



# Dynamisch portefeuillebeheer voor verzekeraars

Een exclusieve whitepaper voor verzekeraars

Value. Shared.

**Allianz**   
Global Investors



# Inhoudsopgave

- 2** Inleiding
- 4** Eén crisis, verschillende gevolgen
- 5** Elk land is uniek
- 6** De meest recente Solvency II-richtlijn
- 10** Gevolgen van de LTG-maatregelen (Long-Term Guarantee)
- 12** Evolutie, geen revolutie
- 14** 'Blended finance' (gemengde financiering)
- 16** Let op de duratie!
- 18** Onze verzekeringsstrategie
- 19** Innovatieve strategieën
- 20** Casestudy's

# Inleiding

## Portefeuillebeheer voor verzekeraars bij Allianz Global Investors

Bij Allianz Global Investors ("AllianzGI") ontwikkelen we samen met onze verzekeringspartners voortdurend beleggingsstrategieën en -oplossingen om de uitdagingen van vandaag het hoofd te bieden..

Al sinds 1890 is de Allianz groep actief in verzekeringen en sinds 1950 beheren wij verzekeringsassets voor onze moedermaatschappij, Allianz SE. AllianzGI beheert ruim EUR 220 miljard meer dan 100 verzekeraars in Europa, de VS en Azië, waaronder levens- en schadeverzekeraars, run-offs, captives en onderlinge waarborgmaatschappijen. Deze langjarige ervaring en omvang hebben ons in staat gesteld een gespecialiseerd team te installeren voor maatwerkoplossingen voor verzekeraars (het Insurance Related Strategies team) dat bestaat uit 62 beleggingsprofessionals, die een lange en beproefde staat van dienst hebben op het gebied van portefeuillebeheer en kapitaalefficiënte verzekeringsoplossingen voor de geldende wettelijke kaders.

Verzekeringssklanten worden volledig ondersteund door een robuust servicemodel dat onder meer Solvency II (SII)-rapportage en het Europese SII Common Asset Data File (TPT) voor automatische gegevensverwerking omvat. SII-rapportage geeft een overzicht van de gescheiden rekening, met inbegrip van de totale solvabiliteitskapitaalvereisten (Solvency Capital Requirements – SCR), de bijdrage per risicocategorie, het valutarisico en het tegenpartijrisico. Daarnaast hebben verzekeringssklanten toegang tot ons risklab-team, een wereldwijd netwerk van academici en actuarissen die verzekeringsbeleggingsoplossingen, door economische scenario's gestuurde analyse, en modellen op basis van strategische assetallocatie (SAA) aanbieden om aan de meest complexe beleggings- en risico-eisen te voldoen.

Wij begrijpen dat verzekeraars wereldwijd behoefte hebben aan innovatieve beleggingsoplossingen waarmee ze kunnen voldoen aan hun doelstellingen op het gebied van risico, rendement, kapitaal en regelgeving.

Om deze uitdagingen het hoofd te bieden hebben wij, geheel vanuit het perspectief van onze klanten, dit whitepaper geschreven, gebaseerd op onze bedrijfsbenadering en ons denkproces. In het whitepaper wordt kort ingegaan op verschillende onderwerpen, zoals de ontwikkeling van het in aanmerking komend eigen vermogen (Eligible Own Funds – EOF) en de solvabiliteitskapitaalvereiste (Solvency Capital Requirement – SCR), de huidige problemen op de Europese verzekeringsmarkten, het effect van de langetermijngarantie-maatregelen (Long-Term Guarantee – LTG) en uiteraard een recente analyse van de Solvency II-richtlijn.



Wij hopen dat het voor u een informatief document zal zijn. Mocht u vragen hebben of een wilt u een gesprek over een van de onderwerpen, dan kunt u contact opnemen met het team van Allianz Global Investors, waarvan u de contactgegevens aan het einde van dit whitepaper vindt.



# Eén crisis – verschillende gevolgen

Ondanks een gemeenschappelijk toezichtsregime en verslagleggingsstelsel voor het verzekeringswezen en het voortdurende streven naar convergentie, is de verzekeringssector in de Europese Economische Ruimte (EER) en het Verenigd Koninkrijk nog steeds zeer heterogeen. Dat is te wijten aan een veelheid aan factoren. In dit eerste hoofdstuk trachten we in een aantal korte analyses meer licht te werpen op de wijze waarop deze factoren ontstaan en wat de implicaties ervan zijn voor het beheer van verzekeringsassets.

**We konden geen beter uitgangspunt nemen dan concrete data naar aanleiding van de coronapandemie, een unieke gebeurtenis die slechts één keer in de 200 jaar voorkomt?** Eind maart 2020 waren bijna alle marktfactoren die de solvabiliteitspositie van een verzekeringsmaatschappij beïnvloeden, aanzienlijk verslechterd ten opzichte van eind 2019: de kredietspreads waren sterk opgelopen en de aandelenmarkten en de rentetarieven (EUR) waren sterk gedaald.

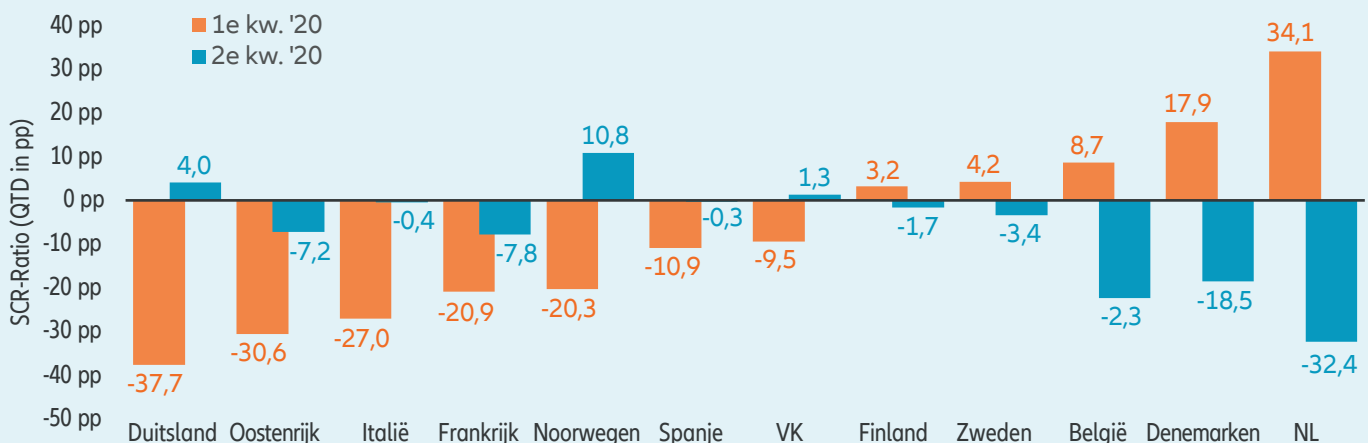
**Moeten we er niet van uitgaan dat deze ongekende crisis enorme negatieve gevolgen heeft voor alle verzekeringsmaatschappijen?** Uit de onderstaande grafiek blijkt dat dat niet zo is. We mogen niet vergeten dat het kader van de Solvency II-richtlijn “slechts een model” is dat de werkelijkheid probeert na te bootsen.

Om te beginnen daalden de solvabiliteitsratio's van landen als Duitsland, Oostenrijk, Spanje en het VK in het eerste kwartaal van 2020 met gemiddeld 10 tot 40 procentpunt – zoals te verwachten was. In Finland, Zweden, België, Denemarken en Nederland is de gemiddelde solvabiliteitsratio daarentegen verbeterd, ondanks de crisis.

Ten tweede herinneren we eraan dat de markten zich in het tweede kwartaal van 2020 snel hebben hersteld, d.w.z. dat aandelen ongeveer de helft van hun verliezen uit het eerste kwartaal hebben goedge maakt en dat de creditspreads weer zijn verkrapt. De “risicoloze” rente is echter verder gedaald – de EUR-curve is negatief geworden voor alle looptijden tot 20 jaar. Interessant is dat de solvabiliteitsratio's op de Europese markten op zeer uiteenlopende wijze door het ‘herstel’ zijn beïnvloed (vergelijk bijvoorbeeld Duitsland en Oostenrijk, of Zweden en België).

Daar blijken meerdere onderliggende redenen voor te zijn. Zelfs binnen nationale markten is een zekere variatie te verwachten, d.w.z. dat niet elke verzekeringsmaatschappij even hard door de crisis is getroffen. In het volgende hoofdstuk gaan we nader in op de ontwikkeling van de twee variabelen die samen de solvabiliteitsratio vormen: het in aanmerking komend eigen vermogen, ofwel het beschikbare kapitaal, en de solvabiliteitskapitaalvereiste, ofwel het vereiste kapitaal. Zoals we zullen zien, zijn er in de verschillende markten veel meer factoren die dit beeld bepalen.

## Ontwikkeling van de solvabiliteitsratio van levens- en andere verzekeraars tijdens de crisis (1e kw. '20) en het herstel (2e kw. '20)

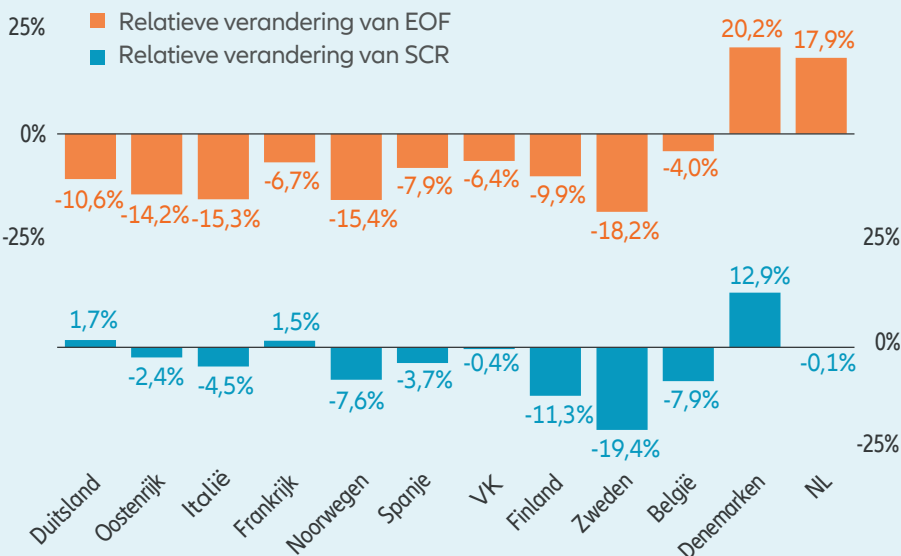


Bron: verzekeringscijfers EIOPA (SQ Own Funds 2020); eigen presentatie.

# Elk land is uniek

We gaan hier nader in op de ontwikkeling van het in aanmerking komend eigen vermogen (Eligible Own Funds – EOF) en de solvabiliteitskapitaalvereiste (Solvency Capital Requirement – SCR). Daarvoor gaan we na of de veranderingen in de solvabiliteitsratio hoofdzakelijk te wijten zijn aan de volatiliteit van het beschikbare kapitaal, dan wel aan de veranderingen in het vereiste kapitaal.

## Ontwikkeling van EOF en SCR van levens- en andere verzekeraars tijdens de coronacrisis (1e kw. '20)



Bron: verzekeringscijfers EIOPA (SQ Own Funds 2020); eigen presentatie.

Voor de duidelijkheid bespreken we uitsluitend het eerste kwartaal van 2020. Ook hier staan de landen gerangschikt van de grootste tot de kleinste daling van de solvabiliteitsratio. Het blijkt dat noch het EOF, noch de SCR – op zichzelf – een duidelijke indicatie over de ontwikkeling van de solvabiliteitsratio geven.

Vooral de cijfers voor de SCR lijken enorm uiteen te lopen. Slechts drie landen (Duitsland, Frankrijk en Denemarken) laten een stijging van de SCR zien. Bovendien behoort Denemarken tot de vier landen met een verbeterde solvabiliteitsratio, ondanks de stijging van de SCR!

De grafiek laat echter zien dat een stijging/daling van het EOF, behalve in Zweden en België, tot een algemene verbetering/verslechtering van de solvabiliteitsratio heeft geleid. Interessant is dat de markt waar het EOF het sterkst gedaald is, tot de uitzonderingen behoort. Dat deze cijfers zo uiteenlopen blijkt hoofdzakelijk het gevolg te zijn van de bijzondere kenmerken van het Solvency II-model.

Tijdens de tien jaar durende voorbereidingsfase voor de Solvency II-richtlijn is veel aandacht besteed aan het voorkómen van verkeerde incentives die voortvloeien uit de kortetermijnhorizon van de kapitaalvereisten, omdat verzekeringsmaatschappijen juist een langetermijnbedrijfsmodel hebben. Gezien de diversiteit van de Europese verzekeringsmarkten zijn daarom verschillende verplichte en optionele LTG-maatregelen ingevoerd. Tijdens de coronacrisis zijn die maatregelen op de proef gesteld.

- In Zweden en België lijkt het erop dat de maatregelen de gewenste resultaten hebben opgeleverd.
- In Denemarken en Nederland lijken ze hun doel voorbij te schieten, wat de Europese toezichthouder EIOPA ertoe heeft aangezet te reageren in zijn evaluatie van de Solvency II-richtlijn.
- Vooral in Italië, maar ook in Duitsland, Oostenrijk en Frankrijk lijkt het er echter op dat de maatregelen niet hebben gewerkt zoals gepland.
- Spanje en het Verenigd Koninkrijk, de enige twee landen die de matchingopslag (Matching Adjustment - MA) toepassen, moeten afzonderlijk worden behandeld

In de volgende hoofdstukken zullen we deze bevindingen verder analyseren en nagaan welke gevolgen ze hebben voor de verdere ontwikkeling van portefeuillebeheer, dat – zoals we hebben besproken – in de verschillende landen verschillende paden bewandelt.

# Solvency II: Europese Commissie voert Solvency II-richtlijn in

Het is praktisch onmogelijk om een samenvatting te geven van de honderden pagina's die de Europese Commissie op haar website heeft gepubliceerd, maar wij geven u hier een overzicht van de punten die volgens ons het belangrijkste zijn voor portefeuillebeheer voor verzekeraars.

## Een belangrijke herziening voor alle Europese verzekeraars, gepubliceerd op 22/09/2021

Dit is de grootste evaluatie van de regels rond verzekeringstoezicht sinds de invoering van de Solvency II-richtlijn in 2016. Gezien de verwachte agenda en de standpunten van de EIOPA waar deze voorstellen op gebaseerd zijn, wordt er aanzienlijk ingegrepen in de bestaande richtlijn en worden structurele aspecten van het prudentiële kader aangepakt. Naast LTG-maatregelen wordt ook aandacht besteed aan investeringen in Europese groei en de integratie van klimaat- en ESG-risico's. In tegenstelling tot de zeer kwantitatieve microprudentiële benadering waar de opzet van het Solvency II-kader tot dusver op was gebaseerd, berust deze herziening van de richtlijn op een macroprudentiële aanpak en streeft ze er tevens naar het toezicht in de verschillende Europese landen te harmoniseren.

Een van de gemeenschappelijke doelstellingen is om de consumentenbescherming te verbeteren, langetermijninvesteringen te stimuleren en het economisch herstel na de pandemie te ondersteunen. Daarnaast heeft de bijgewerkte richtlijn tot doel om vastgestelde onvolkomenheden te corrigeren zonder het niveau van de solvabiliteitsratio's van de Europese spelers al te zeer te verstoren.

De herziening omvat:

1. een voorstel tot wijziging van de belangrijkste pijlers van de huidige Solvency II-richtlijn; en
2. een nieuwe richtlijn inzake herstel en afwikkeling, die bepaalt hoe gereageerd moet worden op potentiële faillissementen van verzekeraars.

Dit is het resultaat van jaren van onderhandelingen en duizenden bladzijden effectbeoordelingen met verzekeraars, toezichhouders, brancheorganisaties, vertegenwoordigers van polishouders en andere belanghebbenden, waarbij de gemeenschappelijke doelstelling is besproken om enkele inconsistenties in de huidige richtlijn te verhelpen zonder de algemene filosofie van de risicobenadering te wijzigen.

Na de coronacrisis is de Solvency II-richtlijn bijgewerkt, een van de meest ambitieuze herzieningen van de prudentiële regels voor Europese verzekeraars. Verwacht wordt dat de meeste van deze maatregelen tussen 2023 en 2025 zullen worden geïmplementeerd.





## Solvency II: EC released the Solvency II legislative package continued

### Tijdschema voor een geleidelijke implementatie tussen 2023 en 2032

Het tijdschema is nog niet definitief vastgesteld, en de maatregelen moeten tot 2032 geleidelijk worden geïmplementeerd. Het Europees Parlement en de Europese Raad zullen nu de voorstellen van de Europese Commissie tot wijziging van de richtlijn moeten bespreken. Wij verwachten dat de belangrijkste maatregelen in 2025 in werking zullen treden, omdat ze aansluiten op de oorspronkelijke voorstellen van de EIOPA en over het algemeen beperkte gevolgen zullen hebben voor de solvabiliteitspositie van verzekeraars.

De vorige evaluaties – die wat de agenda betreft minder ambitieus waren – hebben aangetoond hoe cruciaal die

stappen zijn en hoe de intense discussies tussen partijen tot grote lastminutewijzigingen kunnen leiden.

Tot dusver is er geen omzettingsdatum bepaald voor de implementatie van deze maatregelen. Het tijdschema zal afhangen van het tempo van de besprekingen in zowel het Parlement als de Raad. Via snelle oplossingen kunnen bovendien gedelegeerde handelingen (die later dit jaar zullen worden gepubliceerd) in 2023 in werking treden.

Om een tegenwicht te vormen voor de kliffeffecten van de operationele implementatie worden overgangsmechanismen ingevoerd.



# Welke maatregelen zullen een directe invloed hebben op de beleggingen van verzekeraars?

Naast de toezichtsbenadering, de macroprudentiële instrumenten, de rapportageaspecten, de groeps- of grensoverschrijdende vraagstukken en de herijking van de ondermodule renterisico, zijn dit de belangrijkste elementen voor verzekeringsbeleggingen:

## 1 Nieuwe extrapolatiemethode om de risicovrije curve te bepalen

Een nieuwe extrapolatiemethode binnen de ontwikkeling van de LTG-maatregelen zal in 2032 lineair worden ingevoerd vanaf het *last liquid point* (of het eerste afvlakkingspunt), waarbij gebruik wordt gemaakt van gegevens van de financiële markten om de risicovrije curve te extrapoleren op basis van een aantal mogelijke *forward rates points* tot de convergentie met de uiteindelijke termijnkoers.

Hoewel deze zeer geleidelijke aanpak beperkingen met zich meebrengt, zal hij automatisch leiden tot het "vrijmaken" van de risicovrije rentecurve op dit geëxtrapolerde deel door de marktspelers aan te moedigen zich beter in te dekken met langlopende activa om langetermijnverplichtingen te compenseren.

## 2. Krediet en de gerelateerde parameter volatiliteitsaanpassing

Tijdens de coronacrisis heeft de volatiliteitsaanpassing (Volatility Adjustment – VA) bewezen doeltreffend (soms zelfs te doeltreffend) te zijn om het kredietrisico in de balans te integreren.

De besprekingen waren gericht op de vraag hoe het kredietrisicoprofiel van elke entiteit kan worden aangepast zonder de methode te ingewikkeld te maken. De Europese Commissie heeft gekozen voor (1) een herijking, (2) de invoering van een gevoeligheidsratio die specifiek is voor elke marktspeler en (3) het schrappen van de uitzonderlijke parameters voor landen in geval van een crisis ten gunste van een nieuwe "macrovolatiliteitsaanpassing".

Uiteindelijk is de veralgemening van de "dynamische volatiliteitsaanpassing" niet gehandhaafd.

Door over te schakelen van een exogene parameter naar een waarde die wordt berekend op basis van de daadwerkelijke blootstelling aan kredietrisico, verwacht de toezichthouder dat verzekeraars hun bereidheid om kredietrisico's te lopen, afstemmen op het extra eigen vermogen dat daardoor wordt gegenereerd.

In de gedelegeerde handelingen die later dit jaar zullen worden gepubliceerd, worden de technische aspecten van deze bijgewerkte VA-buffer gespecificeerd.

## 3 SCR-aandelen en symmetrische aanpassing

Wat aandelen betreft, werden de minimum/maximumgrenzen van de symmetrische aanpassing – die tot doel heeft de procyclische effecten op SCR-aandelen van schommelingen op de aandelenmarkten (een van de eerste posten van de solvabiliteitskapitaalvereiste van een verzekeraar) te beperken – verhoogd van ca. 10% tot ca. 17%.

Theoretisch zou een verruiming van de variatie van 22% voor type 1-aandelen tot 66% voor type 2-aandelen de impact van de aandelenmarkten op de solvabiliteitsratio moeten compenseren.

Daarnaast zal de op duratie gebaseerde ondermodule aandelenrisico eenvoudigweg worden verwijderd (gezien het beperkte succes ervan).

## 4 Aandelenbeleggingen op lange termijn

De versoepeling van de criteria voor het creëren van een subgroep langetermijnaandelen om aandelenbeleggingen te bevoorrechten – die de gemoederen in 2019-2020 bezighield en verzekeraars vervolgens voor de uitdagingen van de implementatie ervan stelde – komt niet in deze herziening van de Solvency II-richtlijn aan bod, maar hoogstwaarschijnlijk wel in de gedelegeerde handeling die later dit jaar wordt gepubliceerd.

Verwacht wordt – en met reden – dat er een versoepeling komt van de beperking van 5 jaar op het aanhouden van deelnemingen (bij aanhouden van individuele aandelen en aandelen in beleggingsvehikels) en dat de implementatie van deze subgroep in de portefeuille wordt vergemakkelijkt doordat deze niet langer op de balans hoeft te worden "afgeschermd", wat momenteel wel het geval is.

Nieuwe extrapolatiemethode om de risicovrije curve te bepalen	Krediet en de gerelateerde parameter volatiliteitsaanpassing
SCR-aandelen en symmetrische aanpassing	Aandelenbeleggingen op lange termijn

Solvency II: EC released the Solvency II legislative package continued

## Zal dit bijgewerkte kader verzekeraars helpen om de SCR van ESG-beleggingen te bevorderen?

Jazeker, maar nu nog niet. Naast de rapportagenormen, de vastgelegde ESG-governance en de nieuwe klimaatscenario's die in de richtlijn worden geïntegreerd, wordt er in de tekst ruimte vrijgelaten voor een latere opname van een voorkeursbehandeling voor activa die op basis van ESG-criteria als "groen" worden bestempeld, waardoor de bal weer in het kamp van de EIOPA ligt voor de kalibratie (kapitaalbesparingen) en de bijbehorende criteria. Een gedetailleerd standpunt wordt in 2023 verwacht.

## Aanvullende richtlijn inzake herstel en afwikkeling voor verzekeraars (Insurance Recovery and Resolution Directive – IRRD) wordt opgesteld

In de afgelopen maanden hebben casestudy's en stresstests van de grootste Europese verzekeraars tijdens regelgevingsanalyses aangetoond dat er verzekeraars zijn met een "systeemrelevante" omvang en dat er op kleinere balansen gevallen van insolventie voorkomen die zeer verschillend worden beheerd naargelang de prudentiële aanpak van de lokale toezichthouder. Hoewel dit soms sciencefiction lijkt, aangezien er recent nog geen grote verzekeraar failliet is gegaan, zijn prudentieel interventionisme en het vermogen van de regelgeving om systeemrisico's te voorkomen via een macroprudentiële aanpak die in de Solvency II-richtlijn is geïntegreerd, een centrale kwestie waarop het vertrouwen van de verzekeringnemers en dus ook de geloofwaardigheid van het Europese prudentiële systeem is gebaseerd. Door de harmonisatie van het toezicht in de verschillende Europese landen zal een verzekeringnemer in elk Europees land, waar de verzekeraar ook gevestigd is, even goed beschermd zijn. De huidige aanpak, die hoofdzakelijk gebaseerd is op de visie van de nationale toezichthouders, biedt slechts een gedeeltelijke oplossing voor deze kwesties.

# Gevolgen van de LTG-maatregelen

Terwijl we in de eerste twee hoofdstukken de volatiliteit van de solvabiliteitsratio's tijdens de coronacrisis hebben besproken, gaan we nu dieper in op de optionele onderdelen van de Solvency II-richtlijn. Deze zijn van cruciaal belang om uit te kunnen leggen waarom elk land anders is. Inzicht in deze maatregelen is belangrijk omdat ze ook deel uitmaken van de komende herziening.

Eenzijds zijn er de permanente Long-Term Guarantee – LTG-maatregelen, de zogeheten volatiliteitsaanpassing (VA) en matchingopslag, en anderzijds de tijdelijke overgangsmatregelen inzake technische voorzieningen (TTP) en de risicovrije rente. Wij concentreren ons hier uitsluitend op de volatiliteitsaanpassing en de tijdelijke overgangsmatregelen inzake technische voorzieningen, aangezien de matchingopslag alleen in Spanje en het Verenigd Koninkrijk wordt toegepast en het effect van de overgangsmatregelen inzake de risicovrije rente verwaarloosbaar is.

De blauwe staven in de grafiek hieronder geven de gemiddelde impact weer van de afschaffing van de volatiliteitsaanpassing op de solvabiliteitsratio van ondernemingen die er gebruik van maken. De groene staven laten de impact zien van de tijdelijke overgangsmatregelen inzake technische voorzieningen.

Verreweg het grootste VA-effect zien we in Nederland en het op een na grootste in Duitsland. In het eerste hoofdstuk hebben we echter besproken dat deze twee markten zich op de tegenovergestelde uitersten bevinden wat betreft de totale impact van de coronacrisis op de solvabiliteitsratio's.

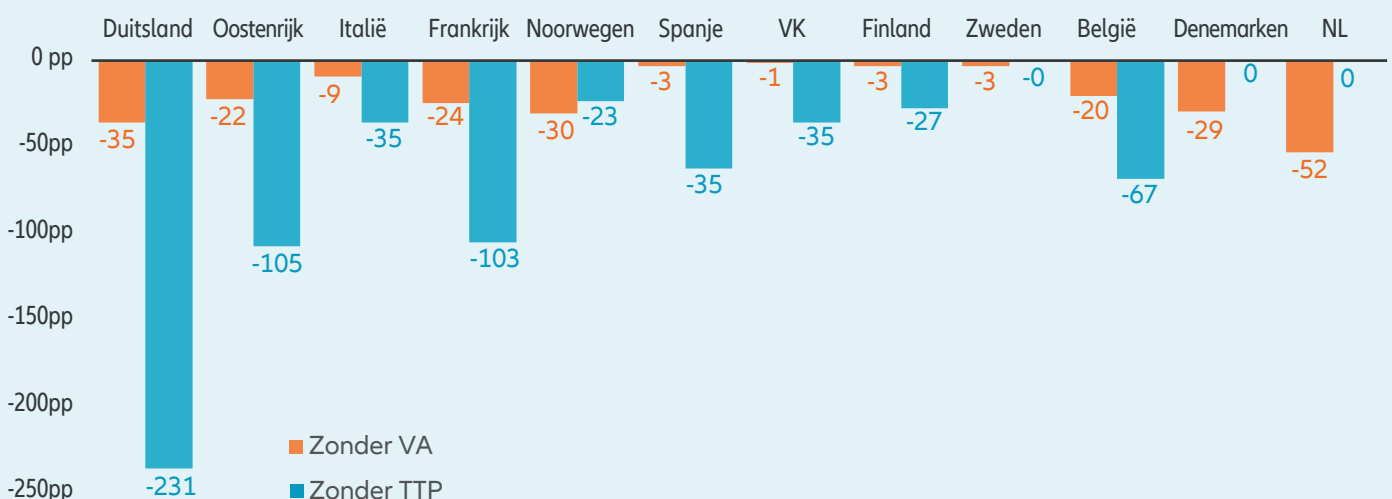
Tegelijkertijd is het VA-effect ook in Denemarken – het enige andere land waar het eigen vermogen tijdens het eerste kwartaal van 2020 is toegenomen – aanzienlijk. Wat Denemarken en Nederland gemeen hebben – in tegenstelling tot alle landen waar de solvabiliteitsratio is gedaald – is de irrelevantie van de TTP. Op het eerste gezicht lijkt België de uitzondering op de regel te zijn. Slechts één Belgische verzekeraar maakt echter gebruik van de TTP.

Verderop gaan we dieper in op de VA en tonen we aan dat de sterke correlatie tussen de aanzienlijke impact van de VA en de verbetering van de solvabiliteit in het eerste kwartaal van 2020 in België, Denemarken en Nederland niet op toeval berust.

Verder bespreken we het belang van de TTP in een aantal landen. We laten zien hoe het balansbeheer van een verzekeraar – het vinden van geschikte alternatieven voor traditionele asset classes – van essentieel belang is om het eigen vermogen te stabiliseren, en hoe die grotere veerkracht op lange termijn meer flexibiliteit biedt voor beleggingsmogelijkheden.

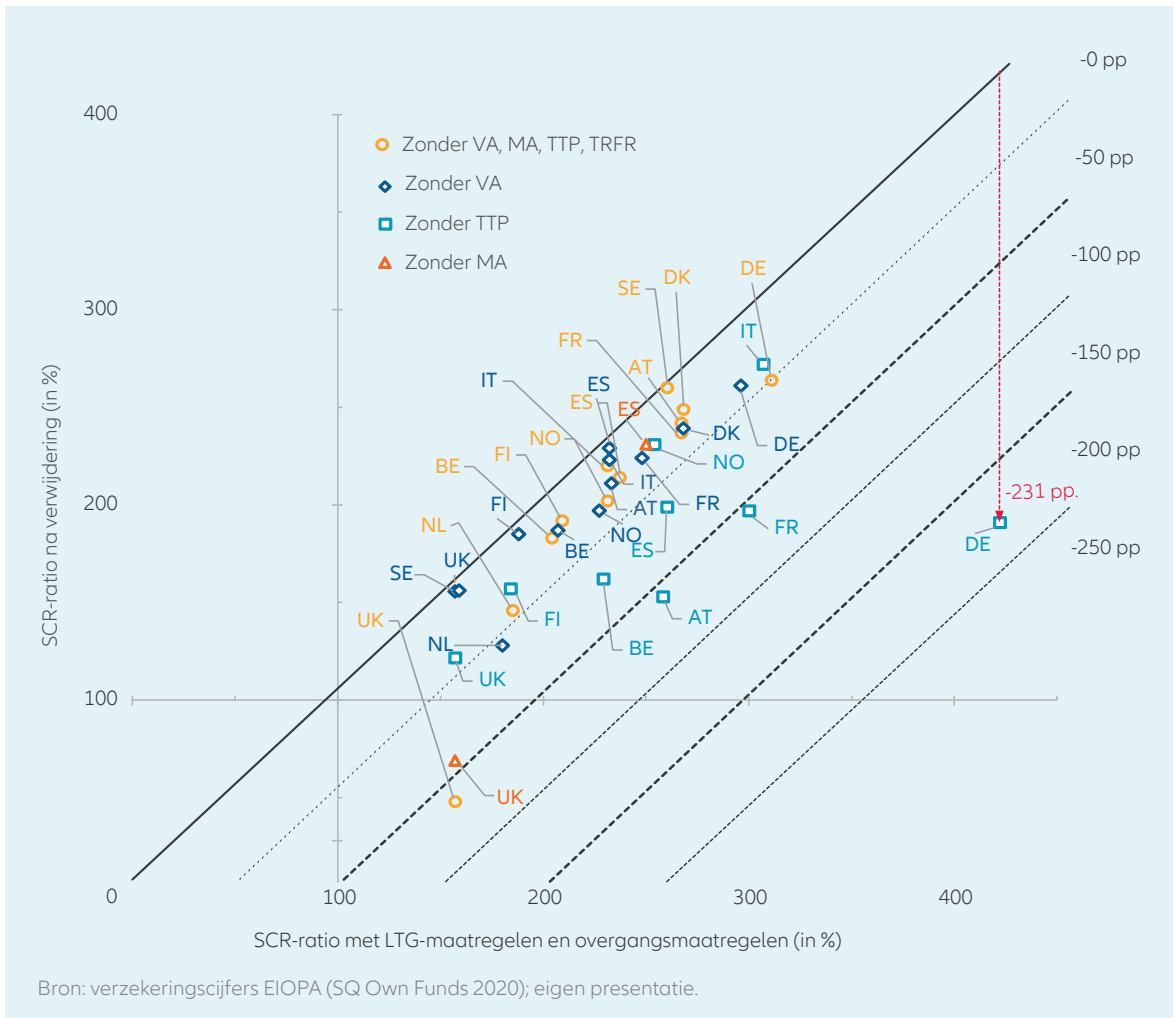
Ten slotte kijken we naar Zweden en Finland, waar noch de VA noch de TTP een belangrijke rol spelen.

**Impact van de solvabiliteitsratio na verwijdering van (optionele) LTG-maatregelen en/of overgangsmatregelen**



Source: EOPA Insurance Statistics (SQ Own Funds 2020); own presentation.

### Impact of Long-Term Guarantee measures continued



# Evolutie, geen revolutie:

## is de stabiliteit van het eigen vermogen de sleutel tot succes?

In de huidige omgeving waarin verzekeraars over de hele wereld worden geconfronteerd met lage rente en tumultueuze ontwikkelingen op economisch gebied, zal de sector mogelijk verder op de proef worden gesteld door de verwachte veranderingen in de regelgeving en de boekhoudkundige voorschriften. Zoals de daling van de rentetarieven van de afgelopen twee jaar en de coronacrisis hebben aangetoond, kan een laag rendement niet meer worden vermeden door iets meer risico te accepteren. Deze nieuwe ontwikkeling zal ingrijpende veranderingen in de hele sector teweegbrengen, niet alleen in het ontwerp van verzekeringsproducten, maar vooral ook in beleggingsprocessen – van beheer van activa en schulden tot (sub)portefeuillebeheer.



De introductie van de Solvency II-richtlijn heeft geleid tot nieuwe ontwikkelingen op het gebied van risicobeheer en in een later stadium ook verzekeringsvermogensbeheer. Als gevolg hiervan bevindt de verzekeringssector, die soms wordt omschreven als 'saai' en 'ouderwets', zich in een complexere en dynamischere omgeving. Zonder iets af te willen doen aan de kwalitatieve eisen van het Europese toezichtraamwerk Solvency II, blijkt uit de nauwe samenwerking tussen verzekeraars en vermogensbeheerders dat de strategische doelen in sterke mate worden bepaald door de kwantitatieve eisen van Pijler I. De kern van succesvol vermogensbeheer is ervoor te zorgen dat de verzekeringssector kan voldoen aan de eisen van het Solvency II-kader. Een voorwaarde voor succesvol verzekeringsvermogensbeheer is om alle aspecten van de multidimensionale doelfunctie van onze verzekeringsklanten te begrijpen en er rekening mee te houden.

In de eerste jaren na de invoering van de Solvency II-richtlijn werd veel belang gehecht aan een steeds efficiëntere besteding van het economisch beschikbare kapitaal (eigen vermogen). Verzekeraars en vermogensbeheerders hebben eensgezind grote inspanningen geleverd om beleggingsoplossingen te ontwikkelen die de behoefte aan kapitaal beïnvloeden en optimaliseren.

## Heeft deze aanpak zijn vruchten afgeworpen?

De gebeurtenissen in 2020 hebben geleid tot een unieke praktijktest voor het regelgevingskader. Binnen een paar weken daalden niet alleen de aandelen- en obligatiekoersen wereldwijd, maar werd het snelle herstel van de aandelenmarkten gefinancierd door het toch al accommoderende monetair beleid van de centrale banken nog verder te versoepelen, waardoor de verzekeringsverplichtingen opnieuw fors zijn gestegen. Als we kijken naar de officiële EIOPA-gegevens en deze vergelijken met de kwartaalverslagen van beursgenoteerde verzekeringsmaatschappijen, kunnen we daar drie opmerkingen bij plaatsen:

- 1 De solvabiliteitsratio's op de Europese verzekeringsmarkt waren zeer volatiel.**
- 2 De daling van de solvabiliteitsratio's van beursgenoteerde groepen was aanzienlijk lager, variërend van 10 tot 30 procentpunten.**
- 3 Die divergentie was voornamelijk te wijten aan het verschil in stabiliteit van het eigen vermogen.**

Om een verzekeringsmaatschappij te kunnen besturen in volatiele markten waarin het niet mogelijk is om met een laag risico rendement te genereren, moet het minimaliseren van de volatiliteit van het eigen vermogen de hoogste prioriteit krijgen! Om dat te bereiken, is het van cruciaal belang om de volatiliteit van renteschommelingen te beheersen door activa en schulden op de juiste manier te beheren.

In ons onderzoek 'Topprioriteit: uw eigen vermogen beschermen – Een impactanalyse van marktrisico en het geheim van convexiteit' (*Top Priority: Protecting your Own Funds - An impact analysis of market risk and the secret behind convexity*) concretiseren we dat idee aan de hand van een voorbeeld van een doorsnee levensverzekeraar. Op basis van de marktontwikkelingen in 2019 en 2020 laten we zien wat de drijvende krachten waren achter de volatiliteit van aandelen en hoe het balansbeheer van een verzekeraar een aanzienlijke positieve impact kan hebben op zijn stabiliteit en solvabiliteit.

De afgelopen jaren hebben we ons moederbedrijf Allianz intensief begeleid op deze weg. Dat betekent dat we samen voortdurend nieuwe ideeën en beleggingsoplossingen op maat ontwikkelen voor u, onze verzekeringsklanten. We willen enkele van deze onderwerpen in dit artikel voor u bespreken en wensen u veel leesplezier..

# 'Blended finance'

## (gemengde financiering)

### ESG en impactbeleggen: een stap verder

Vanwege het langetermijnkarakter van hun verplichtingen, en bijgevolg hun beleggingen, willen verzekeraars alle onzekerheidsfactoren en langetermijnbedreigingen met mogelijke negatieve gevolgen voor het betreffende bedrijf analyseren voordat ze een beleggingsbeslissing nemen. Maar niet alleen het economische risico, maar ook andere risico's, bijvoorbeeld in verband met de klimaatverandering, spelen een steeds grotere rol. Het zijn immers de verzekeringsmaatschappijen zelf die dergelijke risico's afdekken.

Het begrip ESG (Environmental, Social, Governance) heeft de afgelopen jaren wereldwijd een enorme vlucht genomen en zal onvermijdelijk een belangrijke rol spelen in de toekomstige oriëntatie en regelgeving van verzekeringsmaatschappijen. Verzekeraars zullen zich dan ook in toenemende mate moeten richten op ESG-criteria, en de zwaktes en risicoblootstelling van bedrijven moeten toetsen aan de hand van deze ESG-criteria.

Met de ondertekening van het klimaatakkoord van Parijs eind 2015 werd niet alleen de kwestie van klimaatbescherming op de voorgrond geplaatst, maar ook de vraag hoe de invoering van de 17 Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties in de opkomende landen kan worden bevorderd. En voor beleggers rijst de vraag hoe zij kunnen participeren in de uitvoering ervan door middel van beleggingen met een directe positieve impact, het zogeheten 'impactbeleggen'. Een passieve benadering van klimaatbescherming is niet voldoende om echt bij te dragen aan positieve veranderingen; daar is een actieve deelname voor nodig.

Allianz heeft als een van 's werelds grootste verzekeraars de afgelopen jaren al een aantal belangrijke stappen in die richting gezet en samen met Allianz Global Investors innovatieve beleggingsstrategieën ontwikkeld die duidelijke impactkenmerken bezitten. Zo lanceerde het bedrijf in 2017 al een gezamenlijk instrument met de International Finance Corporation (IFC) en nam het in 2018 deel aan het Emerging Africa Infrastructure Fund en in 2019 aan het Africa Grow Fund.

### Uitdagingen voor de internationale ontwikkelingsbanken

De implementatie van de Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties in opkomende markten is een van de kerntaken van internationale ontwikkelingsbanken. De laatste jaren is het voor deze ontwikkelingsbanken echter steeds moeilijker geworden om hun taken uit te voeren en volledig te financieren, aangezien de aan de ontwikkelingsbanken ter beschikking gestelde middelen ver achterblijven bij de financieringsbehoeften.

De opkomende markten zijn verantwoordelijk voor meer dan 50% van de wereldwijde broeikasgassen en de impact van klimaatmaatregelen in deze landen is dan ook bijzonder groot. Volgens de huidige schattingen zal er tegen 2030 meer dan USD 23 biljoen nodig zijn om de klimaatveranderingsagenda van de Verenigde Naties in de opkomende markten uit te voeren. Maar slechts een fractie van het geld van beleggers vloeit naar projecten in deze markten, waardoor er een aanzienlijk financieringstekort is ontstaan.

### Blended finance als oplossing

Door dit financieringstekort ontstond in 2015 en de jaren daarna het idee van 'blended finance' (gemengde financiering). Het doel is om het kapitaal van particuliere en institutionele beleggers te mobiliseren voor de financiering van projecten in opkomende markten. Institutionele beleggers kiezen echter voor investment-grade-beleggingen, indien mogelijk. Dat kan om economische redenen het geval zijn, maar vaak ook vanwege de regelgeving. Het lag dan ook voor de hand dat ontwikkelingsbanken met hun jarenlange ervaring en hun toegang tot de opkomende markten een groter aandeel van de potentiële risico's moesten dragen om het risico van particuliere beleggers te verlagen. Dit resulteert in een duidelijk voordeel voor beide partijen: ontwikkelingsbanken vergroten hun financieringscapaciteit en institutionele beleggers krijgen een hoogrentende belegging met een duidelijk impactkarakter, die ook diversifiërende eigenschappen biedt ten opzichte van een klassieke obligatieportefeuille.



We kunnen profiteren van de jarenlange beleggingservaring van de ontwikkelingsbanken en hun lokale aanwezigheid in opkomende markten, sourcingexpertise en behoudende beleggingsstijl. Daarnaast kunnen we zorgdragen voor een duidelijk gezamenlijk belang doordat een deel van de financiering in de boeken van de ontwikkelingsbanken blijft staan. Ten slotte profiteren we van de status van bevoorrecht schuldeiser van ontwikkelingsbanken, waardoor ze geen bronbelasting hoeven te betalen en een voorkeursbehandeling krijgen in geval van wanbetaling. Mede dankzij deze factoren zijn ontwikkelingsbanken in het verleden in staat geweest om over meerdere marktcycli een zeer stabiel en aantrekkelijk rendement te behalen.

Samengevat biedt blended finance institutionele beleggers een nieuwe kans om op een 'verstandige' en duurzame

manier te beleggen in opkomende markten, een positieve impact te genereren en de implementatie van de Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties te ondersteunen. Tegelijkertijd biedt het de mogelijkheid om met een verlaagd risico een aantrekkelijk rendement te behalen dat hoger is dan dat van vergelijkbare beursgenoteerde schuldinstrumenten van opkomende markten.

Zoals in veel van onze strategieën voor de particuliere markt, speelt Allianz hier als belegger een centrale rol en gaan we samen met onze klanten in de 'senior' tranche beleggen. Zo kunnen onze klanten profiteren van de toonaangevende beleggingsexpertise en ervaring van Allianz. Door onze structureringsexpertise bieden onze vehikels een gediversifieerde en kapitaalefficiënte belegging die ook voldoet aan de aangescherpte kapitaalvereisten van de Solvency II-richtlijn.



# Let op de duratie!

## High-yield-beleggingen voor verzekeringsmaatschappijen om het verschil in duration te overbruggen

Doordat de rente al jarenlang laag is en door het aanhoudende verschil in duration tussen beleggingen en verplichtingen, met name voor verzekeringsmaatschappijen, is de druk op beleggers om hoger renderende beleggingen in nieuwe asset classes aan te boren, aanzienlijk toegenomen.

De vraag naar obligaties met lange en ultralange looptijden (30 tot 100 jaar), vooral op de primaire markt, houdt onverminderd aan. Dit werd op indrukwekkende wijze aangetoond door de recente uitgiften van staatsobligaties van Oostenrijk en Frankrijk met looptijden van respectievelijk 100 en 50 jaar, en van Spanje (50 jaar) en Portugal (30 jaar), die vele malen overtekend waren en in sommige gevallen zelfs een record vestigden, zoals Spanje en Portugal, met een meer dan dertievoudige overschrijving.

Uit de bereidheid van beleggers om de zeer geringe spreads van nieuwe emissies en het lage rendement te accepteren, blijkt heel duidelijk dat levensverzekeraars momenteel een hoge beleggingsdruk ondervinden, vooral voor de lange looptijden. Tegelijkertijd speelt de voorkeursbehandeling van staatsobligaties van de Europese Unie onder Solvency II (SCR-factor van 0%) ook een belangrijke rol voor levensverzekeraars.

Het segment van supranationale instellingen, lokale overheden en overheidsinstanties (Supranationals, Sub-Sovereigns and Agencies, SSA), en met name het segment van lokale overheden, kende de afgelopen jaren een zeer dynamische en vrijwel onopgemerkte ontwikkeling en biedt steeds meer ultralange looptijden van 30 tot 100 jaar.

Gemeten aan het marktvolume van de Barclays Euro Aggregate Index is het uitstaande volume van benchmarkobligaties in het segment van lokale overheden de afgelopen vijf jaar meer dan verdubbeld tot ruim EUR 520 miljard, de sterkste groei van alle subsegmenten van de Barclays Euro Aggregate Index. Dit omvat geen subbenchmarkobligaties, onderhandse plaatsingen en effecten op naam. De totale marktkapitalisatie van dit

segment zal nu waarschijnlijk meer dan een biljoen euro bedragen (schatting AllianzGI). De redenen voor deze buitengewone groei zijn legio en liggen enerzijds in de toegenomen regelgeving voor banken (afname van bankleningen) en de diversificatie van de herfinancieringsstructuur, en anderzijds in de toegenomen autonomie van lokale overheden (overname van aanvullende verantwoordelijkheden) en landelijke territoriale en structurele hervormingen.

Obligaties van lokale overheden in de EU worden doorgaans behandeld als de overeenkomstige staatsobligaties met een SCR van 0%. Desalniettemin zijn er ook tal van speciale gevallen en grijze gebieden zonder voorkeursbehandeling op dit gebied, zoals interstedelijke structuren in Frankrijk of door lokale overheden gegarandeerde emittenten, die een meer gedetailleerde analyse van het wet- en regelgevend kader vereisen om een duidelijke allocatie mogelijk te maken. Om de behandeling volgens de regelgeving voor onze klanten op betrouwbare wijze in kaart te brengen, heeft AllianzGI een handleiding over de regelgeving en een bijbehorende database ontwikkeld, die we al jaren met veel succes gebruiken.

Veel verzekeraars hebben deze activaklasse verwaarloosd door een gebrek aan expertise en toegang tot de markt, met uitzondering van de actieve emittenten in dit segment die zeer regelmatig met nieuwe uitgiften komen. Toch vormt het segment een hoogrentend en redelijk alternatief voor dure staatsobligaties in euro, aangezien de emittenten ook een voorkeursbehandeling genieten onder Solvency II met een SCR van 0%. Bij een vrijwel vergelijkbaar of identiek kredietrisico (vanwege ondersteunings- en garantiemechanismen) biedt het segment de mogelijkheid om ten opzichte van daarmee vergelijkbare staatsobligaties een aanzienlijk extra rendement te genereren van 20-60 basispunten en in bepaalde gevallen zelfs 100 basispunten. Vanuit het perspectief van relatieve waarde gezien, vormen obligaties van lokale overheden naar onze mening dan ook de meest aantrekkelijke subactivaklasse van de overheidsgerelateerde obligaties.

## AllianzGI is een van de meest toonaangevende beleggers in Europese SSA's en beschikt over een internationaal team van ervaren experts

Allianz Global Investors breidt zijn beleggingen en middelen op dit gebied al vele jaren uit voor zowel het moederbedrijf Allianz als voor externe klanten en heeft nu een van de grootste SSA-teams in Europa (negen portefeuillebeheerders/analisten). De eigen beleggingen in SSA van ons Insurance, LDI and Regulatory Strategies (ILRS) Team bedragen nu EUR 22 miljard, wat neerkomt op meer dan 18% van het beheerd vermogen. Een bijzonder sterk punt en uniek verkoopargument ten aanzien van dit ervaren team is de multinationale oriëntatie ervan, in de vorm van een hecht netwerk op vijf Europese locaties (Frankfurt, Parijs, Brussel, Londen en Zürich). Dat verklaart ook het sterke innovatieve vermogen van het team. Op die manier hebben we lokaal op efficiënte wijze direct toegang tot de markt en emittenten. Dankzij de meertaligheid van het team hebben we een diepgaand inzicht in de nationale wetgeving en lokale ondersteunings- en garantiemechanismen. Dat is onontbeerlijk om een gedegen kredietbeoordeling uit te kunnen voeren en toekomstige wanbetalingsrisico's in te kunnen schatten. Zeker voor onze verzekeringsklanten met een lange beleggingshorizon is het belangrijk om de wanbetalingsrisico's bij marktstress te minimaliseren.

Tegelijkertijd stellen we ons ten doel om in dit groeiende marktsegment voortdurend nieuwe aantrekkelijke en winstgevende beleggingen te ontwikkelen. Onze jarenlange succesvolle samenwerking met emittenten en lokale uitgevende banken en brokers in de diverse landen is in dit opzicht van onschatbare waarde.

## De kredietwaardigheid van lokale overheden zonder rating is vaak goed tot zeer goed

Doordat we geleidelijk onze eigen methode voor SSA-kredietanalyse hebben opgebouwd, kunnen we binnen slechts vijf werkdagen onze eigen kredietbeoordeling bepalen (ook van emittenten zonder rating). Vaak hebben deze ten onrechte verwaarloosde lokale overheden zonder rating een hoge kredietrating in de orde van A tot AA en bieden ze naast hun voorkeursbehandeling in het kader van de Solvency II-richtlijn (SCR 0%) een aantrekkelijk extra rendement ten opzichte van de centrale overheid van het betreffende land.

De Nederlandse gemeenten bijvoorbeeld, die de laatste jaren steeds actiever zijn geworden op de kapitaalmarkt voor schuld papier aan toonder, is een zeer aantrekkelijk segment geworden (Nederland telt in totaal 390 gemeenten). Deze profiteren van een uitstekend fijnmazig staatsbewakings- en ondersteuningsmechanisme, de Financiële-verhoudingswet. Sinds de Tweede Wereldoorlog heeft zich onder de Nederlandse gemeenten geen enkel geval van wanbetaling voorgedaan. Voor de Nederlandse steden zonder rating Amsterdam, Arnhem en Eindhoven ligt onze interne AllianzGI-kredietbeoordeling op AA-niveau, slechts iets lager dan de AAA-rating van de Nederlandse centrale overheid. Mocht in de toekomst aan deze emittenten zonder rating een externe rating worden toegekend, dan zal de aantrekkelijke spread ten opzichte van de centrale overheid naar verwachting aanzienlijk kleiner worden.

Het realiseerbare extra rendement (spread ten opzichte van de centrale overheid) voor obligaties van lokale overheden is hier slechts ten dele te danken aan de lagere marktliquiditeit. Dit is zeker het geval voor kleinere onderhandse plaatsingen, maar andere redenen zijn de lagere maturiteit van de kapitaalmarkt van de emittenten, de verhoogde inspanningen op analysegebied die dat met zich meebrengt en vaak een gebrek aan expertise bij beleggers ten aanzien van dit segment (met name emittenten zonder rating).

# Onze verzekeringsstrategie



## **Strategisch advies**

Beheer van activa en schulden (asset-liability management, ALM) en SAA-consulting, het optimaliseren van maatwerkoplossingen en een aangepaste, lokale en gespecialiseerde dienstverlening

## **Portefeuillebeheer**

Beheer van directe beleggingen/fondsportefeuilles; effectenselectie; relatieve waarde en kredietanalyse

## **Rapportage en monitoring**

Uitgebreid en aanpasbaar, monitoring op basis van beperkingen op het gebied van de markten, boekhouding en regelgeving

## **Technische ondersteuning**

Stress- en scenariotests, regelgevings- en actuariële input, kapitaalbeheer, breed opgezet risicobeheer

## **Gespecialiseerde dienstverlening**

Risklab is een gespecialiseerde unit waarmee AllianzGI zijn aanbod op het gebied van portefeuillebeheer uitbreidt met resultaatgerichte adviesdiensten en oplossingen op maat.

# Innovatieve strategieën

We hebben een breed scala aan actieve strategieën die gebaseerd zijn op de behoeften van onze klanten en ondersteund worden door een cultuur van risicobeheer; we beschouwen risico echter als een kans

Strategie	Hoog rendement/ groei	Cashflow/ inkomsten	Liquiditeit	Capaciteit	Duration
<b>Alternatieven</b>					
Infrastructure Equity (ACP)	✓	✓		✓	✓
Asian Private Credit (APC)	✓	✓		✓	
Blended Finance		✓		✓	✓
Trade Finance		✓	✓		
Infrastructure Debt		✓			✓
Global Diversified Private Credit	✓	✓		✓	
<b>Aandelen</b>					
Equity Risk Control / SCR optimized equity strategies	✓		✓	✓	
<b>Obligaties</b>					
Global Aggregate		✓	✓	✓	✓
High Yield	✓		✓	✓	
Emerging Market Debt (hard)	✓		✓	✓	
Green Bonds			✓	✓	
Credit Risk Controlled (SCR optimized)	✓	✓	✓	✓	✓
Solvency II Volatility Adjustment (VA) Optimised strategy		✓	✓	✓	✓

# Casestudy's

## Onze klanten oplossingen bieden

### Specialistische verzekering

> EUR 216 miljoen aan wereldwijde obligaties

**Segment:** Britse herverzekeringsmaatschappij

**Benchmark:** Index voor Amerikaanse Treasuries (3m)

**Beheerstijl:** Kapitaal- en kasgeldbeheer onder beperkingen op het gebied van regelgeving en boekhouding (FCA, SII, Lloyd's)

**Rendementsdoelstelling:** Outperformance ten opzichte van de benchmark

### Captive verzekering

> EUR 300 miljoen aan obligaties

**Segment:** Barclays maatwerkoplossingen (staats-, gedekte, bedrijfsobligaties m.u.v. PIIGS)

**Benchmark:** Investment-grade-bedrijfsobligaties in euro, indicatief

**Beheerstijl:** Actief beheer met naleving van winst- en verliesbudgetten (IFRS)

**Rendementsdoelstelling:** Outperformance ten opzichte van de benchmark

### Ziektekostenverzekering

> EUR 550 miljoen aan obligaties

**Segment:** Duitse ziektekostenverzekeraar, Duits Spezialfonds

**Benchmark:** Investment-grade-bedrijfsobligaties in euro, indicatief

**Beheerstijl:** Actief beheer met naleving van winst- en verliesbudgetten (IFRS)

**Rendementsdoelstelling:** Outperformance ten opzichte van de benchmark

Bron: Allianz Global Investors, 2021

## Levensverzekering

> EUR 5 miljard aan obligaties

**Segment:** Nederlandse Europese verzekeraar

**Benchmark:** Benchmark voor volatiliteitsaanpassing inclusief SCR-optimalisatie

**Beheerstijl:** Actief verzekeringsbeheer met naleving van IFRS en SCR-budgetten

**Rendementsdoelstelling:** Outperformance ten opzichte van de benchmark en SCR-optimalisatie

## Multi-asset-verzekering

> EUR 1 miljard aan beleggingen in alle asset classes

**Segment:** Franse verzekeraar

**Benchmark:** Strategische assetallocatie voor de klant (volledige uitbesteding)

**Beheerstijl:** Portefeuillebeheer voor multi-asset-verzekeringen inclusief allocatieadvies

**Rendementsdoelstelling:** Outperformance en SCR-optimalisatie

## Neem contact met ons op

Neem voor meer informatie over ons aanbod in verzekeringen gerust contact met ons op via onderstaande gegevens of bezoek onze website: **Allianz Global Investors (allianzgi.com)**

### **Sjoerd Angenent**

Institutional Business Development – Netherlands

+31 (0)6 10 13 72 22

**Sjoerd.Angenent@allianzgi.com**

### **Hadrien Sag**

Insurance Specialist

+33 17305 7803

**hadrien.sag@allianzgi.com**

### **Tim Soetens**

Head of Business Development Benelux

+31 6 3199 4381

**Tim.Soetens@allianzgi.com**

**Beleggen houdt risico's in.** De waarde van en inkomsten uit een belegging kunnen zowel dalen als stijgen en beleggers krijgen mogelijk niet het volledige belegde bedrag terug. De hierin gegeven visies en meningen, die zonder kennisgeving kunnen worden gewijzigd, zijn die van de emittenten op het tijdstip van publicatie. De gebruikte gegevens zijn afkomstig van verschillende bronnen; wij gaan ervan uit dat ze correct en betrouwbaar zijn op het tijdstip van publicatie. De voorwaarden van een onderliggend aanbod of contract dat mogelijk opgesteld of gesloten is of zal worden, zijn van toepassing. Dit is een marketingbericht dat is uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), een in Duitsland opgerichte beleggingsmaatschappij met beperkte aansprakelijkheid, met hoofdzetel aan Bockenheimer Landstrasse 42-44, D-60323 Frankfurt am Main, Duitsland, die staat ingeschreven bij de lokale rechtbank in Frankfurt am Main onder nummer HRB 9340 en waaraan vergunning is verleend door de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Informatie in het Engels over de rechten van beleggers is beschikbaar op [www.regulatory.allianzgi.com](http://www.regulatory.allianzgi.com). Allianz Global Investors GmbH heeft een filiaal in Nederland opgericht, Allianz Global Investors GmbH, Netherlands Branch, dat onderworpen is aan bepaalde regels van de Autoriteit Financiële Markten ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)). De verveelvoudiging, publicatie of overdracht van de inhoud van dit document, in welke vorm dan ook, is niet toegestaan, behalve na uitdrukkelijke toestemming van Allianz Global Investors GmbH.