

**VOORZITTER:**

Pim Poppe, *Probability & Partners*

**DEELNEMERS:**

Etienne Comon, *Goldman Sachs Asset Management*

Alexander Duckwitz, *Allianz Global Investors*

Jeroen Gielen, *KPMG*

Neal Hegeman, *a.s.r.*

Moiz Khan, *Aviva Investors*

Remmert Koekkoek, *Robeco*

Tom Veerman, *Triple A – Risk Finance*

*Deze Ronde Tafel is mede tot stand gekomen door Allianz Global Investors, Aviva Investors, Goldman Sachs Asset Management en Robeco.*

Foto's: Ruben Eschuis Photography



# DE CORONACRISIS: INGEPRIJSD ALS VERZEKERINGSRISICO, NIET ALS BELEGGINGSRISICO

Door Harry Geels

Tijdens de Ronde Tafel over Balance Sheet Management en Asset Management voor verzekeraars werd gediscussieerd over de onderwerpen balansbeheer, kapitaal- en waardecreatie en werd nader ingegaan op de rol van credits en ESG.



### Zitten we wat betreft Balance Sheet Management in een Japanscenario? En zal de coronacrisis de rentevoorzichten op de middellange termijn doen veranderen?

**Remmert Koekkoek:** 'Over een Japanscenario discussieer ik al meer dan tien jaar. De gemene deler van die discussies was bijna altijd dat men vond dat de rente te laag stond en omhoog zou moeten gaan: voor de lange termijn naar zo'n 4%. Maar iedere keer als mensen dachten dat de rente zou stijgen, gebeurde er weer iets: eurocrisis, QE, groeivertraging in China, handelsoorlog en nu weer de coronacrisis. Wij denken dat de rente voorlopig laag blijft, niet alleen vanwege de genoemde 'events', maar vooral door demografische ontwikkelingen. Naarmate de populatie ouder wordt, worden economische groei, inflatie en de rente lager. Dus op de lange termijn zal de rente waarschijnlijk lager zijn dan soms wordt gedacht. Historische gemiddelden zijn geen goede graadmeter.'

**Jeroen Gielen:** 'Eens. Op social media zien we steeds meer grafieken van de rente over de afgelopen eeuwen. Zelfs met alles wat daarop af te dingen valt, is daarin altijd een dalende trend te zien. Tot enkele jaren geleden waren veel beleggers laconiek over de noodzaak van een rentehedge. De rente zou op de korte termijn toch wel weer gaan stijgen. Maar iedereen is het nu wel eens over de nieuwe realiteit van lage rentes voor langere tijd. De vraag is meer of de rente op hetzelfde niveau blijft, of nog lager gaat. We zitten dus in een Japanscenario. Het is opportunistisch om zelfs voor de korte termijn op een rentestijging te anticiperen.'

**Maar door de coronacrisis gaan veel overheden extra geld lenen, waardoor er meer vraag naar kapitaal komt. Heeft dat geen renteverhogend effect?**

**Gielen:** 'Wat mij betreft niet. Wellicht veroorzaakt dit een kleine,

> **Pim Poppe** is Risk Management Professional en heeft in 2014 Probability & Partners opgericht. Zijn belangrijkste aandachtsgebied betreft het ondersteunen van besturen van banken, pensioenfondsen en verzekeraars met Strategisch Risk Management en het inrichten van de risicobeheerorganisatie. Daarnaast heeft hij expertise op het gebied van ALM, kredietrisico, marktrisico, Basel, Solvency II, IORP II en modelrisicomanagement. Eerder was Poppe verantwoordelijk voor Group Risk Management bij SNS REAAL (2004-2013) en Group Risk Management bij Robeco (1996-2004).





> **Etienne Comon** is Hoofd EMEA Insurance bij Goldman Sachs Asset Management (GSAM). Hij kwam in 2001 bij Goldman Sachs als Fixed Income, Currency & Commodities Strategist. Van 2003 tot 2009 richtte Comon zich bij Lehman Brothers/Nomura International op risico- en kapitaalbeheeroplossingen. Hij keerde vervolgens terug naar GSAM als Managing Director, gefocust op macrostructurering van financiële instellingen, voordat hij zijn huidige rol op zich nam. Comon behaalde zijn PhD in de economie aan Harvard University, is afgestudeerd aan de École Normale Supérieure in Parijs en is CFA-charterholder.

tijdelijke renteverhoging. De vergrijzing is echter een belangrijke determinant van de renteontwikkelingen.'

**Neal Hegeman:** 'De huidige rentecurve impliceert een Japan-scenario, zelfs voor een hele lange tijd. Maar dat geldt niet voor andere markten, zoals de aandelenmarkt – in ieder geval tot begin dit jaar. Het plaatje wordt nu echter wat vertroebeld door de coronacrisis. Wij erkennen dat de rente wordt bepaald door langetermijntrends, zoals de demografie en de globalisatie, die beide een dempende impact op inflatie en rente hebben gehad. Aan de andere kant kunnen centrale banken ook bepalend zijn. De ECB schatte zelf dat de impact van het beleid 1,6 procentpunt voor de lange rente bedraagt. De vervolgvraag is dan of die impact blijvend is. De kans dat QE op de korte termijn verdwijnt, is weer kleiner geworden. Maar het verruimende beleid gaat een keer stoppen, met licht hogere, maar historisch gezien nog steeds lage rentes tot gevolg.'

**Koekkoek:** 'We moeten voorzichtig zijn met de redenering dat de rente wel weer een keer moet stijgen omdat hij nu zo laag staat. Het zou weleens kunnen dat we langer op een rentestijging moeten wachten dan we denken. Er wordt ook geredeneerd dat hedging minder nodig is omdat de rente al zo laag staat. Maar als de verplichtingen van een belegger een duration van 15 tot 20 hebben, kan hij al wachtende op een stijgende rente, gemiddeld tot 2% per jaar verliezen op de carry, over het niet afgedekte gedeelte. Daar moeten we wel op bedacht zijn.'

### **Staan obligaties na de coronacrash weer op de juiste waarderingniveau's?**

**Hegeman:** 'De 'search for yield' heeft op ons allemaal effect gehad. Aandelen zijn kwetsbaar, zo weten we inmiddels door de coronacrisis, en de hoge koersen van staatsleningen door het ECB-beleid zouden een zeepbel kunnen blijken te zijn. Een verzekeraar ontkomt er echter niet aan te beleggen in staatspapier. Het is belangrijk je

**Wij denken dat de rente voorlopig laag blijft, niet alleen vanwege de genoemde 'events', maar vooral door demografische ontwikkelingen.**

goed bewust te zijn van de daarmee gepaard gaande risico's. Wij kijken ook naar beleggingscategorieën die minder duur zijn, in termen van relatieve waardering. Interessantere beleggingen zien we dan in het illiquide segment, zoals hypotheekleningen. Er zijn overigens ook illiquide subsegmenten, die zoveel toestroom van kapitaal hebben gehad, dat de liquiditeitspremie te laag is geworden om interessant te zijn.'

**Moiz Khan:** 'De coronapandemie heeft geleid tot aanzienlijke marktbevingen in bijna alle asset classes, inclusief tarieven en vastrentende waarden. Het is echter moeilijk om de werkelijke impact op de totale economie te meten en dus ook om te voorspellen hoe de verschillende beleggingen op de middellange tot lange termijn zullen presteren. Sommige sectoren worden directer getroffen dan andere, zoals de luchtvaart en het vervoer. Hoewel liquiditeit in dergelijke tijden van groot belang is, waarbij verzekeraars een zeker illiquiditeitsbudget hebben, bieden bepaalde illiquide beleggingen nog steeds interessante premies en mogelijk minder volatiliteit, vanwege de manier waarop ze worden gewaardeerd. Niet alles is aantrekkelijk, maar bepaalde subsegmenten zijn dat zeker wel.'

**Etienne Comon:** 'Door de coronacrash hebben we het niet meer over een zeepbel. De vraag is echter of dit het juiste instapmoment is. De 'sell-off' in high yield was voor velen een verrassing. De nu erg hoge spread lijkt een goed instapmoment, al denk ik dat we nog steeds verwijderd zijn van de waarderingen uit bijvoorbeeld 2008. Sommige subsegmenten van de categorie bedrijfsobligaties zijn interessant, maar over het algemeen is de market beta nog steeds niet goedkoop. De zeepbel bij private loans ligt nu weer achter ons. Het aanbod neemt hier af, maar de vraag nog veel meer. De markt herbalanceert hier in een hoog tempo. Beleggers kunnen nu ook veel betere leencondities uitonderhandelen. 'Covenant light'-contracten zullen niet veel meer afgesloten worden. Beleggers kunnen de nieuwe werkelijkheid op twee manieren benaderen: door het kopen van 'distressed assets' op lage niveaus, of, zoals gezegd, door betere condities af te spreken, waardoor feitelijk de kredietkwaliteit van de creditportefeuille omhoog gaat.'

### **En wat vinden jullie van aandelen na de crash?**

**Comon:** 'De waarderingen zijn vanzelfsprekend beter geworden,

maar de onzekerheid blijft de komende zes maanden hoog. Daarom blijven we voorzichtig met aandelen, totdat er stabilisatie van de situatie optreedt. De diverse aandelensectoren worden door de coronacrisis allemaal anders beïnvloed. Hierdoor kan actief beheer waarde toevoegen, daar waar in stijgende aandelenmarkten passief beheer gemakkelijker kan outperformen. Dit is mogelijk een controversieel standpunt, gezien de enorme toestroom naar passief beheer in de laatste jaren, maar de coronaturbulentie heeft het paradigma veranderd. Niet noodzakelijkerwijs voor altijd, maar wel voor de komende jaren.'

**Alexander Duckwitz:** 'Eens. Er zijn nu meer mogelijkheden om alpha te behalen. Wat betreft een mogelijk goed instapmoment voor aandelen: ik geloof dat verzekeraars vooral de focus moeten houden op de strategische asset-allocatie. Ik raad klanten af om plotselinge bewegingen te maken. Zo doen we dat voor onze klanten, maar ook bij onze eigen verzekeraar. Met ons belegd vermogen van € 800 miljard is het lastig de asset-allocatie snel aan te passen. Wij hebben de laatste jaren het neerwaartse risico van aandelen voor onze eigen verzekeraar, maar ook voor onze klanten, extra afgedekt, hetgeen ons natuurlijk heeft geholpen.'

**Khan:** 'De aandelen zijn met bijna 30% gedaald. Dat is een grote stap, maar dit moet worden gezien in het licht van de toekomstige economische omstandigheden. Als de winstverwachtingen voor de komende twaalf maanden en daarna niet waren veranderd ten opzichte van wat ze aan het begin van het jaar waren, zou dit een goed beginpunt zijn. Het is echter vrijwel zeker dat de inkomsten, winsten en andere belangrijke economische indicatoren zullen worden beïnvloed. De daadwerkelijke impact zal afhangen van de effectiviteit van de maatregelen die worden genomen om het virus te onderdrukken, de tijd die nodig is om dit te doen, de effectiviteit van de sociale en economische hulppakketten en de impact van de maatregelen van de centrale bank. Over het geheel genomen is het zeer moeilijk om het volledige effect van het coronavirus op de economie te meten. We hadden anders net zo goed in een recessie terecht kunnen komen. Dit maakt het lastig om te begrijpen waar we staan met betrekking tot de werkelijke waardebeoordeling van activa en de volatiliteit van de markt. Echter, het verlagen van de rente en het verder verhogen van de QE zou de waarde van de activa moeten ondersteunen, waardoor de kortetermijnverkoopdruk afneemt.'

> **Alexander Duckwitz** is sinds 2015 bij Allianz Global Investors verantwoordelijk voor Insurance Advisory in de EMEA-regio. Het belangrijkste doel van het team is om AllianzGI te positioneren als een natuurlijke gesprekspartner voor verzekeringsklanten door te adviseren over ALM/SAA, kapitaaloptimalisatie en de implementatie van geschikte beleggingsstrategieën in een gereguleerde omgeving. Eerder werkte Duckwitz bij PricewaterhouseCoopers, laatstelijk als Manager in de Financial Services Consulting Practice, waar hij verschillende projecten leidde op het gebied van accounting, risicobeheer, regelgeving en procesverbetering in de verzekerings- en vermogensbeheersector. Duckwitz heeft een masterdiploma in International Business met een major in Finance van de Universiteit van Maastricht.

**Koekkoek:** 'Afwijken van het strategische perspectief heeft inderdaad niet zoveel nut. Voor grote beleggingsportefeuilles is de markt bovendien waarschijnlijk te illiquide, zeker voor obligaties. Maar tegelijkertijd moet een belegger zijn ogen niet sluiten voor de fase waarin de markt zich nu bevindt, als het kan tenminste. Dat geldt voor aandelen, maar ook voor credits, waar nu met beleid en gedegen onderzoek tegen hogere yields kan worden ingestapt.'

### Maar kunnen risico's wel worden verhoogd in de huidige situatie met lage dekkingsgraden en de strikte regels van Solvency II?

**Gielen:** 'Nederlandse verzekeraars hebben nog altijd redelijk goede solvabiliteitsratio's, ondanks de tik van de coronacrisis. De 'solvency outlook' die voor het eerste kwartaal is afgegeven, laat veel verzekeraars nog steeds ruimte de risico's wat op te schalen, bepaalde uitzonderingen daargelaten.'

**Duckwitz:** 'Eens, maar het hangt van veel zaken af: het type verzekeraar, de omvang, in welke segmenten ze actief zijn en hoe ze in het verleden allocatiebeslissingen hebben genomen. Nogmaals, kortetermijnturbulentie moet geen invloed hebben op strategische beslissingen voor de lange termijn. Waar ik bezorgd over ben, zijn eventuele langere perioden van onrust en afwaarderingsdiscussies met accountants tegen het eind van het jaar.'

**Comon:** 'Er zijn twee dimensies: de dynamische of tactische asset-allocatie beslissingen en de governance. Tactische beslissingen vereisen snelheid, goede governance kost tijd. Wat we de laatste twee jaar hebben gezien, is een herschikking van de arbeid tussen het beleggingscomité en de CIO enerzijds en de asset manager anderzijds, waarbij het CIO-niveau zich meer met risico- en solvencybudgetten is gaan bezighouden en de meer praktische beleggingsbeslissingen verplaatst zijn naar het asset management-team, intern of extern. Hoe het governance-aspect is geregeld, is dan belangrijk. Verder is er dan nog een uitdaging bij private loans, omdat traditionele risico-maatstaven en Solvency II op de marktvolatiliteit voor de korte termijn focussen, terwijl hier naar potentiële 'defaults' en 'recovery rates' moet worden gekeken, zoals een bank dat voor zijn leningenboek doet. De discrepantie tussen Solvency II en de eigenlijke werking van private markten kan eventueel met een derivatenoverlay gedicht worden, waarbij de kortetermijnvolatiliteit wordt gemanaged.'



Foto: Archief Allianz GI



> **Jeroen Gielen** werkt sinds 2011 bij KPMG als Adviseur voor verzekeraars. Hij is gespecialiseerd in Capital Generation en helpt verzekeraars bij het optimaliseren van de balans en het rendement op kapitaal. Daarnaast doet hij M&A-trajecten om verzekeringsportefeuilles te (ver)kopen en ondersteunt hij de auditors van KPMG bij de balanscontrole van verzekeraars. Voordat hij bij KPMG in dienst trad, was Gielen werkzaam bij AON, waar hij was gaan werken na het afronden van zijn promotieonderzoek in de natuurkunde. Gielen is actuaaris AAG.

**Hegeman:** 'Interessant. Wij zien die evenwichtsoefening tussen korte- en langetermijnrisico's ook, waarbij Solvency II in essentie een market-to-market- en kortetermijnregime is, met enige mitigaties zoals de UFR en volatiliteitsaanpassingen. En er zijn verschillen tussen standaard- en interne modellen. En ja, goede governance is inderdaad noodzakelijk en dat impliceert onder andere een best-in-class beleggings- en ALM-proces. Wat betreft ALM werken wij met een model dat gebaseerd is op economische

vooruitzichten op zowel de lange als de korte termijn, maar dat ook integraal is in termen van verzekerings- en liquiditeitsrisico's.'

**Corona is een pandemisch risico, dat wellicht niet goed meegenomen wordt in het actuele solvency-framework. Wordt dit risico wel juist meegenomen in de SCR-berekeningen?**

Financial Investigator stelde Bart aan den Toorn, Investment Manager Liquid Markets van de afdeling Balance Sheet Management bij VIVAT, een tweetal vragen over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars.

**Welke impact heeft de uitbraak van het coronavirus op de beleggingsactiviteiten van een verzekeraar?**

Bij een dergelijke ingrijpende gebeurtenis is het primaire doel ervoor te zorgen dat we ons downside-risico in de beleggingsportefeuille goed managen en potentiële verliezen beperken die zouden kunnen ontstaan door snel oplopende defaults of stijgende default-verwachtingen. Daarnaast was de balans van VIVAT per 31 december 2019 defensief geïmponeerd in anticipatie op wijdere spreads in meerdere liquide markten, een grote exposure naar AAA-staatsobligaties, hoge kwaliteit vastgoed en hypotheek. Het 'Search for Yield'-thema was naar onze mening al perfect ingeprijsd in veel asset-categorieën en wij hebben op meerdere momenten in de afgelopen jaren significant risico afgebouwd in afwachting van een correctie en betere instapniveaus.

**Een lage rentestand en lage spreads/verwachte rendementen zijn een uitdaging voor verzekeraars. Hoe gaan jullie hiermee om binnen een dynamisch raamwerk voor de asset-allocatie?**

We bevinden ons, ondanks de gestegen rentebeweging in de afgelopen twee weken na de aangekondigde fiscale maatregelen

door overheden wereldwijd, nog steeds in een langetermijn neerwaartse trend qua rente en als we geen harde stijging van inflatie verwachten op de korte termijn, kan dat nog wel even zo blijven ook. Als levensverzekeraar is het absolute noodzaak een gedegen rentehedge-beleid te hebben en dit strikt uit te voeren. De grootste uitdaging in een lage rente-omgeving is het genereren van positieve rendementen. Daar is nu in een extreem korte periode een 'positieve' kans voor gekomen, door aantrekkelijke spreads in veel markten, zoals in USD IG, EUR IG, EMD en zelfs High Yield of loans op termijn. Door de forse correctie in spreads in deze categorieën, biedt een herallocatie uit defensieve beleggingen een mooie kans om toekomstig beleggingsinkomen te genereren voor onze portefeuille. Rekening houdend met wetgeving (EIOPA), onze S2-ratio en onze marktvisie proberen we de langetermijn-SAA te implementeren. We gaan hier evenwel dynamisch mee om, om kapitaal te beschermen als het risico-rendementsprofiel te asymmetrisch wordt en spreads geen goede reflectie meer zijn van het daadwerkelijke onderliggende risico.



**Tom Veerman:** 'Elke stresssituatie an sich is uniek. De SCR hoeft niet noodzakelijkerwijs aangepast te worden. Eventuele veranderingen zouden meer in het ORSA- dan in het rapportageproces moeten worden doorgevoerd. Ik ben bij levensverzekeraars betrokken geweest bij diverse ORSA-processen en daar werd pandemisch risico altijd meegenomen. Maar dat gold niet voor de economische impact van een pandemie. De pandemische stresstesten hadden vooral een focus op het verzekeringsrisico. Corona heeft ons geleerd dat als er schokken komen, deze een ernstigere economische impact kunnen hebben, omdat er interactie tussen risico's kan ontstaan. Wat ik ten slotte nog interessant vind, is dat spreads bij de kredietcrisis al maanden van tevoren extreem opliepen. De coronacrisis is extreem in de zin dat niemand zich er goed op kon voorbereiden.'

**Koekkoek:** 'Deze crisis kent geen gelijke. Liquide credits zijn flink gedaald, ongeveer in lijn met de SCR's zoals bepaald door de toezichhouders. Ik wil niet zover gaan om te zeggen dat de SCR's verouderd zijn. Hoewel economische stressscenario's vaak net wat anders gedefinieerd zijn, kloppen de SCR's grosso modo. We zitten nu in 'uncharted territory'. We zullen zien waar het gaat eindigen. Wat de coronacrisis anders maakt, is de omgeving van erg lage rentes in Europa, waardoor core Euro staatsleningen in de 'sell-off' geen effectieve hedge waren.'

**Khan:** 'Verzekeraars worden steeds slimmer in de manier waarop ze door verschillende strategische, tactische en wettelijke vereisten navigeren. Veel van onze klanten hebben gestructureerde beleggingsstrategieën geïmplementeerd, zoals beschermde aandelenbeleggingen, die hen in staat hebben gesteld het verwachte rendement te verbeteren, tegelijkertijd de waarde van de activa tegen neerwaartse risico's te beschermen en de solvabiliteitslasten te verlagen. Hoewel het oorspronkelijke doel van sommige van deze strategieën wellicht was om het Solvency II-kapitaal te verminderen of te optimaliseren, kan de werkelijke waarde ervan worden gerealiseerd in tijden van marktstress, zoals de huidige omgeving.'

**Gielen:** 'Hoewel iedere crisis inderdaad uniek is, hebben de recente crises veel overeenkomsten, zoals aandelen die omlaag gaan en spreads die omhoog gaan. Beleggersgedrag verandert niet echt door de jaren heen. Alleen de rente daalt bij de nieuwste crises niet meer

## Kortetermijnturbulentie moet geen invloed hebben op strategische beslissingen voor de lange termijn.

zo hard mee, maar dat is gezien de lage niveaus misschien ook logisch.'

**Laten we het hebben over Capital Generation (CG). Er zijn hier eigenlijk drie gerelateerde vragen. Waar focussen verzekeraars nu op? Hoe kunnen verzekeraars met de bedrijfsstrategie CG sturen? En kunnen 'Capital Generation Principles' in lijn met de oude Embedded Value Principles worden gepubliceerd?**

**Veerman:** 'Als ik met beleggers praat, klagen ze altijd over de verschillen tussen de openbare CG-publicaties van de grote verzekeraars. Ik vond het daarbij opvallend hoe Aegon in de laatste crisis werd afgestraft. Als ik kijk naar Aegons CG-publicaties, laten die geen enkel bewijs voor de actuele afstraffing zien. Dan vraag ik me af: 'wat missen we hier?' Als je kijkt naar de huidige aandelenwaardering van Aegon, worden ze op de beurs gewaardeerd tegen 50% van hun Solvency II Tier 1-kapitaal. Als de beurs wél gelijk heeft, moet Aegon eigenlijk zo snel mogelijk van de grote garantiëportefeuille af, want die werkt blijkbaar waardevernietigend.'

**Gielen:** 'Inderdaad. Anderzijds denk ik ook dat Aegon de volatiliteit op de balans niet goed heeft gemanaged en daar houden beleggers niet van. Meer in het algemeen denk ik dat verzekeraars niet open genoeg zijn en dat ze alleen hoog-over CG-publicaties geven. Verzekeraars die wel de componenten van CG geven, stellen analisten in staat de interpretatieverschillen te verkleinen. Het zou goed zijn wanneer er een duidelijkere standaard komt. Het CFO Forum heeft dit enkele jaren geleden wel geprobeerd, maar het is niet goed van de grond gekomen. Dus grosso modo zijn de interpretatieverschillen mede de schuld van de verzekeraars.'

**Comon:** 'De balansen van verzekeraars, zeker die van de

> **Neal Hegeman** is Head Investment Strategy & Research bij a.s.r. Na het afronden van zijn wiskundestudie aan de Universiteit Utrecht in 2000, begon Hegeman zijn carrière bij ABN AMRO Bank, bij het onderdeel dat in 2007 door RBS werd overgenomen. Hier werkte hij in verschillende functies, waaronder als ALM-specialist voor pensioenfondsen en verzekeraars. Hij heeft ook ervaring als Lid van het bestuur en de beleggingscommissie van het RBS-pensioenfonds. In 2015 is Hegeman in dienst getreden bij a.s.r., waar hij verantwoordelijk is voor de beleggingsstrategie en research voor de interne verzekeringsentiteiten en externe klanten.





> **Moiz Khan CFA, FIA**, is bijna 20 jaar actief in de verzekerings- en pensioenbeleggings-industrie en werkt momenteel bij Aviva Investors als Senior Expert op het gebied van beleggingsoplossingen voor (her)verzekeraars. Hij doet dat voor alle internationale klanten, wereldwijd. Zijn bijzondere expertise ligt in het ontwikkelen van op maat gemaakte ALM-, balans- en kapitaaloptimaliseringsoplossingen. Hij benut daarbij activa in zowel de publieke als de private sfeer en de derivatenmarkten. Khan heeft een CFA Charter en een Fellowship van het Institute of Actuaries en is Financial Investment Advisor.

levensverzekeraars, zijn lastig te begrijpen voor beleggers. Als ik met CEO's van verzekeraars spreek, zeggen ze dat beleggers de CG-publicaties niet begrijpen. Een nieuwe standaardisatie van een nieuwe generatie van Embedded Value, wellicht gelinkt aan IRFR17, zou misschien kunnen helpen.'

**Hegeman:** 'Wat betreft de sturing is CG een van de vele maatstaven waar wij naar kijken. Zo kijken we ook naar de kortetermijn-volatiliteit en de langetermijntontwikkeling van de solvencyratio, alsmede naar onder andere de langetermijnmatching van de

verplichtingen en de IFRS-balans. Het grootste risico voor een verzekeraar is volgens mij een Japanscenario.'

### Wat kunnen jullie zeggen over credits en direct lending?

**Hegeman:** 'We beschouwen direct lending als het illiquide alternatief voor credits. Het past goed bij verzekeraars. Het is belangrijk in-house de juiste capaciteiten te hebben, voor bijvoorbeeld de analyse van de kredieten en de structureringsmogelijkheden, en zo nodig ook

Financial Investigator stelde Joke Verbaan, Operationeel Manager bij N.V. Levensverzekering-Maatschappij De Hoop, ook een tweetal vragen over Balansmanagement en Vermogensbeheer voor Verzekeraars.

**Hoe kunnen verzekeraars, gezien de aanhoudende uitdagingen op de kapitaalmarkten en de steeds toenemende druk van de regelgeving, een evenwicht vinden tussen strategische allocatiebeslissingen voor de lange termijn en tactische opvattingen en overwegingen met betrekking tot het solvabiliteitskapitaal?**

Solvency II heeft veel invloed gehad op de assetmix van verzekeraars. Er bestaan grote verschillen in het kapitaalbeslag van de beleggingen, waardoor er wordt gezocht naar beleggingen waarvoor het minste kapitaal hoeft te worden aangehouden. Daardoor is er een forse verschuiving naar staatsobligaties, maar bijvoorbeeld ook naar meer illiquide beleggingen, zoals hypotheek of infrastructuur. Het sturen op de solvabiliteitsratio heeft de overhand gekregen ten opzichte van het rendement.

Verzekeraars moeten blijven zoeken naar een goede risico-rendementsverhouding enerzijds en een zo gunstig mogelijk kapitaalbeslag anderzijds. Dat vraagt om een specifiekere samenwerking tussen vermogensbeheerders en kapitaalmanagement. Asset Liability Management speelt

daarbij een cruciale rol, waarbij veel meer dan in het verleden rekening moet worden gehouden met de kapitaalbeslagen onder Solvency II.



### Welke gevolgen zal het EU-actieplan inzake klimaatverandering hebben voor het beleggingsbeleid van verzekeraars?

Verzekeraars houden zich al aan het IMVO-convenant, waarin ook klimaatrisico's en verduurzaming onderwerpen zijn. Voor bijvoorbeeld vastgoedbeleggingen kan dit betekenen dat er afscheid wordt genomen van beleggingspanden, omdat verduurzaming hiervan te veel ten koste van het rendement gaat. Aan de andere kant beleggen verzekeraars veel in zo veilig mogelijke vastrentende waarden (staatsobligaties). Het uitgeven van groene staatsobligaties zou, bij weinig tot geen kapitaalbeslag, een enorme boost kunnen zijn voor klimaatbeheersing.

de juridische ondersteuning. Wij hebben de intentie de direct lending-portefeuille te laten groeien en we kijken of we andere beleggers hierin kunnen laten participeren. We bestuderen nu ook de impact van de coronacrisis op de markt voor private credits. We kijken bijvoorbeeld naar de mogelijkheid om contracten te verbeteren en kredietrisico's opnieuw te berekenen. Nu de spreads op de liquide credits weer toenemen, wordt het relatieve voordeel van private loans natuurlijk weer kleiner. De vraag is of de search for yield en de daarmee samenhangende interesse voor de illiquiditeitspremie na de coronacrisis weer terugkomen. Dat is op dit moment nog lastig te beoordelen.'

**Khan:** 'De Amerikaanse markten bieden een uitstekende bron van kredietdiversificatie en -spreads. Voor verplichtingen met een langere looptijd helpt de extra looptijd in de VS-kredietverlening vanuit een passend perspectief. Het spreekt voor zich dat de valuta moet worden afgedekt om ook de verplichtingen waar nodig af te dekken. Het toevoegen van Amerikaanse credits leent zich bovendien goed voor total return-strategieën. Vaak zien we dat beleggers de vermogensbeheerders diversifiëren, maar niet noodzakelijkerwijs de beleggingsstrategie. Dit heeft tot gevolg dat beheerders uiteindelijk significant met elkaar gecorreleerd zijn, in zowel de opleving als de neergang van de markt, waardoor de werkelijke voordelen van de diversificatie voor de eindbelegger worden beperkt. Wij werken samen met een aantal verzekeraars die dit beseffen en die zowel de strategieën als de beheerders willen diversifiëren, met name op het gebied van de Amerikaanse IG.'

**Koekkoek:** 'De toevoeging van de dollarmarkt biedt inderdaad mogelijkheden voor verzekeraars, vanwege yield en liquiditeit, zeker bij de langer lopende leningen. De beste manier om het USD-EUR valuta- en renterisico af te dekken, hangt af van de vraag of de beleggingsstrategie specifieke verplichtingenstromen moet afdekken, of meer een generiek onderdeel van de portefeuille moet zijn. Vanzelfsprekend wordt in het eerste geval altijd volledig gehedged. We zien zowel Europese verzekeraars als verzekeraars uit bijvoorbeeld Azië en Zuid-Afrika steeds meer overstappen naar een wereldwijd creditmandaat.'

**Comon:** 'Naast de valutahedge moet ook gekeken worden hoe liquiditeiten worden gemanaged. De grootste uitdagingen voor institutionele beleggers zijn altijd het collateral en de eventuele

## De coronacrisis is extreem in de zin dat niemand zich er goed op kon voorbereiden.

margin calls. Goede liquiditeitsplanning is noodzakelijk. De laatste jaren hebben diverse verzekeraars de focus gelegd op liquiditeitsfaciliteiten, zoals repo's.'

**Veerman:** 'De laatste jaren zijn veel beleggers opgeschoven richting private loans, vanwege de lage yields op de liquide markt. De coronacrisis zorgt ervoor dat beleggers hun beleid voor liquide en illiquide beleggingen gaan herzien, mede in het licht van het 'prudent person principle', waaraan de toezichhouder zoveel waarde hecht. De toezichhouder is niet bepaald een fan van illiquide beleggingen. Als de spreads op beide markten weer naar elkaar toe komen, kunnen liquide beleggingen weer relatief interessanter worden.'

**Koekkoek:** 'Klopt, en bij stress zien we ook dat de liquide obligatiemarkten tijdelijk minder liquide worden, wat extra druk zet op het liquiditeitsbeheer. Zeker als we kijken naar de langer lopende credits is het niet gemakkelijk een 'fair price' te krijgen als per se gehandeld moet worden, bijvoorbeeld bij margin calls.'

## Tot slot ESG. Wat zijn bijvoorbeeld de consequenties van het EU Action Plan on Climate Change voor het beleggingsbeleid van verzekeraars?

**Gielen:** 'De trend in de financiële industrie is onmiskenbaar in de richting van meer duurzame beleggingen. Het EU Action Plan zal dit alleen maar versterken. Ik ben wel alert op het feit dat, als er naar bepaalde beleggingen meer vraag is, het toekomstige rendement daalt.'

**Comon:** 'In het EU-plan staan wat onderwerpen die de meerderheid van de managers al heeft geïmplementeerd, bijvoorbeeld het incorporeren van een duurzaamheidsvoorkeur in mandaten die vanaf januari volgend jaar live gaan. Op twee onderdelen zien we echte verandering: de EU Taxonomy en de nieuwe standaarden voor

> **Remmert Koekkoek** is Hoofd Insurance & Pension Solutions binnen het Global Macro-team van Robeco. In deze rol richt hij zich op het beheer van balansoplossingen en buy-and-maintain-portefeuilles voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Hij is sinds 2011 werkzaam bij Robeco. Daarvoor maakte hij in de periode 2010-2011 deel uit van de Insurance and Pension Solutions Group van Credit Suisse. Tussen 2005 en 2010 was Koekkoek bij Robeco werkzaam als Structureerder in het Structured Investment Team. Hij is (cum laude) afgestudeerd in de econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.







> **Tom Veerman** AAG RBA is Actuarieel Consultant bij Triple A - Risk Finance. Hij is gekwalificeerd Actuaris in Nederland en Register Beleggingsanalist. Veerman is werkzaam geweest voor Tillinghast – Towers Perrin en Mercer in Nederland. Hij werkte ook voor de afdeling Groepsactuarieel binnen Eureko/Achmea. In 2006 heeft hij samen met drie andere Actuarissen/Risk Managers Triple A - Risk Finance opgericht. Hij is verantwoordelijk voor de Business Line Insurance en adviseert klanten over ALM, kapitaalmanagement en implementatie van nieuwe regelgeving zoals Solvency II en IFRS17. Verder is hij bij een aantal verzekeraars betrokken als sleutelfunctionaris Actuariële functie en/of Risicomanagement functie.

green bonds. De markt voor green bonds ontwikkelt zich de laatste jaren enorm en deze markt is interessanter geworden dan eerst. Credits maken nu 60% van de markt van green bonds uit. Opkomende markten spelen ook een steeds belangrijker rol. De uitdaging bij green bonds was tot voor kort een gebrek aan standaarden. Mede door het gebrek aan standaarden is de laatste jaren het aanbod sterker gegroeid dan de vraag en zijn yields ongeveer even hoog als yields op vergelijkbare non-green bonds, wat nu interessant is voor duurzame beleggers.'

**Koekkoek:** 'De vraag of toekomstige rendementen van duurzame beleggingen lager worden bij een grotere vraag, kan ook anders beantwoord worden. ESG- en SDG-scores kunnen helpen om bedrijven te vinden met gunstigere risico-rendementsverhoudingen. Door bijvoorbeeld ESG te integreren en bedrijven uit te sluiten met lage SDG-scores, hebben wij in diverse strategieën outperformance behaald. ESG-integratie is al meer dan 10 jaar een belangrijke pilaar van onze kredietanalyse, juist doordat duurzaamheidscriteria helpen de 'losers' te vermijden.'

**Comon:** 'Duurzaamheidscriteria kunnen worden gebruikt bij de selectie van aandelen en obligaties, maar ook op het niveau van portefeuilleconstructie. Op instrumentniveau passen we ESG sowieso toe, onafhankelijk van de wens van de klant, omdat dergelijke factoren inderdaad de Sharpe Ratio's verhogen. Als een klant echter op portefeuilleniveau additionele eisen heeft, bijvoorbeeld een maximale 'carbon footprint' of uitsluiting van bepaalde sectoren, ontstaat er mogelijk wel een 'trade-off' tussen rendement en risico.'

**Khan:** 'Eens. Milieufactoren zullen iedere sector raken en ze vormen ook fysieke risico's voor verzekeraars; denk aan bosbranden, overstromingen en stormen. Regulering hieromtrent zou verzekeraars kunnen helpen. Ook wij geloven dat bedrijven die goed scoren op ESG, op de langere termijn beter zullen presteren op de beurs.'

**Het grootste risico voor een verzekeraar is volgens mij een Japanscenario.**

**Gielen:** 'Iedereen is het eens over het nut van duurzaam beleggen. Voor klanten is het echter lastig om de consequenties van hun keuzes goed te overzien. De sleutelfactor om te bepalen welke waarde ESG voor een verzekeraar kan hebben, is de waarde die de klanten aan ESG toekennen. Dit is moeilijk te meten. We moeten met de klant de discussie aangaan. Voor bijvoorbeeld levensverzekeraars is business doen tegenwoordig lastig. Op duurzaamheid kunnen ze zich onderscheiden ten opzichte van de concurrentie.'

**Comon:** 'Objectivering is belangrijk. Pak drie duurzaamheidsproviders en ze komen ongeveer op dezelfde scores uit voor de E, de S en de G. De E is gemakkelijk objectief te maken door bijvoorbeeld te kijken naar CO<sub>2</sub>-uitstoot. Voor de andere componenten zijn eveneens redelijke objectieve statistieken te bepalen. Bovendien gaat de EU Taxonomy helpen een en ander te objectiveren.'

**Hegeman:** 'Volgens ons gaat ESG-beleggen niet ten koste van rendement of risico. Er is daarvoor genoeg wetenschappelijk bewijs. Wat betreft objectivering hebben wij doelstellingen geformuleerd ten aanzien van het meten van de carbon footprint en impact investments. Voor private equity linken we de beloning aan sociale en milieu-KPI's. Bij ons is ESG een proces. Het ontwikkelt zich steeds verder.'

**Veerman:** 'Duurzaamheid is aan de assetkant van de balans de laatste jaren een populair thema geworden. Aan de verplichtingenkant zie ik de laatste jaren weinig verandering. Verzekeraars hebben hier altijd oog gehad voor risico's, ook voor klimaatrisico's, vanwege de aard van het bedrijf.'

**Duckwitz:** 'Inderdaad. Klimaatverandering wordt altijd al gereflecteerd aan de verplichtingenkant. De hogere frequentie en ernst van de klimaatclaims is de laatste jaren toegenomen, hetgeen via de hoge kosten van (her)verzekering aan de verplichtingenkant wordt verwerkt. Voor de assetkant rijst de vraag of klimaatverandering invloed kan hebben op de rendementen. Tijdens ALM-studies zullen hierover aannames moeten worden gemaakt en stressscenario's moeten worden doorgerekend.'

### Het is opportunistisch om zelfs voor de korte termijn op een rentestijging te anticiperen.

**Comon:** 'Hoewel milieufactoren zoals de klimaatverandering op de lange termijn elke sector zullen beïnvloeden, brengen ze ook directe risico's met zich mee. Bosbranden, overstromingen en stormen vernietigen fysieke activa en confronteren verzekeraars met multi-miljoenenclaims. Elke regelgeving op dit gebied die het milieu echt helpt, zal de verzekeraars op de lange termijn waarschijnlijk ook helpen. Wij hebben ESG geïntegreerd in ons selectieproces voor zowel particulier als institutioneel vermogen. Daarnaast vragen verzekeraars steeds vaker om meer op maat gemaakte ESG-portefeuilles, die wij tijdens de opbouw van de portefeuille aan de orde stellen. Hoewel er soms een korte termijn trade-off is tussen risico en rendement, zijn wij van mening dat bedrijven die goed scoren op ESG, op de langere termijn beter zullen presteren.'

**Hegeman:** 'Er zijn bottom-up risico's, zoals zojuist besproken, maar ook top-down risico's. Wij werken samen met Ortec. Zij hebben verschillende klimaatscenario's gebouwd op basis van wetenschappelijke bewijzen, bijvoorbeeld voor verschillende niveaus van opwarming van de aarde. In deze scenario's wordt berekend wat de impact kan zijn op bijvoorbeeld rendementen en spreads. Hieruit kwam naar voren dat er in ieder scenario een impact is, zowel in termen van de kosten van de energietransitie als in termen van fysieke risico's. In het scenario van een



opwarming van de aarde van 4 graden ontstaan er bijvoorbeeld extreme hittegolven en overstromingen in bepaalde regio's. Naar welk scenario we ook kijken, de impact van klimaat is negatief.'

**Koekkoek:** 'We hangen een bedrijfsspecifieke en toekomstgerichte benadering aan. Binnen een sector kunnen er grote verschillen bestaan tussen bedrijven, ook wat betreft de 'carbon footprint', waarbij het belangrijk is wat de langetermijnstrategie van een bedrijf is en of de huidige investeringen al rekening houden met de klimaattransitie. Voor asset managers zijn klimaatoverwegingen een natuurlijke extensie van ESG-integratie en impactbeleggen. En er kunnen hier nog meer stappen vooruit worden gezet.'

## CONCLUSIE

De Ronde Tafel Balance Sheet Management en Asset Management kende vier grote, zelfstandige onderwerpen. Het eerste blok ging over de huidige waarderingen, na de enorme prijsval door de coronacrisis. De algemene visie was dat waarderingen weer aantrekkelijker zijn geworden, zowel voor credits als voor aandelen, maar dat er nog altijd risico's zijn. Aan de andere kant was er wel verschil van mening over de vraag of verzekeraars tactisch gebruik kunnen maken van de lagere instapniveaus. Sommige deelnemers van de Ronde Tafel dachten van wel, andere meenden dat verzekeraars lastig op kortemijnbewegingen kunnen inspelen en slechts kunnen vasthouden aan de langetermijnkoers. De discussie ging ook over de vraag of corona als pandemisch risico goed was ingeprijsd door verzekeraars. Een van de deelnemers merkte op: 'De pandemische stresstesten hadden vooral een focus op het verzekeringsrisico. Corona heeft ons geleerd dat als er schokken komen, deze een ernstigere

economische impact kunnen hebben, omdat er interactie tussen risico's kan ontstaan'. Het tweede blok ging over de Capital Generation Principles. Deze zijn niet altijd duidelijk volgens de deelnemers. Althans, verzekeraars kunnen er op een betere manier over publiceren. Nu kunnen de publicaties leiden tot verwarring bij beleggers. Er ontstond in dit verband discussie over de al dan niet terechte grote afwaarderingen op beurzen van bepaalde verzekeraars. Het derde blok ging over de rol van liquide credits versus het illiquide direct lending. Direct lending was de laatste jaren populair geworden vanwege hogere spreads. Nu credits door de coronacrisis flink zijn afgewaardeerd, slaat de 'trade off' tussen credits en direct loans niet meer per se naar direct lending door. Ten slotte ESG. Iedere deelnemer erkent, bijna vanzelfsprekend, het belang ervan. Diverse deelnemers benadrukten vooral het belang van ESG op instrumentniveau, andere meer op het niveau van de asset-allocatie.