



Hoe ALM je VA bepaalt (en andersom)

Op basis van een update van de gedelegeerde

verordening omtrent de SII review 2020 is duidelijk

dat de berekening van de Volatility Adjustment (VA)

gaat wijzigen en zelfs bedrijfsspecifiek gaat worden.

In dit artikel gaan we kort in op de voorgestelde

wijzigingen en hoe verschillende asset classes de VA

kunnen gaan beïnvloeden.

WIJZIGINGEN IN DE BEREKENING VAN DE VA

Het doel van de wijzigingen is om geconstateerde tekortkomingen in het ontwerp van de VA aan te pakken: (i) het dempende effect van de VA dat groter of kleiner kan zijn dan het verlies op de activa, het 'overshooting-effect', (ii) het onvoldoende meenemen van illiquideitskenmerken van de verplichtingen, en (iii) het zogenaamde 'cliff-edge'-effect wanneer een land-specifieke VA wordt geactiveerd (voor NL niet van toepassing). De wijzigingen moeten zorgen dat de oorspronkelijke doelstelling van de VA, namelijk het tegengaan van procyclisch gedrag en het dempen van de impact van obligatiespreads op het eigen vermogen, alsnog wordt bereikt.

Hieronder noemen we kort de voorgestelde wijzingen op de VA¹:

$$VA_i = GAR \cdot CSSR_i \cdot \frac{RC_S}{w_{gov} + w_{corp}} \cdot S^{RC} \cdot CSA_i + VA_{macro}$$

$\square$ = nieuw

$$S^{RC} = S - RC$$
$$S = w_{gov} \cdot S_{gov} + w_{corp} \cdot S_{corp}$$

– De General Application Ratio (**GAR**) stijgt van 65% naar 85%.

– De **CSSR**, credit spread sensitivity ratio, is een nieuw *bedrijfsspecifiek* element. Het betreft de spreadgevoeligheid van de vastrentende beleggingen ten opzichte van de verplichtingen van een onderneming *i*. De CSSR heeft als voornaamste doel het voorkomen

van een overshooting-effect. Het is een factor tussen 0 en 1 die aangeeft hoeveel 'recht' je hebt als verzekeraar om de wijzigingen in obligatiespreads te laten reflecteren in je verplichtingen.

– De **schalingsfactor** ($\frac{1}{w_{gov} + w_{corp}}$) is gebaseerd op het gewicht van staats- en bedrijfsobligaties in de door EIOPA samengestelde referentieportefeuille en wordt jaarlijks door EIOPA geüpdatet. Deze vormt samen met de risico gecorrigeerde spread S^{RC} de RC_S . Door deze schalingsfactor weerspiegelt de RC_S een spread-beweging van een portefeuille volledig gebaseerd op obligaties. De combinatie van CSSR en schalingsfactor helpt het basisisrisico ten opzichte van de referentieportefeuille te verminderen.

– In de berekening van de spread **S**, het gewogen gemiddelde van spreads in de referentieportefeuille, mogen de spreads S_{gov} en S_{corp} voortaan negatief worden.

– De berekening van de risicocorrectie **RC** kent een wijziging. In de oude situatie is de risicocorrectie gebaseerd op de gemiddelde spread op lange termijn (LTAS), de kosten van afwaardering en de kans op wanbetaling van activa. In de praktijk leidde dit tot een risicocorrectie die relatief stabiel bleef in de tijd. In de aangepaste richtlijn is de risicocorrectie een percentage van het spreadniveau, dat afneemt naarmate de spreads toenemen. Dit heeft een dempende werking op de VA bij oplopende spreads.

– De **VA_{macro}**, de vervanging van de land specifieke VA, wordt verwacht voor Nederland gelijk aan nul te zijn en de *bedrijfsspecifieke CSA* kan enkel gebruikt worden onder strenge voorwaarden. Hier gaan we in dit artikel niet verder op in.

Een verandering in vastrentende waarden zorgt, bij een CSSR < 1, voor een verandering in de VA, en daarmee in de voorzieningen. Een verschuiving in de beleggingsmix kan dus gevolgen hebben voor het eigen vermogen, maar ook voor de niet-marktrisico SCR.

SPREADBEBEWEGINGEN EN HUN IMPACT OP DE VA:

VERGELIJKING TUSSEN VERSCHILLENDE ASSET CLASSES

Doordat de RC_S volledig gebaseerd is op de referentieportefeuille maar de CSSR bedrijfsspecifiek is, kunnen verschillende (vastrentende) beleggingen een andere impact hebben op de hoogte van de VA. Om dit inzichtelijk te maken, bespreken we drie asset classes (obligaties, hypotheek en niet-vastrentende beleggingen). Ook gaan we in op de berekening van de CSSR.

Drs. E. Brandenburg AAG (links) is Senior Principal; E. de Jong MSc (midden) is Consultant; en K. Wittekoek AAG is Senior Consultant, allen bij Triple A Risk Finance.



$$VA_i = GAR \cdot \max\left\{\min\left\{\frac{MV_i^{FI}(CS) - MV_i^{FI}(CS + 85\% \cdot RC_S)}{BEL_i(RFR) - BEL_i(RFR + 85\% \cdot RC_S)}; 1\right\}; 0\right\} \cdot \frac{(iii) \cdot 1}{w_{gov} + w_{corp}} \cdot S^{RC} \cdot (i)$$

$MV_i^{FI}(x)$: de marktwaarde van de vastrentende beleggingen van onderneming *i* bij spreadniveau *x*

CS: het huidige niveau van de spread

$BEL_i(r)$: de beste schatting van de verplichtingen van onderneming *i* op basis van rentecurve *r*

RFR: EIOPA curve zonder VA inclusief UFR

Een beweging in spread beïnvloedt:

- (i) S^{RC} , de ongeschaalde risico gecorrigeerde spread → direct effect op de VA
- (ii) CSSR → indirect effect op de VA
- (iii) schalingsfactor → effect op termijn (want maar eens per jaar geüpdatet).

Welke van deze componenten het meest wordt geraakt verschilt per asset class.

Daarbij nemen we aan dat een (spread)verandering in één asset class geen invloed heeft op de spread en/of waarde in andere asset classes.

Asset class	Beweging	(i) Direct	(ii) Indirect	(iii) Op termijn	Conclusie
Obligaties	Spread S↑	RC_S↑ → VA↑	$CSSR = \frac{\text{schok beleggingen}}{\text{schok verplichtingen}} = \frac{?}{\uparrow} = \downarrow$ $CSSR \downarrow \rightarrow VA \downarrow$	$w_{gov} + w_{corp} \downarrow \rightarrow$ schalingsfactor ↑ → VA↑	· Direct (i) → VA↑ · Indirect (ii) → VA↓ · (i) > (ii) → VA↑ · (iii) op termijn: VA↑
Hypotheek	Spread S↑	RC_S = → VA =	$CSSR = \frac{\text{schok beleggingen}}{\text{schok verplichtingen}} = \frac{\downarrow}{=} = \downarrow$ $CSSR \downarrow \rightarrow VA \downarrow$	$w_{corp} \downarrow \rightarrow$ schalingsfactor ↑ → VA↑	· Direct (i) → VA = · Indirect (ii) → VA↓ · (i) + (ii) → VA↓ · (iii) op termijn: VA↑
Niet-vastrentende beleggingen	Marktwaarde↑	N.A.	N.A.	$w_{gov} + w_{corp} \downarrow \rightarrow$ schalingsfactor ↑ → VA↑	· (iii) op termijn: VA↑

(i) **Direct**: Voor obligaties leidt een toename in spread direct tot een hogere RC_S , en dus hogere VA. Een spreadverandering bij hypotheek heeft geen directe invloed op de RC_S , aangezien deze niet worden meegenomen in de berekening van de spread *S*. Hypotheken worden als niet liquide genoeg beschouwd en als voldoende vergelijkbaar gezien met bedrijfsobligaties en beïnvloeden de RC_S enkel via het gewicht w_{corp} .

(ii) **Indirect**: Een toename in spread resulteert in een daling van de schok op de beleggingen vanwege convexiteits-effecten voor zowel obligaties als hypotheek. Echter, voor obligaties neemt tegelijkertijd de omvang van de schok (stijging RC_S) toe en geeft een tegengesteld effect. De uiteindelijke impact op de schok op de beleggingen (teller in de CSSR) hangt af van de verhouding tussen de eigen beleggingsmix en die van de referentie portefeuille. De schok op de verplichtingen (noemer in de CSSR) wordt bij een toename in spread groter voor obligaties (stijging RC_S), terwijl deze voor hypotheek ongewijzigd blijft (RC_S ongewijzigd).

Bovenstaande effecten veranderen de verhouding tussen de schok op de beleggingen en de schok op de verplichtingen. Naar verwachting zal bij een toename in spread voor zowel obligaties als hypotheek de CSSR dalen.

Een beweging in de waarde van niet-vastrentende beleggingen heeft geen directe invloed op de RC_S en de CSSR, aangezien deze enkel worden beïnvloed door vastrentende beleggingen.

(iii) **Op termijn**: Toenemende spread zorgt voor een daling van de marktwaarde van obligaties en hypotheek. Wanneer dit een langere periode aanhoudt, zorgt dit voor een daling van w_{gov} en w_{corp} (voor hypotheek enkel in w_{corp}) en neemt de schalingsfactor toe wat de stijging in de VA verder versterkt.

Ook een toename in de waarde van niet-vastrentende beleggingen leidt tot een daling van w_{gov} en w_{corp} . Dit heeft, met vertraging, invloed op de S^{RC} en op de schalingsfactor die samen de RC_S vormen. Per saldo resulteert dit in een kleine verandering van de VA, welke afhankelijk is van de exacte wijziging van de gewichten van w_{gov} en w_{corp} .

Samengevat, een toename in obligatiespreads resulteert in een hogere VA, maar de toename wordt beperkt door de afname van de CSSR, tenzij de maximering van de CSSR op 1 de demping verhindert. De verhoging in de RC_S heeft direct invloed op de VA, en aangezien 85% (=GAR) van die wijziging wordt doorgegeven verwachten we dat dit effect de overhand heeft. Voor hypotheek leidt een stijging in spread tot een daling van de VA via een afname van de CSSR. Zelfs niet-vastrentende beleggingen in de referentieportefeuille kunnen de VA op termijn beïnvloeden via de schalingsfactor.

CONCLUSIE

Alle beleggingen in de portefeuille, vastrentende beleggingen en niet-vastrentende beleggingen, zullen invloed hebben op de bepaling van de RC_S en dus de VA. De beleggingsmix van de verzekeraar gaat de hoogte van de VA bepalen. De beleggingsmix heeft immers invloed op de CSSR en dus de VA. Ook het rentehedge-beleid van de verzekeraar (exclusief derivaten zoals swaps) heeft invloed op de VA via de CSSR. Een betere rentehedge kan resulteren in een verhogend effect op de hoogte en tegelijkertijd een verlagend effect op de volatiliteit van het eigen vermogen. Dit zal nieuwe uitdagingen met zich meebrengen en de focus op het ALM-beleid van de verzekeraar versterken. ■

1 – Status per juli 2025.