurt en verandert, zoals de markt van pensioen- en levensverzekeringen, is het vaststellen van de waarde van de onderneming van belang. Er zijn drie zaken die het belang van de embedded value doen toenemen, namelijk:

1. Door een afname in het vertrouwen van consumenten dalen verkopen en dus de omzet van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen.

2. De bevolking wordt de laatste jaren steeds ouder. De zogenaamde sterfte inschattingen, waar oorspronkelijk vanuit was gegaan, moeten voortdurend worden aangepast.

3. Er komt steeds meer concurrentie van banken voor de pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Banken bieden de consument naast leningen of geldrekeningen ook spaarverzekeringen voor de oude dag aan (banksparen). Deze concurrentie zorgt ervoor dat het aandeel in de markt voor pensioen- en levensverzekeringen krimpt.

De probleemstelling die ik heb geformuleerd valt binnen de vraagstukken van externe verslaggeving. Het gaat om de vraag of relevante informatie over een verzekeraar zou moeten worden opgenomen in de jaarrekening. Het onderwerp heeft betrekking op de verslaggeving en de jaarrekening van een specifiek soort ondernemingen, namelijk pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. De sectie Accounting, Auditing & Control houdt zich onder andere bezig met externe verslaggeving en binnen dit onderwerp wordt onderzoek gedaan naar de verschillende regelgevingsstandaarden. Een vraagstuk omtrent de opname van de embedded value in de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen past naar mijn inzien daarom goed binnen het vakgebied van de sectie.

### *Verantwoording*

Om een juist en uitgebreid antwoord te kunnen formuleren op de onderzoeksvraag is onderzoek nodig en voor de beantwoording van deze onderzoeksvraag zal ik vooral gebruik maken van literatuuronderzoek. Op basis van relevante literatuur en jaarrekeningen van enkele grote pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen zullen de deelvragen beantwoord worden en door de beantwoording van de deelvragen kan uiteindelijk een antwoord worden gegeven op de onderzoeksvraag. Door de jaarrekeningen van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen in het binnen- en buitenland door te nemen wordt het onderzoek toegespitst op de praktijk en daarom tastbaarder.

Op dit moment is er nog geen uniforme regelgeving omtrent de opname van de embedded value in de jaarrekening van een pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij en in deze scriptie wordt onderzocht of een uniforme standaard een verbetering van de externe verslaggeving zal zijn. Er zijn verschillende onderzoeken naar de embedded value geweest, maar weinig die ingaan op de opname van de embedded value in de jaarrekening. Door het onderzoek te specificeren op Nederlandse pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen en deze te vergelijken met grote verzekeraars uit de VS en Europa wordt er een deel van de markt bekeken die nog niet vaak belicht is. De reden voor een vergelijking met buitenlandse verzekeraars is om het onderzoeksgebied uit te breiden.

Een scriptie schrijven over een origineel en specifiek onderwerp, zoals de embedded value, is waardevol en voegt hopelijk waarde toe aan al eerder gedane onderzoeken.

### *Plan van aanpak*

Voorafgaande aan het schrijven van de scriptie is het van belang goed voor ogen te hebben wat er moet gebeuren en hoe dit het beste kan worden aangepakt. Dit plan van aanpak geeft dan aan op welke manier de scriptie tot stand zal komen.

Allereerst zullen er relevante artikelen worden gezocht. Relevante artikelen met betrekking tot het onderwerp van deze scriptie moeten bijvoorbeeld gaan over de embedded value, het rapporteren van de embedded value en regelgeving voor de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Het proces zal starten met het zoeken van artikelen, echter betekent dit niet dat er tijdens het schrijven geen relevante artikelen meer bij kunnen komen. Naast het zoeken van relevante artikelen zullen ook de jaarrekeningen en embedded value rapportages van de te onderzoeken verzekeringsmaatschappijen worden verzameld.

Na het zoeken van artikelen volgt het eerste inhoudelijke hoofdstuk, het hoofdstuk over embedded value. Dit hoofdstuk zal voornamelijk worden geschreven aan de hand van literatuur. Door eerst de theorie uit te werken wordt het begrip omlijnd en ontstaat er een goede basis kennis. Wanneer de theorie en het begrip embedded value zijn uitgelegd zal het werkelijke onderzoek naar de embedded value rapportage van ondernemingen beginnen. De feiten omtrent embedded value in de jaarrekening van de zeven pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen worden uitgezocht en uitgewerkt om vervolgens een vergelijking te kunnen maken tussen de verschillende verzekeringsmaatschappijen. Deze vergelijking zal gedaan worden aan de hand van een aantal criteria en heeft onder andere betrekking op de manier van rapporteren, de aannames en de gebruikte methodologie en zal uiteindelijk leiden tot een oordeel over de onderlinge vergelijkbaarheid.

Wanneer het inhoudelijke gedeelte van de scriptie is afgerond zal er een advies worden uitgebracht. Dit advies zal worden geformuleerd aan de hand van de bevindingen uit de hoofdstukken. De scriptie zal eindigen met een conclusie, waarin de onderzoekvraag wordt beantwoord.

# Hoofdstuk 2: Gebruikers

De jaarrekening wordt opgesteld door een onderneming voor het verschaffen van informatie aan derden. De jaarrekening wordt ook wel externe verslaggeving genoemd, omdat het informatie over het bedrijf prijsgeeft aan externe partijen. Er zijn bepaalde groepen geïnteresseerd in de jaarrekening van een onderneming. Zij kunnen niet worden gezien als één groep, omdat deze groepen eigen belangen en eigen doelen hebben. In dit hoofdstuk zal het begrip gebruikers aan bod komen. Gebruikers in het algemeen worden gedefinieerd evenals de gebruikers van de jaarrekening van een pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij, die geïnteresseerd zijn in embedded value informatie.

### *Algemeen*

Het conceptual framework for financial reporting, opgesteld door de IASB in 2010, stelt dat potentiële investeerders, geldschieters en andere crediteuren worden gezien als de primaire gebruikers van de jaarrekening. Andere partijen, zoals aandeelhouders, werknemers, leveranciers of klanten kunnen ook informatie uit de jaarrekening halen, maar dit zijn niet de partijen waarvoor de jaarrekening in eerste instantie wordt opgesteld. De IASB heeft om verschillende redenen potentiële investeerders, geldschieters en overige crediteuren gekozen als de primaire groep gebruikers. Deze redenen sommen zij op in het conceptual framework for financial reporting (2010) en luiden als volgt:

* Betreffende gebruikers hebben de meeste behoefte aan de informatie uit de financiële rapporten en zijn vaak niet in staat deze informatie direct te verkrijgen van de onderneming.
* De verantwoordelijkheid van de IASB focust zich op de behoeften van de participanten in de kapitaalmarkt.
* De informatie die voldoet aan de wensen en behoeften van een primaire groep is vaak gelijk aan de behoefte van aandeelhouders en andere geïnteresseerden.

### *Verzekeringsmaatschappijen*

De investeerders en de aandeelhouders zijn de gebruikers die in deze scriptie vaak worden benoemd als gebruiker. Daarnaast zijn de klanten van een verzekeringsmaatschappij ook belangrijke gebruikers, vooral wanneer het financieel minder gaat met de onderneming.

*Investeerders*

Huidige en potentiële investeerders zijn een belangrijke groep gebruikers van de jaarrekening. Zij steken geld in een onderneming, of zijn van plan dit te doen. Om een zo goed mogelijke investeringsbeslissing te nemen is de jaarrekening van groot belang. De investeerder is namelijk vooral geïnteresseerd in het rendement van de investering en in de terugbetaling ervan. De informatie die inzicht geeft in deze zaken staat vermeld in de jaarrekening. Hierin staat beschreven hoe het in financieel opzicht met een onderneming gaat en welke risico’s er op dit moment van belang zijn. Investeerders die investeren in een verzekeringsmaatschappij letten vooral op de winsten die de onderneming in het verleden heeft gemaakt en verwachte toekomstige winsten. De risico’s en de verzekeringsportefeuille spelen hierbij een grote rol.

*Aandeelhouders*

De aandeelhouders bezitten aandelen van de onderneming en dit betekent dat ze allemaal een klein beetje eigenaar zijn van het bedrijf. De winst die hen toebehoort wordt uitgekeerd in de vorm van dividend, dit kan in de vorm van cash of stock. De interesse in de jaarrekening komt veel overeen met die van een investeerder, omdat ze beide belang hebben bij de winstgevendheid van een onderneming. De aandeelhouders zijn zeer geïnteresseerd in de winstgevendheid. Hoe meer winst de onderneming maakt, hoe meer zij terugzien in de vorm van dividend en hoe hoger de aandeelhouderswaarde van de verzekeringsmaatschappij zal zijn. Voor aandeelhouders is dan ook het financiële gedeelte van de jaarrekening erg belangrijk en vaak zijn zij ook geïnteresseerd in strategie en duurzaamheid.

*Klanten*

De klanten zijn in het geval van een verzekeringsmaatschappij de polishouders, de verzekerden. Zij zijn vaak meer geïnteresseerd in de jaarrekening dan bij een ander soort onderneming. De klant betaalt premie aan de verzekeringsmaatschappij om daar in de toekomst, conform de voorwaarden, een uitkering voor terug te krijgen. Voor de klant is de jaarrekening dan ook de manier om na te gaan of het financieel gezien nog wel goed gaat met de verzekeringsmaatschappij en of de toekomstige uitkering veilig gesteld is. De interesse van de klant intensiveert ten tijden van financiële crisis of wanneer een bepaalde verzekeringsmaatschappij veel in het nieuws is.

Volgens het conceptual framework zijn de potentiële investeerders, geldschieters en overige crediteuren de primaire groep gebruikers. In deze scriptie wordt onder de gebruikers van de jaarrekening vooral gedoeld op de investeerders, de aandeelhouders en de klanten.

# Hoofdstuk 3: Embedded value

De waarde van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen kan worden uitgedrukt door middel van de embedded value, dit geeft de contante waarde van de toekomstige kasstromen weer op basis van de huidige verzekeringsportefeuille. De verzekeringsportefeuille is de belangrijkste inkomstenbron van een verzekeraar en met behulp van de embedded value kan inzicht worden gegeven in de inkomsten die de verzekeraar in de toekomst zal genereren. Om een duidelijk beeld te scheppen van de embedded value van dergelijke verzekeringsmaatschappijen zal eerst worden uitgelegd wat pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen precies zijn. De meeste verzekeringsmaatschappijen bieden zowel levensverzekeringen als pensioenverzekeringen aan, zo ook de verzekeringsmaatschappijen uit dit onderzoek. Vervolgens zal de definitie van de embedded value worden uitgelegd, de methode die gebruikt wordt om de embedded value te berekenen en het belang van de embedded value. Als laatste onderdeel van dit hoofdstuk komt embedded value reporting aan bod. Er wordt uitgelegd wat er precies wordt verstaan onder embedded value reporting, wat het belang voor de gebruikers van de jaarrekening is en welke nadelen er eventueel aan zijn verbonden.

*Levensverzekeringsmaatschappijen*

Een verzekeringsmaatschappij die levensverzekeringen verstrekt aan derden wordt gezien als een levensverzekeringsmaatschappij. Een levensverzekering wordt in de volksmond ook wel een overlijdensrisicoverzekering genoemd en houdt in dat de verzekerde tegen betaling van een bepaalde premie bij overlijden een uitkering voor bijvoorbeeld zijn of haar gezin garant stelt. Er zijn echter meerdere vormen van een levensverzekering, het kan ook een verzekering zijn waarbij de verzekerde een uitkering van een bepaald bedrag wenst wanneer de verzekerde over een bepaald aantal jaren nog in leven is. Dit kan worden omvat in een lijfrente, maar er zijn meerdere mogelijkheden. De premie wordt door de verzekeringsmaatschappij belegd, om in de toekomst de uitkering te kunnen betalen. De hoogte van de premie wordt vastgesteld door middel van tabellen die de overlevingskans berekenen. In het geval van een overlijdensrisicoverzekering is het voor de verzekeringsmaatschappij gunstig als de verzekerde lang in leven blijft. Ze kunnen dan langer rendement ontvangen over de premie voordat er moet worden uitgekeerd. In het geval van een lijfrente is het gunstig voor de verzekeraar wanneer de verzekerde overlijdt voor de aanvang van de uitkeringen, dan hoeft er namelijk niet uitgekeerd te worden.

*Pensioenverzekeringsmaatschappijen*

Een pensioenverzekeraar is een verzekeringsmaatschappij die pensioenen uitkeert aan mensen die daarvoor een verzekering hebben afgesloten en dus premie hebben betaald. De ontvangen premies worden net zoals bij levensverzekeringen belegd. Hierdoor is de verzekeraar in de toekomst in staat het pensioen uit te keren. Bijna elke werkende Nederlander heeft een pensioenverzekering, dit is aanvullend pensioen naast de AOW-uitkering. Deze verzekering loopt via de werkgever en de te betalen premie wordt dan ook verrekend met het loon. Dit betekent dat hoe langer de arbeidsperiode is, hoe meer pensioen de werknemer opbouwt. Naast de pensioenverzekering via de werkgever is het voor een particulier ook mogelijk een pensioenverzekering af te sluiten, dit is vaak een levensverzekering.

### *Definitie*

Doordat de werkelijke winstbijdrage van een portfolio levensverzekeringen enkel kan worden gemeten wanneer de laatste premiebetaling is geweest wordt er sinds 20 jaar door pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen gebruik gemaakt van de embedded value.

Vanaf de jaren ’80 meten en rapporteren pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen vrijwillig de waarde van lopende verzekeringscontracten om zo een beter beeld te krijgen van de netto opbrengstwaarde van een contract en het ‘werkelijke’ vermogen van de verzekeraar.

De embedded value van een verzekeringsmaatschappij wordt gebruikt als instrument voor het op een verantwoorde wijze nemen van economische beslissingen omtrent de ‘werkelijke’ waarde van een dergelijke onderneming en wordt, door het Actuarieel genootschap, als volgt gedefinieerd:

*“De contante waarde van de toekomstige vrije kasstromen, welke verwacht worden voort te vloeien uit de bestaande verzekeringsportefeuille, en de met die aanwezige verzekeringsportefeuille èn de met het aanwezige eigen vermogen verband houdende beleggingsportefeuille, waarbij wordt uitgegaan van een going-concern.”*

Dit houdt in dat de embedded value de indirecte opbrengstwaarde van de bestaande verzekeringsportefeuille en van de bestaande beleggingsportefeuille is. De premies die worden ontvangen van de verzekerden worden belegd en om die reden staan de verzekeringsportefeuille en de beleggingsportefeuille met elkaar in verband. Bij de bepaling van de embedded value gaat het om de bepaling en de waardering van de toekomstige vrije kasstromen, zoals deze voortkomen uit de bestaande verzekerings- en beleggingsportefeuille. Om zicht te krijgen op die kasstromen, moet allereerst in kaart worden gebracht waar de bestaande verzekerings- en beleggingsportefeuille uit bestaat (Actuarieel Genootschap, 1995). Bij het vaststellen van de embedded value moet er ook gekeken worden naar de waarde van nieuwe contracten (value new business), naast het bepalen van toekomstige vrije kasstromen uit de bestaande verzekerings- en beleggingsportefeuille (ook wel value in-force business genoemd). Over deze contracten is nog niet of nauwelijks premie ontvangen, maar zal in de toekomst ook gaan leiden tot resultaat.

Bij het vaststellen van de embedded value wordt er dus gekeken naar de waarde van de verzekeringscontracten die zijn afgesloten en welke kasstromen deze verzekeringscontracten in de toekomst zullen genereren. Deze toekomstige kasstromen zijn onder andere afkomstig uit beleggingen en om die reden wordt er bij de vaststelling van de embedded value ook rekening gehouden met de beleggingsportefeuille.

Gebruik maken van de indirecte opbrengstwaarde (of de economische waarde), zoals bij de embedded value wordt gedaan, is een belangrijke manier voor het aflezen van de performance van een verzekeringsmaatschappij en voor het beoordelen van financiële beslissingen. Onder de indirecte opbrengstwaarde van een onderneming wordt immers de waarde van de toekomstige (positieve of negatieve) vrije kasstromen verstaan. Deze vrije kasstromen vormen de middelen die in de toekomst kunnen uitstromen naar de eigenaren van de onderneming, dan wel de middelen die moeten instromen in de onderneming teneinde het bedrijfsproces te kunnen voortzetten (Actuarieel Genootschap, 1995).

*Embedded value-methode*

De embedded value-methode is de manier waarop de embedded value van een verzekeringsmaatschappij wordt vastgesteld. De kracht van deze methode is dat de verzekeringsmaatschappij wordt gedwongen na te denken over de financiële ontwikkelingen waarmee ze in de toekomst te maken krijgen. De embedded value-methode heeft veel overlap met de contante waarde-methode, echter is de embedded value-methode speciaal toegespitst op (levens)verzekeringsmaatschappijen. De embedded value-methode is echter niet uniform, verschillende verzekeringsmaatschappijen kunnen de methode op verschillende manieren, met verschillende cijfers, toepassen.

De bedoelde specifieke gerichtheid van de embedded value-methode op pensioen- en levensverzekeringmaatschappijen heeft met name betrekking op de wijze waarop de relevante kasstromen worden bepaald. De contante waarde methode berekent de indirecte opbrengstwaarde van een onderneming als zijnde de waarde zoals die voortvloeit uit het contant maken van de toekomstige netto-opbrengsten, die worden gegenereerd door de aanwezige activa en passiva. De embedded value-methode werkt niet met kasstromen in algemene zin, maar met per saldo uitkeerbare of vrije kasstromen, omdat de waardering uiteindelijk niet vanuit het perspectief van de onderneming, maar vanuit het perspectief van de aandeelhouder dient te geschieden. Kasstromen die niet leiden tot een mutatie in de vrije middelen (het "vrije kapitaal"), maar tot een mutatie in de gebonden middelen (het "dekkingskapitaal"), zijn per saldo niet van belang voor zolang zij niet alsnog leiden tot een mutatie in de vrije middelen. De reden hiervoor is dat deze kasstromen geen vrije kasstromen zijn en dus niet behoren tot de indirecte opbrengstwaarde. In het proces van in- en uitstroom van vrije middelen van een levensverzekeraar is de interactie tussen het dekkingskapitaal en het vrije kapitaal erg belangrijk (Actuarieel Genootschap, 1995).

Het dekkingskapitaal kan worden gedefinieerd als het kapitaal dat de verzekeraar moet aanhouden om aan zijn verplichtingen en solvabiliteitseisen te kunnen voldoen. Dit kapitaal is vaak een fonds met verschillende beleggingen en de verplichtingen hebben vooral betrekking op uitkeringen aan verzekerden. Het dekkingskapitaal behoudt de vereiste grootte door premieontvangsten en beleggingsopbrengsten.

Het vrije kapitaal is het geheel van middelen dat niet tot het dekkingskapitaal behoort en waarover de verzekeraar dus vrij kan beschikken. Vrij kapitaal wordt veelal aangehouden als extra buffer boven het dekkingskapitaal om daaruit toekomstige kastekorten voor het op peil houden van het dekkingskapitaal te kunnen financieren. Toekomstige kastekorten kunnen worden veroorzaakt door een onverwacht sterke groei van de bedrijfsactiviteiten of door een koersval inzake de beleggingen (Actuarieel Genootschap, 1995). Vaak stelt de verzekeringsmaatschappij intern een maximum aan die extra buffer en al het kapitaal daarbovenop zal vrijvallen als bijvoorbeeld dividend voor de aandeelhouders.

*Belang*

De embedded value geeft een realistischer beeld van de waarde van een verzekeringsmaatschappij dan het boekhoudkundig resultaat en is daarom van groot belang voor aandeelhouders, investeerders, verzekerden en bij eventuele fusies of overnames. De boekhoudkundige regels voor verzekeringscontracten staan verder van de economische werkelijkheid af dan voor bijvoorbeeld bancaire producten. Vanwege de lange looptijd komen de baten en lasten van levensverzekeringen niet in hetzelfde jaar tot stand en worden dus niet tegelijkertijd beoordeeld. Het boekhoudkundige resultaat is dus geen goede afspiegeling van de performance, omdat het enkel rekening houdt met het gerealiseerde resultaat. Het mag echter waarschijnlijk worden geacht dat bestaande verzekeringscontracten ook winst zullen opleveren in de toekomst en enkel de weergave van het boekhoudkundig resultaat zal bijvoorbeeld in een jaar met minder gerealiseerde winsten leiden tot een onderwaardering van de onderneming. Dat is ook de reden geweest voor het ontwikkelen van de embedded value-methode in de (levens)verzekeringsbranche die een eerste stap was in de richting van marktwaarde (Doff, 2005).

De embedded value van een pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij is ook van groot belang voor de onderlinge vergelijking van dergelijke verzekeringsmaatschappijen. Op basis van de boekhoudkundige winst kan men niet veel zeggen over de prestatie van een verzekeringsmaatschappij ten opzichte van een andere verzekeringsmaatschappij, maar door middel van de embedded value wordt er rekening gehouden met de toekomstige winsten uit verzekeringscontracten en is het mogelijk onderling te vergelijken. In de komende hoofdstukken zal duidelijk worden hoe verzekeringsmaatschappijen hun embedded value berekenen en openbaar maken en of dit vergelijking door de gebruiker mogelijk maakt.

### *Embedded value reporting*

Embedded value reporting houdt in dat een pensioen- of levensverzekeringsmaatschappij de embedded value van de onderneming rapporteert en openbaar maakt. Embedded value informatie wordt gepubliceerd sinds het midden van de jaren ’80, echter was het openbaar maken van methodologie en aannames over het algemeen nog zeer beperkt. Tien jaar later werd er meer embedded value informatie openbaar gemaakt dan eerder. Verzekeringsmaatschappijen gaven commentaar over bedrijfskosten en behaalde winsten, maar ook spraken ze gedetailleerder over belangrijke aannames en methodologie. De behoefte naar consistentie in de gebruikte methodologie en aannames groeit sinds (levens)verzekeringsmaatschappijen steeds vaker embedded value rapporten toevoegen aan de aanvullende informatie. Deze embedded value rapporten zijn bekeken door een onafhankelijke accountant die geen controle uitvoert, maar enkel een beoordeling geeft over de gebruikte methodologie en aannames. In sommige gevallen is dit dezelfde accountant als die de jaarrekening controleert. Het komt ook voor dat deze beoordeling gedaan wordt door een andere accountant, maar meestal zijn het wel accountants van hetzelfde kantoor. De behoefte aan consistentie leidde tot verschillende richtlijnen zoals de ABI (2001), richtlijnen voor embedded value reporting opgesteld door de Association of British Insurers in 2001, en de ‘European Embedded Value principles’. ABI (2001) vereist openbaar maken van de methodologie en aannames bij het rapporteren van de embedded value, tezamen met de gevoeligheid van de resultaten wanneer de belangrijkste aannames veranderen. De gevonden resultaten moeten ook worden gepresenteerd aan de hand van een standaard format. De ‘European Embedded Value Principles (EEV Principles)’ bevatten verschillende richtlijnen, maar EEV Principle 12 is de grootste en meest gedetailleerde op het gebied van de embedded value. Deze richtlijn stelt dat de embedded value resultaten bekend gemaakt moeten worden op geconsolideerd groepsniveau. Verder stelt de richtlijn ook eisen aan de inhoud van de informatie, deze moet namelijk de volgende zaken bevatten; aannames, methodologie, veranderingsanalyse, verhouding tussen vrije middelen en GAAP vermogen, gevoeligheden, segmentale informatie en verklaringen van de directie en beoordelaars. Met gevoeligheden wordt aangegeven in hoeverre de informatie verandert bij een verandering van aannames of veronderstellingen en segmentale informatie geeft aan hoe verschillende segmenten (bijvoorbeeld regio’s) bijdragen aan embedded value van de verzekeringsmaatschappij. De EEV Principles moedigen de ondernemingen sterk aan embedded value informatie te openbaren (O’Keeffe et al., 2005).

De EEV Principles geven een goede richtlijn voor (levens)verzekeringsmaatschappijen bij het rapporteren van de embedded value. Echter is de ontwikkeling van richtlijnen omtrent embedded value doorgegaan en zijn er verbeterde, marktconsistente richtlijnen ontstaan. Deze richtlijnen worden ook wel de ‘Market Consistent Embedded Value (MCEV) Principles’ genoemd. Binnen deze richtlijnen worden activa en passiva gewaardeerd tegen marktprijzen. Dit betekent dat elke kasstroom wordt gewaardeerd tegen de disconteringsvoet die ook geld op de kapitaalmarkt voor dergelijke kasstromen. De waarde van de activa is dus gelijk aan de marktwaarde van dergelijke activa. De voornaamste reden waarom veel (levens)verzekeringsmaatschappijen zijn overgegaan op de MCEV Principles is doordat de EEV Principles geen rekening houdt met verlengde verzekeringscontracten. De verlenging van verzekeringscontracten zal leiden tot toekomstige kasstromen en de embedded value zal hoger uitvallen wanneer de verlengingen ook worden meegenomen in de berekening.

De (levens)verzekeringsmaatschappijen zijn dus wel gebonden aan richtlijnen en moeten om die reden dezelfde dingen vrijgeven. De verzekeraars zijn echter vrij in de keuze van methodologie, aannames en dergelijke van de bekendmaking en hebben ook keuze vrijheid in de manier waarop de informatie wordt vrijgegeven. Dit kan gebeuren in de jaarrekening of in een afzonderlijk embedded value report.

Om embedded value reporting verder te ontwikkelen is het van belang dat er een universeel geaccepteerde methodologie komt. Zolang er geen methodologie is die alle landen en alle (levens) verzekeringsmaatschappijen gebruiken is het onmogelijk om de procedure omtrent openbaarmaking van de embedded value informatie te standaardiseren (O’Keeffe et al. 2005).

*Belang*

Het openbaar maken van embedded value informatie, of te wel de embedded value rapporteren, is voor verschillende partijen van belang, zowel voor de onderneming zelf, voor de aandeelhouder, de investeerder en de polishouder zou er ook geïnteresseerd in kunnen zijn.

IFRS en U.S. GAAP erkennen beide geen toekomstige winsten. In tegenstelling tot zulke winsten worden alleen de winsten en verliezen van nieuwe contracten erkent in het jaar dat de contracten zijn afgesloten. Embedded value accounting erkent de waarde van verzekeringscontracten gedurende de gehele looptijd van zo’n contract (Serafeim, 2011).

In algemene zin kan worden gezegd, dat de informatiebehoefte van de aandeelhouder zich voornamelijk richt op de waarde creatie zoals die plaatsvindt binnen een onderneming. De embedded value richt zich op het bepalen van de waarde van de bestaande verzekerings- en beleggingsportefeuille, en dus op de waarde van de verzekeringsmaatschappij. Informatie over de embedded value en de ontwikkeling ervan levert een waardevolle bijdrage aan de beeldvorming omtrent de gecreëerde waarde (Actuarieel Genootschap, 1995).

De traditionele accountinginformatie geeft een resultaat weer dat lager is dan het resultaat onder embedded value accounting en de aandeelhouder is juist geïnteresseerd in de waarde van een verzekeringsmaatschappij inclusief de te verwachten toekomstige winsten. Wanneer er een verzekering wordt afgesloten leidt dit per definitie tot kasstromen in de toekomst. Doordat de toekomstige kasstromen van de verzekeringscontracten niet worden meegenomen in de traditionele winstberekeningen is de verzekeringsmaatschappij ondergewaardeerd en wordt niet de waarde weergegeven waarin de aandeelhouders geïnteresseerd zijn.

Naast het feit dat de waarde van de onderneming lager is onder de traditionele accounting begrippen wordt de waarde van huidige verzekeringscontracten (value in-force business) niet erkent als zijnde een actief volgens de conceptual frameworks van de International Accounting Standards Board (IASB) en de Financial Accounting Standard Board (FASB) (Serafeim, 2011). Dit leidt ertoe dat de toekomstige kasstromen die worden gegenereerd uit de huidige verzekeringscontracten nooit op de balans te zien zullen zijn.

Het belang van embedded value reporting is ook zichtbaar bij de discussie over informatie asymmetrie. Informatie asymmetrie houdt in dat de ene partij over meer of kwalitatief betere informatie beschikt dan een andere partij, bij een economische transactie. Informatie asymmetrie in de verzekeringssector speelt een rol bij bijvoorbeeld fusies en overnames. Voor de overnemende partij is het belangrijk te weten wat de gerealiseerde winst van de (levens) verzekeringsmaatschappij is, maar ook welke toekomstige winsten er worden verwacht op basis van de verzekeringscontracten. Wanneer de embedded value van een onderneming openbaar is gemaakt, bezit de overnemende partij dus dezelfde informatie als de overgenomen partij en is de informatie asymmetrie op dat gebied verdwenen.

Over het algemeen daalt de informatie asymmetrie wanneer verzekeraars allemaal de embedded value openbaar maken. Echter zal de kwaliteit en vergelijkbaarheid van de embedded value methodes moeten verbeteren wil de informatie asymmetrie tussen verzekeraars helemaal verdwijnen (Serafeim, 2011).

Naast resultaat gerelateerde informatie en de daling van informatieasymmetrie tussen (levens)verzekeringsmaatschappijen zorgt het openbaar maken van embedded value informatie ook voor een completer beeld voor de investeerders. Ten eerste zal informatie over toekomstige kasstromen, disconteringsvoet en risicomarges openbaar worden gemaakt. Ten tweede zal een bekendmaking van de gevoeligheid van de VIF (value in-force business) en de VNB (value new-business) op de huidige veronderstellingen de mogelijkheid bieden voor investeerders om de waarden te beoordelen volgens hun eigen aannames. Ten derde, ondernemingen zullen operationele- en economische verschillen bekendmaken, bij het openbaren van de embedded value informatie, die worden veroorzaakt door het afwijken van de verwachtingen. Investeerders hebben nu de mogelijkheid werkelijke kasstromen van de verwachtte kasstromen te onderscheiden en kunnen opmaken of het management optimistisch of pessimistisch is geweest (Serafeim, 2011).

*Nadelen embedded value reporting*

Ten eerste kan embedded value reporting, door gebruik te maken van inschattingen omtrent toekomstige ontwikkelingen, als subjectief worden gezien. Dit wordt ook wel aangekaart als het grootste probleempunt bij het berekenen van een (betrouwbare) embedded value (Actuarieel Genootschap, 1995). Het grootste gedeelte van de schattingen, omtrent de embedded value, is namelijk gebaseerd op beoordelingen van het management en complexe statistische modellen en dit levert subjectiviteit op. Elk management beoordeelt op een andere manier en de complexe modellen worden door verschillende verzekeringsmaatschappijen op een andere manier geïnterpreteerd. De genoemde subjectiviteit kan ertoe leiden dat de informatie omtrent de embedded value die openbaar wordt gemaakt onbetrouwbaar is en dit zal daarom leiden tot weinig economische voordelen, terwijl embedded value reporting wel veel kosten met zich meebrengt.

Het tweede nadeel heeft te maken met de kapitaalintensiviteit van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Dergelijke verzekeraars hebben te maken met lange termijn business, kapitaal staat soms voor 40 jaar vast en dit houdt in dat de levensverzekeringssector erg kapitaalintensief is. Als in elke kapitaalintensieve sector is er een trade-off tussen groei en kasstromen. Hoe sneller de embedded value van de (levens)verzekeringsmaatschappij groeit, hoe negatiever de kasstromen zullen zijn. Hoe meer nadruk de verzekeraar legt op de embedded value, hoe slechter het kasstroomoverzicht zal gaan ogen. Een negatief kasstroomoverzicht kan onzekerheid geven over de financiële positie van de onderneming.

Een derde probleem omtrent embedded value reporting is het huidige gebrek aan vergelijkbaarheid van de gerapporteerde waarden. De afwezigheid van een centrale autoriteit kan leiden tot de ontwikkeling van verschillende berekenmethodes van de embedded value. Verzekeraars gebruiken verschillende disconteringsvoeten en veronderstellingen, dit heeft tot gevolg dat de vergelijkbaarheid omtrent embedded value informatie daalt en dat tast de bruikbaarheid van embedded value reporting aan (Serafeim, 2011).

Een internationale autoriteit, zoals de IASB, die zorg draagt voor het ontwikkelen van een uniforme standaard omtrent embedded value reporting zal de embedded value weer bruikbaar maken, omdat de betrouwbaarheid en de vergelijkbaarheid wordt verbeterd door een uniforme regelgeving. De betrouwbaarheid zal worden verbeterd doordat het voor de accountant mogelijk is de gebruikte methodiek en aannames te controleren aan de hand van de uniforme standaard. Op dit moment is een onafhankelijke accountant enkel in staat een beoordelingsverklaring te geven. Dit onderzoek zal ingaan op de huidige mate van vergelijkbaarheid tussen verschillende pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen en hoe deze vergelijkbaarheid verbetert kan worden.

# Hoofdstuk 4: Rapportage en berekeningsmethode verzekeringsmaatschappijen

Dit hoofdstuk onderzoekt op welke manier de embedded value wordt berekend en openbaar wordt gemaakt bij vier grote Nederlandse pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen en bij drie grote buitenlandse pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Allereerst komen de Nederlandse verzekeraars Achmea, Delta Lloyd, ING en Aegon aan bod en vervolgens de buitenlandse verzekeraars, Allianz uit Duitsland, AXA uit Frankrijk en Prudential uit de VS. De Nederlandse verzekeringsmaatschappijen zijn gekozen omdat dit de belangrijkste spelers zijn op de Nederlandse markt. De buitenlandse verzekeringsmaatschappijen zijn willekeurig gekozen. Per verzekeraar zullen de methodologie, berekenmethodes, veronderstellingen en manier van rapporteren worden besproken. De informatie in dit hoofdstuk is verkregen uit de jaarrekeningen en embedded value rapporten uit 2012 van de bovengenoemde pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen.

### *Achmea*

Achmea maakt de embedded value van het pensioen- en levensverzekeringssegment op twee verschillende manieren openbaar. De embedded value wordt kort vermeld in de jaarrekening en er is een apart embedded value rapport gepubliceerd.

*Jaarrekening*

De embedded value wordt op twee plaatsen in de jaarrekening genoemd, namelijk in de segment informatie over pensioen- en levensverzekeringen in Nederland en in de kerncijfers van afgelopen vijf jaar.

De segmentinformatie voor pensioen- en levensverzekeringen in Nederland gaat kort in op de embedded value van Achmea. Dit specifieke segment wordt gekozen, omdat de embedded value enkel betrekking heeft op pensioen- en levensverzekeringen door het lange termijn karakter. Allereerst wordt er ingegaan op de richtlijnen die zijn gebruikt. Tot 2011 rapporteerde Achmea volgens de EEV Principles, maar is sinds 2012 overgegaan op de MCEV. De reden die hiervoor gegeven wordt is dat MCEV een natuurlijke ontwikkeling is van EEV en dat het ondernemingen de mogelijkheid geeft rekening te houden met risico’s en de transparantie en samenhang van de berekening en rapportage te verbeteren. Vervolgens staat vermeld hoe de embedded value is opgebouwd en worden deze definities uitgelegd. De embedded value is opgebouwd uit de nettovermogenswaarde, dat bestaat uit het dekkingskapitaal en het vrije kapitaal, en de value in-force business. Het dekkingskapitaal is een verplicht aan te houden hoeveelheid kapitaal om verplichtingen mee te betalen. Het vrije kapitaal is het deel van de kasstromen dat toekomt aan de aandeelhouders en de value in-force business is de waarde van toekomstige kasstromen die worden gegenereerd uit bestaande verzekeringscontracten. Als laatste wordt er verantwoording afgelegd voor de embedded value daling. Deze daling is het gevolg van herwaarderingen die gedaan moesten worden omdat de marktwaarde is gedaald.

De kerncijfers van de afgelopen vijf jaar worden achterin de jaarrekening vergeleken. De embedded value behoort tot de kerncijfers en de ontwikkeling van de embedded value wordt weergegeven van de afgelopen vijf jaar, van 2008 tot 2012.

*Embedded value report*

Het embedded value report gaat enkel over de embedded value van het pensioen- en levensverzekeringssegment en dit zal dan ook uitgebreid worden besproken. In dit rapport komen de managementsamenvatting, het resultatenoverzicht, de veranderingsanalyse, de gevoeligheden, de impact van MCEV, de methodologie en de aannames aan bod.

De managementsamenvatting geeft een samenvatting over de opbouw van de embedded value van 2012 en de redenen dat deze is veranderd ten opzichte van 2011. De embedded value van Achmea bevat enkel de value in-force business. Er wordt daarnaast een samenvatting gegeven over de opbouw van de value new-business en het begrip wordt gedefinieerd. Value new-business kan worden uitgelegd als de waarde van toekomstige kasstromen van nieuwe contracten en verlengingen van bestaande, aflopende contracten. Het laatste onderdeel van de managementsamenvatting is een beschrijving van de gevoeligheid van de embedded value. Embedded value is relatief ongevoelig voor veranderingen in de rentevoet. Echter wanneer ‘equity, property and alternatives’ met 10% daalt zal de embedded value wel met 6% dalen.

Het resultatenoverzicht geeft een specificatie van de resultaten op het gebied van embedded value weer, waarbij een onderscheid gemaakt wordt tussen resultaten in Nederland en in het buitenland. De veranderingsanalyse gaat dieper in op de oorzaken van de daling in embedded value. De redenen voor de daling worden opgesomd en zijn onder andere veranderingen in levensverzekeringscondities, veranderingen in verwachte sterfte en veranderingen in kosten en vereist kapitaal.

In het onderdeel ‘sensitivities’ wordt gekeken naar de gevoeligheid van de embedded value wanneer er bijvoorbeeld aannames veranderen. Het blijkt dat de embedded value wel degelijk gevoelig is voor veranderingen in aannames. Hierbij worden drie risico’s gespecificeerd; marktrisico, kostenrisico en verzekeringsrisico. Het marktrisico kent twee gevoeligheden, de embedded value wordt niet beïnvloed door de rentevoet en de embedded value zal dalen bij een verlies in ‘equity, property and alternatives’. Het kostenrisico kent één gevoeligheid, namelijk wanneer de onderhoudskosten dalen zal de embedded value stijgen. Het verzekeringsrisico kent twee gevoeligheden, één voor de levensverzekeringsbusiness; wanneer de sterftekans daalt zal de embedded value stijgen, en één voor de pensioenverzekeringsbusiness; wanneer de sterftegraad daalt zal ook de embedded value dalen. Wanneer de sterftekans van een verzekerde met een levensverzekering daalt is de kans kleiner dat de verzekeringsmaatschappij moet uitkeren en dit is gunstig voor de embedded value. Wanneer de sterftekans van een verzekerde met een pensioenverzekering daalt is de kans groot dat de verzekeringsmaatschappij een langere tijd moet uitkeren en dit is niet gunstig voor de embedded value.

Tabel 1 Opbouw embedded value (Embedded value report Achmea, 2012)

De impact die de verandering in richtlijnen heeft wordt in de jaarrekening, maar ook in het embedded value report opgenomen. Eerst werden de ‘European Embedded Value’ Principles gevolgd en nu de ‘Market Consistent Embedded Value’. Het gevolg is dat de embedded value daalt onder MCEV ten opzichte van EEV. Achmea heeft deze overstap toch gemaakt omdat de richtlijnen voor de MCEV moderner zijn en rekening houden met de marktwaarde.

De methodologie die Achmea gebruikt bij het bepalen van de embedded value wordt globaal uitgelegd. De embedded value is de som van de nettovermogenswaarde en de value in-force business. De nettovermogenswaarde is de waarde van de netto activa welke toe te rekenen is aan aandeelhouders. De value in-force business is de contante waarde van de verwachte kasstromen die beschikbaar is voor aandeelhouders gegenereerd uit bestaande verzekeringscontracten. De embedded value wordt berekend door het verschil te nemen tussen de waarde van de activa en de waarde van de verplichtingen. De waarde van de verzekeringsverplichtingen wordt bepaald door de som van de beste verwachtingen, waaronder de tijdswaarde van opties en garanties en de kosten van niet afdekbare risico’s, rekening houdend met de belasting (Achmea, 2012).

Als laatste wordt uiteengezet welke aannames er gedaan zijn voordat de embedded value berekend kon worden. Er worden een aantal economische aannames gedaan;

* De rentevoet welke als referentie wordt gebruikt is gebaseerd op de ‘swap yield curves’ waaraan een illiquiditeitspremie wordt toegevoegd. Deze premie varieert tussen de 0% en de 100%.
* De ‘cost of capital’ is gesteld op 6%.
* De inflatie is gebaseerd op beschikbare data en voorspellingen voor de lange termijn prijsinflatie.
* Er wordt aangenomen dat de belastingpercentages in de landen waarin Achmea opereert onveranderd blijven.

Naast economische aannames worden er ook niet-economische aannames gedaan;

* De sterftekansen worden gehaald uit recente analyses.
* De aannames die gedaan worden omtrent kosten zijn gebaseerd op verwachtingen voor 2013.

### *Delta Lloyd Group*

De embedded value van Delta Lloyd Group is op twee plaatsen te vinden. De jaarrekening besteedt een paragraaf aan embedded value en er is een afzonderlijk embedded value report gepubliceerd, met gedetailleerdere informatie omtrent embedded value.

*Jaarrekening*

In de jaarrekening van Delta Lloyd Group komt de embedded value op vier plekken voor, in de highlights, in de kerncijfers, als een aparte paragraaf van het verslag van de Raad van Bestuur en in de toelichting van de geconsolideerde balans. Op de eerste twee plekken wordt de embedded value genoemd, met daarbij de daling ten opzichte van 2011 en behoeft geen verdere toelichting.

In het verslag van de Raad van Bestuur is een paragraaf gewijd aan embedded value. Allereerst wordt ingegaan op de Internal rate of return (IRR), welke wordt gebruikt om de winstgevendheid van nieuwe levens- en pensioenverzekeringen te identificeren. De IRR daalde van 9% in 2011 naar 8% in 2012. Vervolgens wordt uitgelegd welke embedded value er wordt gebruikt en hoe deze wordt bepaald. Delta Lloyd Group maakt gebruik van de Europese embedded value (EEV) en deze waarde bestaat uit de marktwaarde van het eigen vermogen en de contante waarde van de verwachte toekomstige uitkeerbare winsten na belasting van de levensverzekeringen, zowel value in-force business als value new business. Het gaat om een gedetailleerde berekening van de verwachte inkomsten uit de verzekerings- en beleggingsportefeuilles en de operationele en economische omstandigheden waaronder deze resultaten worden bereikt (Delta Lloyd Group, 2012). Het laatste onderdeel van de paragraaf over embedded value betreft de veranderingsanalyse. In 2012 is de Life embedded value met 14% gedaald ten opzichte van 2011 door een lage rentevoet en overdracht van Delta Lloyd Lebensversicherung in Duitsland naar ‘non-covered business’. Dit houdt in dat dit segment niet meer wordt meegenomen in de Life embedded value berekeningen. Het bedrijfsresultaat is gedaald doordat de winstgevende new business en positieve effecten van kostenreducties zijn gecompenseerd door nieuwe sterfteveronderstellingen en lagere varianties ten opzichte van 2011.

De toelichting op de geconsolideerde balans gaat in het kort in op de aannames die gedaan zijn bij het berekenen van de embedded value. De volgende drie aannames staan vermeld:

* Solvency II rentevoet met een liquiditeitspremie van 58 basispunten en een forward rate van 4,2%.
* Er zijn geen groeiverwachtingen voor de in-force business.
* De volgende belastingpercentages zijn aangehouden: 25% voor Nederland, 30% voor Duitsland en 34% voor België.

**

Tabel 2 Ontwikkeling embedded value (Annual report Delta Lloyd Group, 2012)

*Embedded value report*

Het embedded value report van Delta Lloyd Group is een gedetailleerd rapport over de embedded value en gaat uitgebreid in op de definities en gebruikte methodes voor het bepalen van de embedded value. In de introductie wordt de definitie embedded value herhaald, zoals hij ook in de jaarrekening vermeld staat. Verder gebruikt Delta Lloyd Group de Europese embedded value (EEV) en niet de market consistent embedded value (MCEV), omdat zij vinden dat de EEV een beter beeld geeft van de economische waarde van de onderneming.

Delta Lloyd onderscheidt de Life embedded value en de Group embedded value, het verschil is de non-covered business en hieronder vallen onder andere levensverzekeringen in Duitsland, algemene verzekeringen en asset management. Het eerste onderdeel van het embedded value report gaat in op de Life embedded value en geeft een complete, uitgebreide weergave van de opbouw en veranderingen in de Life embedded value. Er wordt onder andere een uitsplitsing gemaakt naar regio en ook de varianties waar de berekening van de embedded value mee te maken kreeg zijn gespecificeerd, dit is onder andere een negatieve variantie van onderhoudskosten en een positieve variantie van sterfte- en invaliditeitscijfers. Verder wordt er nog een specificatie van de in-force cashflows gegeven, welke zijn gebruikt bij de berekening van de embedded value.

Ten tweede wordt er aandacht besteed aan de value new business. Er wordt een specificatie gegeven van de opbouw en de veranderingen in de value new business. Deze waarde wordt ook weergegeven naar regio en de twee regio’s in 2012 waren Nederland en België.

Vervolgens wordt er in het kort ingegaan op de Group embedded value, de opbouw en de veranderingen worden weergegeven.



Tabel 3 Opbouw embedded value (Embedded value report Delta Lloyd Group, 2012)

Na de algemene uitleg van de embedded value en de waarde ervan komen de sensitiviteitsanalyse, de methodologie en de aannames aan bod. De sensitiviteitsanalyse geeft aan dat embedded value wordt berekend op basis van de beste schattingen en dat deze waarde gevoelig is voor een verandering in aannames.

De methodologie voor de berekening van de Life embedded value staat vermeld in dit onderdeel. Embedded value bestaat uit de som van de nettovermogenswaarde, de marktwaarde van de activa toewezen aan de covered business en de value in-force business. De nettovermogenswaarde voor de aandeelhouders bestaat uit een dekkingskapitaal en een vrij kapitaal. De value in-force business is de waarde die voortvloeit uit de bestaande verzekeringscontracten (in-force business) en bestaat uit:

* De contante waarde van toekomstige winsten (PVFP).
* De tijdswaarde van financiële opties en garanties (TVOG), en
* De kosten van het vereiste vermogen, oftewel kosten voor het dekkingskapitaal.

De veronderstellingen of aannames die gedaan worden bij de berekening en bepaling van de embedded value staan deels al in de jaarrekening vermeld. In het embedded value report staan deze aannames verder uitgewerkt en worden er nog 3 andere aannames gedaan, namelijk;

* De “risk discount rate (RDR)” wordt 7% verondersteld.
* Inflatie is gebaseerd op de market-based inflation curve, en
* De swap yield curve is gebaseerd op de EURIBOR swap rates.

### *ING*

De embedded value van ING is nergens te vinden in de publicaties van de onderneming. Het begrip embedded value komt niet aan bod, terwijl ING zichzelf ziet als onder andere de nummer één levensverzekeraar in Nederland en een leidende speler in de markt van levens- en pensioenverzekeringen in centraal Europa. De embedded value werd afzonderlijk gepubliceerd tot en met 2008, maar tegenwoordig niet meer. De reden hiervoor kan zijn dat de core business van ING de bank is en niet het verzekeringswezen. Wel staat er in de jaarrekening het één en ander over verzekeringstechnische voorzieningen, de manier waarop die worden berekend en de veronderstellingen die gedaan worden. Doordat ING nauwelijks ingaat op embedded value zal deze onderneming niet worden meegenomen in de vergelijking.



Afbeelding 1 Markten ING (Annual Report ING, 2012)

*Jaarrekening*

De voorzieningen die worden getroffen om de levensverzekeringen te kunnen uitkeren worden berekend aan de hand van een voorzichtige actuariële methode, gericht op de toekomst. De condities van de huidige verzekeringscontracten worden in ogenschouw genomen. Verzekeringstechnische voorzieningen worden berekend aan de hand van verschillende aannames, met inbegrip van sterftecijfers, levensverwachting, kosten en investeringsopbrengsten. Deze veronderstellingen zijn gebaseerd op de beste schattingen. De aannames die ING doet voor het bepalen van de verzekeringstechnische voorzieningen komen grotendeels overeen met de aannames die in het algemeen gedaan worden bij het berekenen van de embedded value. Embedded value berekeningen houden ook rekening met aannames over sterftecijfers, levensverwachtingen, inflatie, belasting en kosten, omdat dit zaken zijn die van grote invloed kunnen zijn op de uitkomsten.

### *Aegon*

De embedded value van Aegon kwam in voorgaande jaren voornamelijk aan bod in het afzonderlijke embedded value rapport. Hierin werd een gedetailleerde omschrijving gegeven van de embedded value van Aegon en de totstandkoming ervan. Echter is er geen embedded value report uitgebracht over 2012 en is jaarrekening de enige plaats waar de embedded value openbaar wordt gemaakt. In de jaarrekening wordt er heel kort aandacht besteed aan de embedded value, maar eigenlijk is dit verwaarloosbaar.

*Jaarrekening*

Embedded value krijgt in de jaarrekening van Aegon geen overduidelijke aandacht. Het wordt één keer kort genoemd in de toelichting op de geconsolideerde jaarrekening van Aegon N.V. Wanneer het gaat over exit prices bij Aegon Spanje komt embedded value kort aan bod. Aegon omschrijft de definitie van embedded value, namelijk nettovermogenswaarde of intrinsieke waarde + de value new-business en de value in-force business, als de appraisal value (taxatiewaarde). De berekeningen van de embedded value geschieden volgens de markt consistente methodologie, de methodologie wordt enkel tussen haakjes genoemd, niet uitgelegd. De belangrijkste aannames die worden gedaan bij het berekenen van deze waarde hebben betrekking op: een disconteringsvoet van 11%-13,5% voor belasting en naar risico gecorrigeerd, toekomstige premies, commissies, inflatie, persistentie, sterftecijfers, levensverwachting en toekomstige beleggingsopbrengsten.

### *Allianz*

De embedded value van Allianz wordt op twee plekken openbaar gemaakt. In de eerste plaats wordt er in de jaarrekening aandacht besteed aan embedded value en op de tweede plaats is er een afzonderlijk embedded value report gepubliceerd.

*Jaarrekening*

Allianz geeft de embedded value in de jaarrekening slechts op één plek weer, namelijk in de toelichting op de geconsolideerde balans en dan onder het kopje immateriële vaste activa met een onbepaalde levensduur. Deze verzekeringsmaatschappij maakt gebruik van twee verschillende embedded values. De Market Consistent Embedded Value (MCEV) wordt gebruikt voor het ‘Life/Health’ segment en is een waarderingsmethode om de waarde te berekenen van de in-force verzekeringsportefeuille en de value new business. De methode is risico neutraal en houdt vooral rekening met niet-afdekbare risico’s. Wanneer er geen adequate waardering van de MCEV mogelijk is, zal de traditionele embedded value in combinatie met new business berekeningen worden gebruikt voor het bepalen van de waarde van het ‘Life/Health’ segment. Dit is voor Allianz het geval in Taiwan, de Verenigde Staten en Italië (Allianz, 2012).

De aannames die gedaan zijn voor de winstschatting van de MCEV en de traditionele embedded value hebben betrekking op algemene zaken, zoals; premie-inkomsten, belleggingsrendement, kosten, sterftecijfers, levensverwachting, claims, verhogingen van de reserves en belastingen en heffingen.

De berekeningen omtrent embedded value verschillen voor de MCEV en de traditionele embedded value. De MCEV wordt berekend aan de hand van verwachte toekomstige winsten verdisconteerd met een risico-neutrale rentevoet, met de swap yield curve inclusief kredietrisico en illiquiditeitspremie als referentiekader. De traditionele embedded value wordt berekend aan de hand van een rentevoet die gebaseerd is op staatsobligaties met een looptijd van 10 jaar plus een Equity Risk Premium van 4,5%. Naast de embedded value moet ook de waarde van new business worden bepaald. Dit gebeurt op basis van een beste schatting van de value new business en de verwachte toekomstige nieuwe verzekeringscontracten.

Als laatste wordt er ingegaan op de sensitiviteitsanalyse, dit toets de gevoeligheid van de embedded value bij een verandering in de aannames. De gevoeligheid van de MCEV wordt getoetst door middel van het referentiekader (zie hierboven) en de gevoeligheid van de traditionele embedded value wordt getoetst aan de risico rentevoet op een ceteris paribus basis. Dit houdt in dat er vanuit wordt gegaan dat slechts één factor veranderd en de rest van de factoren gelijk blijft.

*Embedded value report*

Het embedded value report van Allianz is een uitgebreid verslag over de embedded value van deze verzekeringsmaatschappij. De definities, resultaten, methodologie en de aannames die worden gedaan omtrent embedded value worden zeer grondig beschreven.

**Het rapport begint met een introductie, hierin staat vermeld wat Allianz onder embedded value verstaat en welke onderdelen van de onderneming meegenomen worden in de embedded value berekeningen. Embedded value is in het algemeen de economische waarde voor aandeelhouders van de in-force levens- en pensioenverzekeringen. De value new-business zal niet worden meegenomen in de berekeningen van de embedded value, maar apart worden toegelicht. Allianz gebruikt de market consistent embedded value (MCEV), omdat dit een consistente waardering van de activa en passiva geeft en expliciet rekening houdt met niet-afdekbare risico’s. De onderdelen die Allianz betrekt bij embedded value berekeningen (‘covered business’) zijn alle producten uit het ‘Life/Health’ segment, o.a. levensverzekeringen en lange termijn zorgverzekeringen. Daarnaast worden ook de verlengde verzekeringscontracten meegenomen en de pensioenfondsen die buiten het ‘Life/Health’ segment vallen zullen worden uitgesloten.

Na de introductie wordt er diep ingegaan op de embedded value resultaten van 2012. Allereerst wordt er een gedetailleerde omschrijving gegeven van de embedded value resultaten, inclusief de veranderingen ten opzichte van 2011. Vervolgens wordt de value new-business geanalyseerd, de resultaten die op dit gebied zijn behaald en de veranderingen ten opzichte van 2011.

Tabel 4 Opbouw embedded value (Embedded value report Allianz, 2012)

De gevoeligheden komen vervolgens zeer uitgebreid aanbod. Het analyseren van de gevoeligheden is een belangrijk onderdeel van embedded value berekeningen, het test de gevoeligheid van de beste schattingen. Er worden economische- en niet-economische factoren getoetst. De factoren zijn gecorreleerd, zodat de werkelijke impact van twee factoren kan worden getest. De volgende gevoeligheden zijn onder andere geconstateerd:

* Kapitaalvereisten: eisen voor het dekkingskapitaal zorgen voor een stijging van de embedded value van 3%.
* Risicovrije renten: dalende rentevoeten hebben een grotere impact op de embedded value dan stijgende rentevoeten. Een daling van 100 bps (= 1%) leidt tot een daling van de embedded value van 14%.
* Eigen vermogen op waarderingsdatum: een daling van 10% in het eigen vermogen zorgt voor een daling van de embedded value met 584 miljoen. Deze gevoeligheid is toegevoegd om de gevolgen van een plotselinge verandering in de marktwaarde van het eigen vermogen weer te geven.
* Onderhoudskosten: een daling van 10% in de onderhoudskosten zorgt voor een embedded value stijging van 3%.
* Sterftecijfers en levensverwachting: hogere sterftecijfers zijn positief voor producten met een ‘langlevenrisico’ (lijfrenten) en negatief voor producten met een ‘stefterisico’ (overlijdensrisicoverzekeringen).

Naast een algemene omschrijving van de embedded value wordt er ook aandacht besteed aan een analyse van de embedded value per regio. In het embedded value report staat een gedetailleerde omschrijving van de embedded value in verschillende regio’s. De regio’s die betrokken worden bij deze analyse zijn de regio’s waar Allianz opereert, dit zijn; Duitsland, West- en Zuid-Europa, Latijns-Amerika, groeimarkten (o.a. Centraal- en Oost-Europa, Noord-Afrika en Azië) en de Verenigde Staten. Er wordt specifiek en iets dieper ingegaan op de landen waar Allianz een groot marktaandeel heeft op het gebied van levensverzekeringen. Dit zijn Duitsland, Frankrijk, Italië en de VS.

In de Appendix staan de methodologie die gebruikt is en de aannames die gedaan zijn voor het berekenen van de embedded value. De methodologie legt eigenlijk nogmaals in het kort uit wat de embedded value inhoudt en hoe Allianz deze berekend. De embedded value van Allianz bestaat uit de intrinsieke waarde (dekkingskapitaal en vrij kapitaal) en de value in-force business (contante waarde van de toekomstige winsten van de bestaande verzekeringsportefeuille). Deze definities worden zorgvuldig en uitgebreid toegelicht. Daarnaast worden ook de begrippen new business, participating business en health business gedefinieerd.

Het laatste onderdeel van het embedded value report betreft de aannames die gedaan zijn bij het berekenen van de embedded value. Er worden economische, niet-economische en belastingaannames gedaan. De economische aannames gaan over de:

* Referentie yield-curve
* Volatiliteiten voor elke activacategorie: deze zijn gebaseerd op de meest recente beschikbare informatie.
* Correlatie tussen verschillen activacategorieën
* Wisselkoersen
* Kapitaalvereiste voor de kosten van niet-afdekbare risico’s: deze vereiste is op 3,25%.
* Risicopremie omtrent onroerend goed: 20% van de 10-jarige swap rate.
* Risicopremie omtrent vermogen: 5%

De niet-economische aannames zijn vastgesteld op basis van de beste schatting op de waarderingsdatum en deze aannames gaan over de:

* Sterftecijfers
* Levensverwachting
* Overige kosten

Als laatste zijn er aannames gedaan omtrent de belastingtarieven. De belastingtarieven die gelden in de (voor Allianz) belangrijkste landen zijn opgesomd. Dit zijn de tarieven in Duitsland, Frankrijk, Italië, de VS, Korea en Zwitserland.

### *AXA*

AXA is een pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij uit Frankrijk en heeft net als eerder onderzochte verzekeraars twee plekken waarop de embedded value openbaar wordt gemaakt. In de jaarrekening van AXA komt informatie omtrent de embedded value voor evenals in een afzonderlijk embedded value report.

*Jaarrekening*

In de jaarrekening van AXA komt embedded value op één plek voor, namelijk in hoofdstuk 3. Dit hoofdstuk gaat over regulatie en risico factoren waar AXA mee te maken heeft gehad in 2012. Allereerst wordt er iets algemeens gezegd door AXA over hun embedded value. Embedded value (EV) is een waarderingsmethode die vaak gebruikt wordt bij lange termijn verzekeringen. Het meet de contante waarde van de toekomstige kasstromen die beschikbaar zijn voor aandeelhouders, deze waarde wordt gepresenteerd na aftrek van belasting en minderheidsbelangen. Europese embedded value (EEV) is een verfijning van deze methodologie gebaseerd op de principes ontworpen door het “CFO Forum of European insurers”. De EEV wordt door AXA alleen gebruik voor het “Life & Savings” segment. Dit is ook wel het segment voor levens- en pensioenverzekeringen. Naast deze embedded value wordt er ook nog een “Group EV” berekend. Voor het “Life & Savings” segment is de embedded value gelijk aan de Europese embedded value, maar voor de overige segmenten is de embedded value gelijk aan de intrinsieke waarde. De embedded value van AXA wordt berekend aan de hand van de verwachte kasstromen. Deze worden verdisconteerd met de “reference rate”, ook wel de rentevoet die ervan uit gaat dat alle activa in de toekomst een risicovrije rentevoet zullen genereren.

De resultaten omtrent de embedded value worden in een schema weergeven, hierin staat de embedded value van het “Life & Savings” segment, maar ook de totale embedded value van AXA ten opzichte van 2011.

**Deze waarde is niet de reële waarde en omvat ook niet de value new business. De “Life & Savings EEV” is een belangrijke tool voor het management bij het meten van de voor risico gecorrigeerde waarden en voor het bijhouden van de evolutie na verloop van tijd. De Group EV en de EEV moeten los van elkaar worden bekeken, maar worden in deze jaarrekening door elkaar gebruikt en niet duidelijk onderscheiden.

Tabel 5 Opbouw embedded value (Annual Report AXA, 2012)

Naast de introductie van embedded value zullen ook de aannames en de gevoeligheden worden besproken in de jaarrekening.

De belangrijkste aannames die worden gedaan bij de berekening van de embedded value zijn:

* Actuariële veronderstellingen weerspiegelen de beste schattingen op basis van recente ervaringen.
* Er worden geen productiviteitswinsten verondersteld, wel een inflatie van 2%.
* De voordelen door verbeteringen van de sterftecijfers zijn meegenomen.
* Niet-financiële risico’s worden voorzien door middel van het benodigde dekkingskapitaal.
* Het belastingpercentage zal 29,2% zijn.
* De “reference rates” bevatten liquiditeitspremies over de swap curves.

De gevoeligheden zijn berekend voor de “Life & Savings EEV” en voor de “Group EV” en de meest algemene gevoeligheden zijn weergegeven:

* Wanneer de referentie rentevoet stijgt met 100bps (= 1%) leidt dit tot een 6% stijging van de “Life & Savings EEV” en een 3% stijging van de “Group EV”.
* Wanneer de referentie rentevoet daalt met 100bps leidt dit tot een 14% daling van de “Life & Savings EEV” en een 10% daling van de “Group EV”.
* Een 10% hogere waarde van de aandelenmarkt zorgt voor een stijging van de “Life & Savings EEV” met 3% en voor een stijging van de “Group EV” met 4%.
* Een 10% lagere waarde van de aandelenmarkt zorgt voor een daling van de “Life & Savings EEV” met 3% en voor een daling van de “Group EV” met 5%.

*Embedded value report*

Het embedded value report van AXA gaat in op de Life & Savings EEV en de value new business van dit segment, maar ook op de Group EV. Het rapport is opgedeeld in vier onderdelen, de highlights met daarin de belangrijkste aspecten van de embedded value, de embedded value details per regio, de methodologie en de aannames die zijn gedaan bij het berekenen van de embedded value.

Het eerste hoofdstuk van het embedded value report zijn de highlights en geeft informatie over de Life & Savings EEV, de Life & Savings value new business, de gevoeligheden en de Group EV. In de beschrijving over de Life & Savings EEV staat een zeer gedetailleerd overzicht van de resultaten uit 2012 en wat de oorzaken zijn van de veranderingen ten opzichte van 2011. Deze veranderingen zijn vooral het gevolg van bijdragen uit de in-force- en new business. De referentie rente die gebruikt wordt is gedaald doordat de rentevoeten over het algemeen lager liggen dan in 2011. Daarnaast is de ‘in-force implied discount rate (IDR)’ ook gedaald door onder andere lagere investeringsveronderstellingen en een lagere referentie rente. De daling van de IDR weerspiegelt en kleinere kloof tussen de marktconsistente wereld en de echte wereld. De beschrijving van de Life & Savings value new business geeft net als bij de EEV informatie over de resultaten en veranderingen ten opzichte van 2011. Het resultaat is verbetert door positieve ontwikkelingen in Japan, Hong Kong en China, een gunstige productmix, lagere kosten en het gunstige effect van de gedaalde rente. De internal rate of return (IRR) die wordt gebruikt bij het berekenen van de value new business is met 1% gestegen naar 12,5%. Dit is het gevolg van een verbeterde ‘country mix’ en een verbeterde productmix. De gevoeligheden staan in dit hoofdstuk beschreven, de omschrijving is gedetailleerder dan in de jaarrekening van AXA. De value new business heeft andere gevoeligheden dan de value in-force business, door de verschillen in portfolio’s en langere levensduur van de nieuwe verzekeringscontracten. Als laatste wordt er informatie gegeven over de Group EV. De resultaten van de Group EV ten opzichte van 2011 zijn weergegeven. De Group EV is de som van de Life & Savings EEV en de IFRS Tangible Net Asset Value, welke is afgeleid van het IFRS aandeelvermogen voor de andere segmenten.

Het tweede hoofdstuk van het embedded value report van AXA geeft details over de embedded value in de verschillende regio’s waar AXA opereert. De Life & Savings EEV, Life & Savings new business en gevoeligheden worden beschreven per regio. De resultaten, veranderingen en bijzonderheden van deze drie categorieën zijn uitgewerkt voor de volgende regio’s: Frankrijk, de Verenigde Staten, Noord-, Centraal- en Oost- Europa en het Verenigde Koninkrijk, Azië en de Stille Oceaan en de Middellandse Zee en Latijns-Amerika.

Hoofdstuk 3 van dit embedded value report gaat over de methodologie voor het berekenen van de embedded value. Allereerst komt de ‘covered business’ aan bod, of te wel de producten van AXA die worden meegenomen in de embedded value berekeningen. Het Life & Savings segment is het belangrijkste segment voor de embedded value. Dit segment heeft een breed aanbod van levensverzekeringsproducten inclusief pensionerings- en gezondheidsproducten voor collectieven en individuen. Vervolgens wordt besproken waar de embedded value uit bestaat. Embedded value wordt berekend door de intrinsieke waarde (dekkingskapitaal + vrij kapitaal) op te tellen bij de value in-force business. Het dekkingskapitaal moet minstens bestaan uit 1,5 keer de minimale dekkingsgraad in het lokale solvabiliteitsraamwerk. De basiswaarde van de value in-force business is de contante waarde van de toekomstige winsten, die voortkomen uit de huidige verzekeringscontracten. Deze waarde wordt verminderd met een vergoeding voor de tijdswaarde van opties en garanties, dit is een risico neutrale waarde gecorrigeerd voor alle financiële risico’s, en de cost-of-capital en overige niet-financiële risico’s. Alle bovengenoemde begrippen worden in het embedded value report nog uitgebreider en specifieker uitgelegd. Het laatste onderdeel van dit hoofdstuk is een definitie van de value new-business. Deze waarde wordt op dezelfde manier berekend als de value in-force business, maar dan niet op basis van de huidige verzekeringscontracten maar op basis van de nieuwe verzekeringscontracten. Het omvat de kosten van verkoop en de toekomstige winsten en uitkeringen aan aandeelhouders. Wanneer de premies en verwachte verleningen van huidige, aflopende, verzekeringscontracten voorspelbaar zijn, worden deze ook meegenomen in de voorspiegeling van de toekomstige cashflows.

Het laatste en vierde hoofdstuk van het embedded value report van AXA bevat de aannames die zijn gedaan voordat de embedded value berekeningen konden plaatsvinden. Deze aannames staan uitgebreider beschreven dan in de jaarrekening. Allereerst de economische aannames:

* De referentie rente heeft een liquiditeitspremie die gebaseerd is op de 50/40 formule.
* De correlaties worden gemeten op basis van historische data en liggen tussen de 5% en de 15%.
* De inflatie van de euro is 2,4%, van de Amerikaanse dollar 2,9% en van de Engelse pond 3,3%.
* De wisselkoersen zijn gegeven voor alle landen waar AXA opereert.

Vervolgens de operationele aannames:

* Alle cashflows zijn gebaseerd op de beste schattingen.
* De historische trend van verbeteringen in de sterftecijfers wordt verondersteld door te zetten.
* De belastingpercentages zijn gegeven voor alle landen waar AXA opereert.

Verder zijn er aannames gedaan omtrent de kosten en krediettarieven.

### *Prudential*

De laatste onderneming die is onderzocht is Prudential. Dit is een grote pensioen- en levensverzekeringsmaatschappij uit de Verenigde Staten. Echter komt embedded value in de publicaties van Prudential niet voor. Deze verzekeraar heeft geen embedded value rapport opgesteld, enkel een jaarrekening waarin niets wordt gezegd over embedded value. Om die reden wordt Prudential niet opgenomen in de vergelijking.

# Hoofdstuk 5: Vergelijking

Dit hoofdstuk zal ingaan op de vraag in hoeverre de embedded value van de verschillende onderzochte levensverzekeringsmaatschappijen onderling te vergelijken is. Als korte inleiding worden allereerst de definitie en het belang van de begrippen vergelijkbaarheid en transparantie behandeld. Dit wordt gedaan om aan te geven waarom het openbaar maken van embedded value wordt vergeleken en waarom vergelijkbaarheid een belangrijk gegeven is in externe verslaggeving. Vervolgens zullen er een aantal criteria worden genoemd, deze criteria worden getoetst op de in hoofdstuk 3 onderzochte verzekeringsmaatschappijen en aan de hand van een overzicht zal worden gekeken of de manier waarop embedded value openbaar wordt gemaakt onderling vergelijkbaar is.

### *Vergelijkbaarheid*

De definitie van vergelijkbaarheid die de Raad van Jaarverslaggeving in 2007 geeft luidt als volgt; “Gebruikers dienen in staat te zijn de jaarrekeningen van een onderneming in de tijd te vergelijken teneinde ontwikkelingen in haar financiële positie en resultaten te onderkennen. Gebruikers moeten ook in staat zijn de jaarrekeningen van verschillende ondernemingen onderling te vergelijken, teneinde hun relatieve financiële positie, resultaten en wijzigingen in financiële positie te beoordelen. Vandaar dat de waardering en weergave van het financiële gevolg van soortgelijke transacties en andere gebeurtenissen voor alle onderdelen van een onderneming, en volgtijdelijk voor de onderneming als geheel, op een bestendige wijze moeten geschieden en tevens op bestendige wijze voor verschillende ondernemingen”.

Kort gezegd betekent dit vergelijkbaarheid op twee vlakken, de jaarrekeningen van ondernemingen onderling moeten vergelijkbaar zijn, maar ook de jaarrekeningen van één onderneming moeten in de loop van de tijd te vergelijken zijn.

Gebruikers van de jaarrekening moeten in staat zijn te vergelijken, dit is van belang voor verschillende gebruikers van de jaarrekening. De aandeelhouders zijn geïnteresseerd in de positie van de onderneming ten opzichte van ondernemingen in dezelfde sector. Het is voor hen van belang te weten of de onderneming waar zij aandeelhouder zijn het goed of slecht doet ten opzichte van de concurrentie. De investeerder is ook een gebruiker van de jaarrekening waarvoor vergelijkbaarheid een belangrijk punt is. Het is van belang te weten of het wel zin heeft geld te investeren in een bepaalde onderneming of dat het juist heel veel rendement kan gaan opleveren. Als laatste is het ook voor de consument van belang, weliswaar in mindere mate, te weten hoe hun verzekeringsmaatschappij er financieel voorstaat en welk risico zij lopen.

### *Transparantie*

Transparantie kan worden gedefinieerd als de brede beschikbaarheid van relevante, betrouwbare informatie over de periodieke prestaties, financiële positie, investeringsmogelijkheden, waarde en risico’s van een onderneming (Bushman and Smith, 2003). Een transparante onderneming geeft veel inzicht in de cijfers van de onderneming en deze cijfers zijn voor een gebruiker ook gemakkelijk te begrijpen en te vergelijken.

Er zijn verschillende redenen waarom transparantie een belangrijk gegeven is voor verzekeringsmaatschappijen. Voor de consument zijn verzekeringen een financieel gevoelige zaak en de polishouder vertrouwt de verzekeringsmaatschappij hun spaargeld toe om zo in de toekomst een uitkering te kunnen krijgen. Vanuit het oogpunt van de investeerder is transparantie ook van belang, aangezien de activa en verplichtingen met betrekking tot verzekergingen ondoorzichtig zijn en dus moeilijk te waarderen.

Financiële verslaggeving speelt een cruciale rol bij het verminderen van informatie asymmetrie bij zowel klanten als investeerders. De reden hiervoor is dat meer transparantie zorgt voor minder risico en dus een daling in de risicopremies, een gunstig effect. Wanneer de kwaliteit en vergelijkbaarheid van de embedded value reporting verbetert, zullen de verzekeringsmaatschappijen transparanter worden (Serafeim, 2011).

*Vergelijking*

In de onderstaande tabellen staan de verschillende criteria waarop de onderzochte levensverzekeringsmaatschappijen zullen worden getoetst. De eerste tabel bevat de Nederlandse verzekeringsmaatschappijen en de tweede tabel geeft informatie over de buitenlandse verzekeringsmaatschappijen. Er zal gekeken worden naar de manier waarop de embedded value openbaar wordt gemaakt, de plaats waar dat gebeurt, de methodologie die wordt gehanteerd, de covered business en de aannames die gedaan worden bij het berekenen van de embedded value. De gevoeligheden zijn ook een belangrijk onderdeel van de embedded value en deze verschillen wel degelijk onder de verzekeringsmaatschappijen. Echter opereert elke onderneming in zijn eigen markt, met eigen klanten en investeerders en om die reden worden de gevoeligheden niet vergeleken. Het is logisch dat verschillende ondernemingen verschillend reageren op bepaalde factoren.

De criteria waarop wordt getoetst:

1. Onder embedded value wordt verstaan; de intrinsieke of nettovermogenswaarde + de value in-force business en de value new-business.
2. Komt embedded value voor in de jaarrekening, en zo ja waar?
3. Is er een aanvullend embedded value report uitgebracht?
4. Aan de hand van welke principes wordt de embedded value berekend?
5. Welke onderdelen worden meegenomen in de embedded value berekeningen?
6. Over welke zaken worden er aannames gedaan, anders dan de disconteringsvoet?
7. Zijn deze aannames gedetailleerd beschreven?
8. Hoeveel bedraagt de disconteringsvoet?

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Criteria** | **Achmea** | **Delta Lloyd** | **Aegon** |
| 1. Definitie | Value new business wordt weggelaten | Ja | Ja |
| 2. Jaarrekening | Ja, in de kerncijfers en in de segment-informatie. | Ja, in de highlights, kerncijfers, als paragraaf van het bestuursverslag en in de toelichting op de balans. | Ja, heel kort in de toelichting op de geconsolideerde balans.  |
| 3. EVR | Ja | Ja | Nee |
| 4. Methodologie | MCEV | EEV | MCEV |
| 5. Covered business | Leven & Pensioen | Leven | Staat niet vermeld |
| 6. Aannames | Cost of capital, inflatie, belasting, sterftekansen en kosten. | Solvency II rentevoet, groeiverwachtingen, belasting, risicopremies en inflatie. | Toekomstige premies, commissies, inflatie, sterftecijfers, levensverwachting en beleggingsopbrengst-en. |
| 7. Gedetailleerde aannames | Alleen de cost of capital | Ja | Nee |
| 8. Verdisconterings-voet | Swap yield curve, met illiquiditeitspremie tussen de 0 – 100%. | Solvency II rente met een liquiditeitspremie van 58 basispunten en een forward rate van 4,2%.  | 11%-13,5% voor belasting en naar risico gecorrigeerd. |

**Tabel 6 Vergelijking Nederlandse verzekeringsmaatschappijen**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Criteria/ondernemingen** | **Allianz** | **AXA** |
| 1. Definitie | Ja | Ja |
| 2. Jaarrekening | Ja, in de toelichting op de geconsolideerde balans. | Ja, bij de risicofactoren. |
| 3. EVR | Ja | Ja |
| 4. Methodologie | MCEV | EEV |
| 5. Covered business | Leven & Gezondheid | Leven & Pensioen |
| 6. Aannames | Volatiliteiten, correlaties, wisselkoersen, cost of capital, risicopremies, sterftecijfers, levensverwachting en overige kosten. | Inflatie, belasting, wisselkoersen, correlaties, sterftekansen, kosten en krediettarieven.  |
| 7. Gedetailleerde aannames | Ja | Ja  |
| 8. Disconteringsvoet | Swap yield curve inclusief kredietrisico en illiquiditeitspremie. | Liquiditeitspremies over de swap curves gebaseerd op de 50/40 formule. |

**Tabel 7 Vergelijking buitenlandse verzekeringsmaatschappijen**

Uit de vergelijking blijkt dat er redelijk wat verschillen zijn in de manier waarop grote levensverzekeringsmaatschappijen embedded value informatie bekend maken.

Bijna elke verzekeraar gebruikt dezelfde definitie van embedded value, behalve Achmea. Zij nemen de value new business niet mee in de berekeningen. Een reden hiervoor kan zijn dat de embedded value gunstiger uitpakt zonder deze VNB, aangezien die een negatief getal toont. De overige verzekeraars maken wel gebruik van de bovengenoemde definitie, als ze überhaupt de embedded value openbaar maken. Echter betekent dit dat de embedded value van Achmea niet vergelijkbaar is met die van de andere verzekeringsmaatschappijen, omdat er een verschil zit in de gebruikte definitie.

Wanneer de embedded value openbaar wordt gemaakt komt er informatie omtrent de embedded value voor in de jaarrekening. Sommigen vermelden de embedded value in de kerncijfers, anderen in een aparte paragraaf of in de toelichting op de geconsolideerde balans. De informatie staat in de jaarrekening, maar de plaats en voornamelijk wat er openbaar wordt gemaakt verschilt tussen de verzekeringsmaatschappijen en dit zorgt voor een lagere vergelijkbaarheid en minder transparantie.

Vier van de vijf verzekeringsmaatschappijen die embedded value informatie openbaar maken publiceren ook een aanvullend embedded value report. Dit rapport geeft uitgebreide informatie over de embedded value. Het wel of niet uitgeven van een embedded value report ondermijnd de vergelijkbaarheid niet perse, echter geven de ondernemingen met een embedded value report veel meer informatie weer en dat zorgt ervoor dat het beeld van de ene onderneming veel uitgebreider is dan die van de ander.

De principes die worden gevolgd bij het openbaar maken van embedded value informatie verschillen ook tussen de verzekeringsmaatschappijen. Er zijn twee mogelijkheden, of er wordt gebruik gemaakt van de Market Consistent Embedded Value of van de European Embedded Value. Drie ondernemingen volgen de MCEV principes en twee ondernemingen volgen de EEV principes. De gekozen methodologie is vaak gekozen op basis van de meest gunstige uitkomst. De EEV neemt bijvoorbeeld de ‘renewals’ (verlengingen) niet mee in de embedded value berekeningen en dit kan voor sommige ondernemingen zorgen voor een minder gunstige uitkomst. Echter komt de vergelijkbaarheid in het gedrang als er verschillende principes worden gebruikt, een uniforme standaard die verplicht is voor alle levensverzekeringsmaatschappijen zou een oplossing zijn.

Over het algemeen worden dezelfde dingen meegenomen in de embedded value berekeningen. De ‘covered business’ is altijd de levensverzekeringsbusiness en in twee gevallen ook de pensioenverzekeringsbusiness. Allianz is de enige onderzochte verzekeringsmaatschappij die lange termijn zorgverzekeringen meeneemt in de berekeningen.

De aannames die gedaan worden door de ondernemingen laten veel overlap zien. De ene verzekeringsmaatschappij is specifieker in de aannames en laat meer aannames zien. Inflatie, belasting, sterftecijfers en kosten zijn de meest gemaakte aannames. De meeste ondernemingen zijn ook wel gedetailleerd in hun aannames, en dit is goed voor de vergelijkbaarheid en voor de transparantie. Wanneer er gedetailleerd wordt beschreven welke aanname gedaan is vergemakkelijkt dit vergelijkbaarheid, omdat duidelijk is waar de onderneming vanuit is gegaan.

Het laatste criterium betreft de disconteringsvoet die gebruikt is door de onderneming om de toekomstige cashflows te berekenen. Deze disconteringsvoet is bij elke verzekeringsmaatschappij, die embedded value informatie openbaar maken, anders. De cashflows die gegenereerd worden, zijn totaal niet met elkaar te vergelijken, omdat ze allemaal met andere percentages verdisconteerd zijn. De toekomstige cashflows zijn echter erg belangrijk bij het berekenen van de embedded value en is het dus van belang dat deze op dezelfde manier worden berekend wil er onderlinge vergelijking mogelijk zijn.

Al met al blijkt dat embedded value informatie van levensverzekeringsmaatschappijen, als het al openbaar wordt gemaakt, niet erg vergelijkbaar is. Er zijn veel verschillen tussen verzekeringsmaatschappijen in de manier waarop embedded value wordt behandelt, zowel in de berekening als in de gevolgde principes.

# Hoofdstuk 6: Regelgeving

Dit hoofdstuk zal zich voornamelijk richten op de regelgeving voor de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. De verzekeringsmaatschappijen die in hoofdstuk 3 zijn onderzocht rapporteren allen volgens IFRS. Om die reden zal deze standaard worden uitgelegd, maar af en toe zal uitgeweken worden naar de Nederlandse wet- en regelgeving omdat IFRS 4 nog niet compleet is. De Nederlandse wet- en regelgeving heeft regels opgesteld voor de verslaggeving door verzekeringsmaatschappijen en IFRS 4 heeft betrekking op verzekeringscontracten.

Allereerst zullen de algemene regels voor de jaarrekening van verzekeringsmaatschappijen worden beschreven. Er zal ingegaan worden op de balans, de winst- en verliesrekening en IFRS 4. Vervolgens zal nogmaals kort worden ingegaan op de behoefde aan embedded value in de verslaggevingsregels en als laatst wordt er gekeken naar de mogelijkheden die er zijn voor het opnemen van de embedded value in de jaarrekening, zodat de gebruiker in staat is te vergelijken.

### *Balans*

De balans van een verzekeringsmaatschappij verschilt deels van de balans van een reguliere onderneming en is op sommige plekken anders ingedeeld. De indeling van een dergelijke balans staat vermeld in bijlage 1.

De debetzijde van de balans van een verzekeringsmaatschappij bevat, van boven naar beneden de immateriële vaste activa, gevolgd door de beleggingen, vorderingen, overige activa en overlopende activa.

De immateriële vaste activa worden gewaardeerd tegen actuele waarde. Het is echter ook toegestaan deze op te nemen tegen de eigen waarderingsgrondslagen en het verschil ten opzichte van de reële waarde te activeren. IFRS noemt dit ook wel de ‘gesplitste presentatie’. Onder beleggingen worden verschillende soorten beleggingen onderscheiden. Vastgoedbeleggingen worden volgens IAS 40 gewaardeerd tegen reële waarde of tegen kostprijs minus afschrijvingen en bijzondere waardeverminderingen. Beleggingen in groepsmaatschappijen en deelnemingen worden gewaardeerd tegen de nettovermogenswaarde en voor de overige beleggingen laat IFRS de keuze vrij, echter wordt er vaak gekozen voor een waardering tegen reële waarde (Ernst & Young, 2012).

De creditzijde van de balans is onderverdeeld in het eigen vermogen, technische voorzieningen, schulden en overlopende passiva.

Het eigen vermogen van een verzekeringsmaatschappij is vooral van belang in het kader van de solvabiliteitseisen. In de toelichting van de balans moeten dan ook de minimaal vereiste, de door het bestuur gewenste en de aanwezige solvabiliteitsmarge worden vermeld. De minimale solvabiliteit staat beschreven in het Europese document; Solvency II. Er zijn een aantal technische voorzieningen te noemen, echter de technische voorziening die vooral gebruikt wordt bij levensverzekeringsmaatschappijen is de voorziening levens-verzekeringsverplichtingen (VVP). Deze voorziening omvat de verplichtingen die ontstaan uit niet verdiende premies, vastgestelde maar nog niet betaalde uitkeringen en andere verplichtingen uit hoofde van levensverzekeringscontracten. Hierop is het aandeel van de herverzekeraar, zijn de acquisitiekosten en de te amortiseren rentestandkortingen in mindering gebracht. De waardering van de voorziening VVP vindt plaats volgens een ‘voldoende voorzichtige prospectieve actuariële methode’. Er wordt rekening gehouden met verdiscontering, alle toekomstige kasstromen, het afschrijvingsschema voor rentestandkorting en de sterftetafel en leeftijdscorrecties. De rentestandkorting is een premiekorting, welke gebaseerd is op het verschil tussen verschillende verwachte beleggingsopbrengsten. De pensioenverplichtingen worden onder deze voorziening altijd afzonderlijk verantwoord volgens IAS 19. Het onderdeel schulden aan de creditzijde van de balans gaat in op alle schulden van de verzekeringsmaatschappij. Op het gebied van belastingverplichtingen vereist IAS 12 een nominale waardering (Ernst & Young, 2012).

### *Winst- en verliesrekening*

De winst- en verliesrekening van een verzekeringsmaatschappij kan worden opgedeeld in de technische rekening en de niet-technische rekening. Er kan onderscheid gemaakt worden tussen de technische rekening schade en de technische rekening leven. Er zal hier echter alleen worden ingegaan op de technische rekening leven, omdat de regelgeving specifiek voor schadeverzekeringen niet relevant is. De indeling van de technische rekening leven staat vermeld in bijlage 2. De niet-technische rekening begint met het resultaat van de technische rekening en bevat onder andere overige- en buitengewone basten en lasten.

IFRS bevat slechts de elementaire voorschriften voor presentatie van IAS 1. In de Exposure Draft voor Phase II van IFRS 4 wil men echter de resultaten op nieuwe productie afzonderlijk tonen, net als de wijzigingen in verplichtingen als gevolg van afwijkingen tussen uitkomsten en schattingen en wijzigingen in aannames. Deze splitsing geeft inzicht in de mutaties die door het management kunnen worden beïnvloed en de mutaties die het gevolg zijn van externe invloeden. Deze splitsing wordt al gemaakt in rapportages van de embedded value. De zogenaamde “Summarised Margin” presentatie geeft niet langer het premievolume weer, de premies en uitkeringen moeten worden verwerkt in de toelichting (Ernst & Young, 2012).

De technische rekening leven bevat (zie bijlage 2) de verdiende premies, beleggingsopbrengsten, overige technische baten en lasten, uitkeringen eigen rekening, wijziging technische voorziening levensverzekering, winstdeling en kortingen en bedrijfskosten. De verdiende premies bestaan uit de bruto premies en koopsommen, uitgaande herverzekeringspremies en de wijziging technische voorziening niet-verdiende premies en lopende risico’s. Onder IFRS worden de herverzekeringspremies als lasten verantwoord en IFRS 4 bevat slechts beperkte regels voor de verantwoording van premies. De beleggingsopbrengsten kunnen worden onderverdeeld in technische- en niet-technische beleggingsopbrengsten. De technische beleggingsopbrengsten kunnen voor het risico van de verzekeringsmaatschappij zijn, of voor het risico van de polishouder. IFRS 4 kent geen specifieke regels voor beleggingsopbrengsten maar de RJ beveelt aan om ongerealiseerde- en gerealiseerde positieve en negatieve resultaten te salderen op de winst- en verliesrekening. De overige technische baten en lasten zijn de overige resultaten die samenhangen met de bedrijfsuitoefening. De uitkeringen betreft betalingen die zijn gedaan aan polishouders met betrekking tot onder andere overlijdensuitkeringen, pensioenen en lijfrenten. De wijziging van de technische voorziening levensverzekering bestaat uit het verschil tussen het begin- en het eindsaldo van deze voorziening. Dit verschil is het gevolg van financiële transacties, bijtellingen van economisch-actuariële grondslagen en van afwijkingen tussen de werkelijkheid en eerder gedane aannames. Deze aannames hebben voornamelijk betrekking op de sterftecijfers en levensverwachtingen. De post winstdeling en kortingen bevat onder andere bedragen die gereserveerd zijn voor winstdelingen aan polishouder en premiekortingen. Het laatste onderdeel van de technische rekening zijn de bedrijfskosten en die worde onderverdeeld in: acquisitiekosten, wijziging overlopende acquisitiekosten, beheers- en personeelskosten (afschrijving bedrijfsmiddelen) en provisie en winstdeling ontvangen van herverzekeraars (Ernst & Young, 2012).

### *IFRS 4*

IFRS 4 is de internationale accountingstandaard voor de behandeling van verzekeringscontracten (insurance contracts). IFRS 4 heeft betrekking op alle verzekeringscontracten (inclusief herverzekeringscontracten) van een onderneming, uitzonderingen daargelaten. Deze standaard biedt een tijdelijke vrijstelling van de voorschriften van sommige andere IFRS standaarden, zoals de verplichting om IAS 8 Grondslagen voor financiële verslaggeving, schattingswijzigingen en fouten te gebruiken bij het selecteren van de grondslagen voor verzekeringscontracten. IFRS 4 werd uitgegeven in 2004 en moet worden toegepast op boekjaren vanaf begin 2005 (Deloitte, 2013).

|  |  |
| --- | --- |
| 1 april 2001 | Uitgebreid project verzekeringscontracten overgedragen van de IASC aan de IASB |
| Mei 2002 | Korte termijn verzekeringscontracten gesplitst van het uitgebreide project |
| 31 juli 2003 | Exposure Draft ED 5 *Insurance Contracts* |
| 31 maart 2004 | IFRS 4 *Insurance Contracts* |
| 1 januari 2005 | Toepassingsdatum IFRS 4 |
| 18 augustus 2005 | Aanpassing IFRS 4 voor financiële garantiecontracten |

**Tabel 8 Geschiedenis IFRS 4 (Deloitte, 2013)**

De IASB heeft het ontwikkelen van IFRS 4 voor verzekeringscontracten (IFRS 4) opgesplitst in twee fasen. De uitkomst van fase 1 (op 31 maart 2004) was een opzet voor de huidige standaard en ging voornamelijk over de behandeling van verzekeringsverplichtingen. Over het algemeen werd er niet gedetailleerd in gegaan op de procedures die gevolgd moeten worden bij verzekeringscontracten en om die reden is er nog steeds sprake van veel onduidelijkheid. De uiteindelijke standaard wordt opgesteld in fase 2, deze standaard zal zorgen voor een marktgeoriënteerde waardering van verzekeringscontracten, echter is er tot op heden enkel een exposure draft uitgebracht in 2010 (Post, 2007).

IFRS 4 gaat in op verzekeringscontracten en niet op verzekeringsmaatschappijen en mag dus alleen toegepast worden op verzekeringsverplichtingen en posten die daar direct mee verbonden zijn. De technische samenvatting van IFRS 4 die is verschenen op 1 januari 2012 definieert een verzekeringscontract als volgt: “een verzekeringscontract is een contract waarbij de ene partij (de verzekeraar) een significant verzekeringsrisico accepteert van een andere partij (de polishouder), de polishouder wordt door de verzekeraar gecompenseerd als een gespecificeerde onzekere gebeurtenis plaatsvind in de toekomst (de verzekerde gebeurtenis) welke de polishouder negatief beïnvloed”.

Er zijn drie soorten contracten die niet onder IFRS 4 (mogen) vallen;

* Personeelsbeloningen, wat voor levensverzekeraars kan leiden tot een herrubricering van de pensioenverzekeringen van eigen personeel.
* Garanties van fabrikant aan de klant.
* De waardering en presentatie van verzekeringscontracten door de polishouder, tenzij de polishouder een verzekeraar is.

De waardering van een verzekeringscontract wordt gebaseerd op de kasstromen, verdiscontering tegen actuele marktrente, met toevoeging van een marge voor onzekerheid en het verschil tussen de eerste waardering van het contract en de ontvangen premie (de residual margin) (Ernst & Young, 2012).

IFRS 4 heeft twee uitgangspunten geformuleerd voor de toelichting, namelijk dat er een specificatie van en toelichting op de bedragen in balans en winst- en verliesrekening moet komen en dat de toelichting informatie moet bevatten over de geschatte omvang en timing van toekomstige kasstromen en de onzekerheden die daarbij horen (Ernst & Young, 2012).

Verschillende zaken moeten, volgens IFRS 4, openbaar worden gemaakt. De standaard vereist bekendmaking van:

* Informatie die gebruikers helpt de bedragen, die voortvloeien uit verzekeringscontracten, in de jaarrekening van de verzekeraar te begrijpen. Deze informatie moet bestaan uit:
	+ De grondslagen die gehanteerd worden voor verzekeringscontracten en de daarmee verbonden activa, verplichtingen, baten en lasten.
	+ De opgenomen activa, verplichtingen, inkomen, kosten en kasstromen die voortvloeien uit verzekeringscontracten.
	+ Informatie over de aannames die gedaan zijn bij de beoordeling van activa, verplichtingen, inkomen en kosten, inclusief een openbaarmaking van deze aannames.
	+ De effecten van een verandering in aannames.
	+ Mutatieoverzichten van de verzekeringsverplichtingen, herverzekeringsactiva, en, indien van toepassing, hiermee verband houdende acquisitiekosten.
	+ Wanneer de verzekeraar een cedent is, een soort tussenpersoon, zijn er nog extra toelichtingen vereist.
* Informatie die gebruikers helpt om de aard en omvang van risico's die voortvloeien uit verzekeringscontracten te beoordelen. Deze informatie bevat:
	+ Doelstellingen en het beleid van risicomanagement.
	+ De voorwaarden van verzekeringscontracten die een materieel effect hebben op de omvang, timing en de onzekerheid van toekomstige kasstromen.
	+ Informatie over het verzekeringsrisico.
	+ Informatie over het kredietrisico, het liquiditeitsrisico en het marktrisico, wanneer de verzekeringscontracten vallen onder IFRS 7 (“Financial Instruments; Disclosures”).
	+ Informatie over het marktrisico omtrent derivaten, wanneer deze niet worden gewaardeerd tegen de reële waarde. (Deloitte, 2013)

*Embedded value in de jaarrekening*

Nadat Phase I van het IFRS 4 project was afgerond en de standaard in gebruik kon worden genomen bleven verzekeraars lokale regelgeving gebruiken, omdat IFRS 4 slechts globaal ingaat op verzekeringscontracten en er geen gedetailleerde accountingprincipes in worden vermeld. Embedded value reporting zal echter, wanneer het uniform wordt geïmplementeerd, zorgen voor grotere vergelijkbaarheid van de financiële resultaten tussen ondernemingen. De implementatie van de Europese embedded value principes was een stap in de goede richting, ze moesten de methodologie omtrent embedded value standaardiseren. Echter is gebleken dat elke onderneming zijn eigen manieren heeft voor het presenteren van de embedded value, als de embedded value überhaupt openbaar wordt gemaakt (Serafeim, 2011).

Onder de huidige verslaggevingsregels voor verzekeringsmaatschappijen is het verstrekken van informatie omtrent de embedded value niet verplicht. De onderneming heeft zelf de keuze om de informatie te verstrekken, in de jaarrekening of in een aanvullend rapport.

In hoofdstuk 3 is naar voren gekomen dat embedded value reporting van belang kan zijn voor verschillende gebruikers van de jaarrekening, zoals aandeelhouders en investeerders, en dat het openbaar maken van de embedded value zal zorgen voor een daling in de informatie asymmetrie.

*Mogelijkheden*

De embedded value komt op dit moment bij verschillende levensverzekeringsmaatschappijen voor in de jaarrekening. Echter rapporten deze ondernemingen de embedded value allemaal op verschillende manieren. Een uniforme standaard voor het rapporteren van de embedded value lijkt een oplossing voor de gebruiker van de jaarrekening. Dit kan ervoor zorgen dat de waarde van de verzekeringsportefeuille vergelijkbaar is voor onder andere de aandeelhouders en de investeerders.

Voor de wijze waarop de embedded value informatie zou kunnen worden verstrekt zijn drie alternatieven denkbaar;

* Ten eerste is het mogelijk de winstcapaciteit van de verzekeringsportefeuille op te nemen in de balans als afzonderlijke post.
* Ten tweede kan de embedded value opgenomen worden in de jaarrekening als aanvullende informatie. Bijvoorbeeld als onderdeel van het bestuursverslag of onder de kerncijfers.
* De laatste mogelijkheid is de embedded value openbaar maken als “los” gegeven dat kan worden gebruikt bij presentaties aan aandeelhouders of analisten. De embedded value zal een apart, op zichzelf staand, onderdeel worden van de jaarrekening. (Actuarieel Genootschap, 1995)

Op dit moment zijn er een beperkt aantal regels voor het opnemen van embedded value informatie in de jaarrekening. Doordat de regelgeving niet uitgebreid en gedetailleerd is, past het opnemen van embedded value informatie in de jaarrekening goed in de regelgeving. Wanneer de regels strikt zijn is het lastiger deze regelgeving aan te passen of nieuwe regels toe te voegen. Echter voor de regelgeving omtrent embedded value geldt dit niet, waardoor er mogelijkheden bestaan voor gedetailleerde, uniforme regels.

# Advies

Informatie over een onderneming is bruikbaarder wanneer het kan worden vergeleken met gelijke informatie over een andere periode en met gelijke informatie over andere ondernemingen. Vergelijkbaarheid is een van de kwalitatieve karakteristieken die ervoor zorgen dat de jaarrekening bruikbaar is voor gebruikers. (IASB, 2010)

Uit de analyse blijkt dat verschillende pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen de embedded value rapporteren op hun eigen wijze. De regelgeving die gevolgd wordt is verschillend, de manier van openbaar maken is verschillend en de manier van berekenen is verschillend. Alle verschillen leiden ertoe dat embedded value informatie van levensverzekeringsmaatschappijen niet vergelijkbaar is voor de gebruikers van de jaarrekening. Daarnaast bevatten de embedded value rapportages accountantsverklaringen waar de gebruiker weinig aan heeft, omdat deze enkel verklaren dat de gestelde methodologie en aannames ook daadwerkelijk worden gevolgd. Er wordt geen daadwerkelijke controle uitgevoerd. Om de vergelijkbaarheid van embedded value informatie te verbeteren zal het van belang zijn embedded value informatie op gelijke wijze openbaar te maken. Wanneer deze informatie op dezelfde manier bekend wordt gemaakt aan de gebruikers zullen zij veel beter in staat zijn de informatie te vergelijken met vorige perioden of met andere verzekeringsmaatschappijen.

Het op dezelfde manier openbaar maken van embedded value informatie kan enkel gebeuren wanneer hier uitgebreide regelgeving voor wordt opgesteld. Accountants hebben in dat geval ook de mogelijkheid een goede controle uit te voeren aan de hand van een checklist op basis van de regels. Regelgeving omtrent embedded value bestaat al, echter gaat deze regelgeving niet specifiek in op de manier waarop embedded value moet worden omschreven in de jaarrekening. De Europese embedded value principes en de markt consistente embedded value principes geven enkel aan wat er openbaar moet worden gemaakt indien er embedded value informatie wordt vrijgegeven. IFRS 4 omvat enkel de behandeling van verzekeringscontracten, maar omdat deze standaard niet gedetailleerd genoeg is rapporteren de verzekeringsmaatschappijen volgens de lokale regelgeving.

Het advies dat aan de hand van deze bevindingen kan worden uitgebracht gaat zodoende over specifieke regelgeving voor het openbaren van embedded value informatie in een uniforme standaard die toegepast wordt door alle beursgenoteerde (levens)verzekeringsmaatschappijen. De ondernemingen die rapporteren volgens IFRS zouden terug moeten kunnen vallen op een standaard die uitgebreid en gedetailleerd omschrijft hoe er moet worden omgegaan met embedded value. Wanneer alle ondernemingen rapporteren volgens diezelfde standaard zal de informatie vergelijkbaar en overzichtelijk zijn voor de gebruikers. De eerste stap is het gedetailleerder maken van IFRS 4, zodat de behandeling van verzekeringscontracten in ieder geval uniform gebeurt. Vervolgens zou deze standaard een extra module kunnen krijgen waarin wordt beschreven hoe embedded value moet worden behandelt en hoe embedded value informatie openbaar moet worden gemaakt in de jaarrekening.

# Conclusie

De conclusie staat in het teken van het beantwoorden van de onderzoeksvraag. De onderzoeksvraag luidt als volgt:

*Welke toegevoegde waarde voor de gebruiker van de jaarrekening heeft het opnemen van de embedded value in de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen?*

Deze onderzoeksvraag is in het eerste hoofdstuk geïntroduceerd en kan worden beantwoord aan de hand van de opgestelde deelvragen. De deelvragen zijn elk in een hoofdstuk beantwoord en de bevindingen die gedaan zijn leiden tot het antwoord op de onderzoeksvraag.

Uit het onderzoek is gebleken dat het opnemen van de embedded value van toegevoegde waarde kan zijn voor de gebruikers van de jaarrekening van pensioen- en levensverzekeringsmaatschappijen. Wanneer embedded value informatie op dezelfde manier openbaar wordt gemaakt door de verschillende verzekeringsmaatschappijen zal dit leiden tot een zeer gunstig effect op de vergelijkbaarheid. Op dit moment gebeurt dit niet en om die reden zijn levensverzekeringsmaatschappijen niet te vergelijken door gebruikers. De belangrijkste toegevoegde waarde van het opnemen van embedded value informatie in de jaarrekening is dan ook de vergelijkbaarheid. Embedded value geeft de waarde van een verzekeringsmaatschappij weer aan de hand van de toekomstige kasstromen van de huidige (lange termijn) verzekeringsportefeuille. Wanneer elke verzekeringsmaatschappij deze informatie op een uniforme wijze openbaar maakt, door middel van een eenduidige opname in de jaarrekening, zal de waarde en de toekomstige winstgevendheid van verzekeringsmaatschappijen een stuk beter te vergelijken zijn.

Voordat er een uniforme standaard kan worden opgesteld voor het openbaar maken van embedded value informatie in de jaarrekening zal er extra onderzoek moeten worden gedaan. Extra onderzoek zal meer buitenlandse verzekeringsmaatschappijen moeten meenemen voor een breder beeld en zal specifieker moeten kijken naar de mogelijke regelgeving.

Wanneer alle verzekeringsmaatschappijen embedded value informatie in de jaarrekening op dezelfde wijze openbaar maken is dit een verbetering van de vergelijkbaarheid voor de gebruiker. Echter zal de beste manier om dit te realiseren nog moeten worden onderzocht.

# Literatuurlijst

*Artikelen*

Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *FRBNY Economic Policy Review,* *April 2003,* 65-87.

Doff, R. (2005). Economic capital voor verzekeraars. *Maandblad Accountancy en bedrijfseconomie*, *november 2005*, 582-589.

O'Keeffe, P. J. L., Desai, A. J., Foroughi, K., Hibbett, G. J., Maxwell, A. F., Sharp, A. C. … Willis, F. J. P. (2005). Current developments in embedded value reporting. *British Actuarial Journal, 11*, 407-479. DOI: 10.1017/S1357321700003226

Post, T., Gründl, H., Schmidl, L. & Dorfman, M.S. (2007). Implications of IFRS for the European insurance industry – Insights from capital market theory. *Risk Management and Insurance Review*, *Vol. 10*, 247-265. DOI: 10.1111/j.1540-6296.2007.00117.x

Serafeim, G. (2011). Consequences and institutional determinants of unregulated corporate financial statements: Evidence from embedded value reporting. *Journal of Accounting Research, Vol. 49,* 529-571. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2011.00401.x

*Internet*

Deloitte. IFRS 4 – Insurance Contracts. Verkregen op 31 mei, 2013, van <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs4>.

Technical summary IFRS 4 (2012). Verkregen op 31 mei, 2013, van <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20Web%20summaries/IFRS%204.pdf>

IASB (2010). The conceptual framework for financial reporting. Verkregen op 7 juni, 2013, van <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/stdcontent/2012_Red_Book/Conceptual_Framework.html>

*Boeken*

Actuarieel Genootschap (1995). *Embedded value.* Amsterdam: Nivra.

Ernst & Young (2012). *Handboek jaarrekening, Toepassing van de Nederlandse wet- en regelgeving en IFRS.* Kluwer.

Raad van Jaarverslaggeving (2007). *Richtlijnen voor de jaarverslaggeving.* Kluwer.

*Jaarverslagen*

Achmea (2012). Annual report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.achmea.com](http://www.achmea.com)

Achmea (2012). Embedded value report. Verkregen op 3 mei, 2013, van [www.achmea.com](http://www.achmea.com)

Delta Lloyd (2012). Annual Report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.deltalloydgroep.com](http://www.deltalloydgroep.com)

Delta Lloyd (2012). Embedded value report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.deltalloydgroep.com](http://www.deltalloydgroep.com)

ING (2012). Annual report. Verkregen op 22 maart, 2013, van [www.ing.com](http://www.ing.com)

Aegon (2012). Annual report. Verkregen op 3 mei, 2013, van [www.aegon.com](http://www.aegon.com)

Allianz (2012). Annual report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.allianz.com](http://www.allianz.com)

Allianz (2012). Embedded value report. Verkregen op 7 april, 2013, van [www.allianz.com](http://www.allianz.com)

AXA (2012). Annual report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.axa.com](http://www.axa.com)

AXA (2012). Embedded value report. Verkregen op 7 april, 2013, van [www.axa.com](http://www.axa.com)

Prudential (2012). Annual report. Verkregen op 8 april, 2013, van [www.prudential.com](http://www.prudential.com)

# Bijlage 1

***Debet***

**A Immateriële activa**

1 kosten van oprichting en van uitgifte van aandelen …

2 kosten van onderzoek en ontwikkeling …

3 concessies, vergunningen en intellectuele eigendom …

4 goodwill …

5 vooruitbetaald op immateriële activa …

 **…**

**B Beleggingen**

I *Terreinen en gebouwen*

1 voor eigen gebruik …

 2 overige terreinen en gebouwen …

II *Beleggingen in groepsmaatschappijen en deelnemingen*

1. deelnemingen in groepsmaat-

schappijen …

1. obligaties uitgegeven door en

vorderingen op groeps- maatschappijen …

1. andere deelnemingen …
2. obligaties uitgegeven door

en vorderingen op participanten

en op maatschappijen waarin

wordt deelgenomen …

III *Overige financiële beleggingen*

1. aandelen, deelnemingsbewijzen

en andere niet-vastrentende

waardepapieren …

1. obligaties en andere vast-

rentende waardepapieren …

1. belangen in beleggingspools …
2. vorderingen uit hypothecaire

leningen …

1. vorderingen uit anderen

leningen …

1. deposito’s bij krediet-

instellingen …

1. andere financiële beleggingen …

IV *Depots bij verzekeraars* …

 **…**

**C Beleggingen voor risico van polis-**

**houders en spaarkasbeleggingen**

 **…**

***Credit***

**A Eigen vermogen**

I *gestort en opgevraagd kapitaal*

 …

II *goodwill*  …

III *herwaarderingsreserve* …

IV *wettelijke en statutaire reserves*

1. wettelijke …
2. statutaire …

V *overige reserves* …

VI *onverdeelde winst* …

 **…**

**B Achtergestelde schulden …**

**C Technische voorzieningen**

I *voor niet verdiende premies en*

 *lopende risico’s:*

a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

II *voor levensverzekering:*

 a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

III *voor te betalen schaden/*

 *uitkeringen:*

a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

IV *voor winstdeling en kortingen*

 a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

V *overige technische voorzieningen*

a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

***…***

**D Technische voorzieningen**

 **voor verzekeringen waarbij**

 **polishouders het beleggings-**

 **risico dragen en voor**

 **spaarkassen**

a bruto …

 b herverzekeringsdeel …

 **…**

**D Vorderingen**

I *vorderingen uit directe verzekering op*

 1 verzekeringsnemers …

 2 tussenpersonen …

II *vorderingen uit herverzekering* …

III *overige vorderingen* …

IV *van aandeelhouders*

 *Opgevraagde stortingen* …

**…**

**E Overige activa**

I *materiële vaste activa en*

 *voorraden* …

II *liquide middelen* …

III *andere activa*  …

 **…**

**F Overlopende activa**

I *lopende rente en huur*  …

II *overlopende acquisitiekosten* …

III *overige overlopende activa* …

 **…**

 **…**

*Verkregen uit:*

Ernst & Young. Handboek jaarrekening 2012

**E Voorziening**

1 voor pensioenen …

 2 voor belastingen …

 3 overige …

 **…**

**F Depots van herverzekeraars**

 **…**

**G Schulden**

I *schulden uit directe verzekering* ...

II *schulden uit herverzekering* ...

III *converteerbare leningen* …

IV *andere obligaties en onderhandse*

 *leningen* …

V *schulden aan kredietinstellingen* …

VI *overige schulden* …

 **…**

**H Overlopende passiva …**

 **…**

# Bijlage 2

**Verdiende premies eigen rekening**

Brutopremies …

Uitgaande herverzekeringspremies …

Wijziging technische voorziening niet-verdiende premies eigen rekening …

 **…**

**Opbrengsten uit beleggingen**

1 Opbrengsten uit deelnemingen …

2 Opbrengsten uit andere beleggingen

 - terreinen en gebouwen …

 - overige beleggingen …

 …

3 Waardeveranderingen van beleggingen …

4 Gerealiseerde winst op beleggingen …

 **…**

**Niet-gerealiseerde winst op beleggingen …**

**Overige technische baten eigen rekening …**

**Uitkeringen eigen rekening**

Uitkeringen

- bruto …

- aandeel herverzekeraars …

…

Wijziging voorziening voor te betalen uitkeringen

- bruto …

- aandeel herverzekeraars …

…

 **…**

**Wijziging overige technische voorzieningen eigen rekening**

Voorziening voor levensverzekering

- bruto …

- aandeel herverzekeraars …

 …

Overige technische voorzieningen …

 **…**

**Winstdeling en kortingen …**

**Bedrijfskosten**

1 acquisitiekosten …

2 wijziging overlopende acquisitiekosten …

 …

3 beheers- en personeelskosten; afschrijvingen bedrijfsmiddelen …

4 provisie en winstdeling ontvangen van herverzekeraars …

 **…**

**Beleggingslasten**

1 beheerskosten en rentelasten …

2 waardeveranderingen van beleggingen …

3 gerealiseerd verlies op beleggingen …

 **…**

**Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen …**

**Overige technische lasten eigen rekening …**

**Aan niet-technische rekening toegerekende opbrengst uit beleggingen …**

***Resultaat technische rekening levensverzekering*****…**