

# RUIMTE VOOR ILLIQUIDE BELEGGINGEN OP DE BALANS VAN VERZEKERAARS

Door Niek Swagers

Door de aanhoudend lage rente hebben illiquide beleggingen op de balans van een verzekeraar een vlucht genomen. Met name levensverzekeraars kunnen profiteren van de illiquiditeitspremie voor het langdurig ter beschikking stellen van kapitaal. Evengoed roept dit de vraag op hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar aankan, zonder dat het risicoprofiel substantieel wijzigt na een financiële schok.

In vergelijking met traditionele categorieën zoals staats- en bedrijfsobligaties, bieden illiquide beleggingen zoals hypotheek een aantrekkelijk verwacht rendement. Daarnaast is het kapitaalsbeslag onder Solvency II, de Solvency Capital Requirement (SCR), voor illiquide beleggingen relatief laag ten opzichte van liquide categorieën met een vergelijkbaar risicoprofiel. Figuur 1 illustreert onder andere dat

Nederlandse hypotheek een betere verhouding tussen het verwacht rendement en het kapitaalsbeslag bieden dan vergelijkbare staats- en bedrijfsobligaties. Dit maakt illiquide categorieën vanuit het perspectief van risico, rendement en kapitaal een aantrekkelijk alternatief.

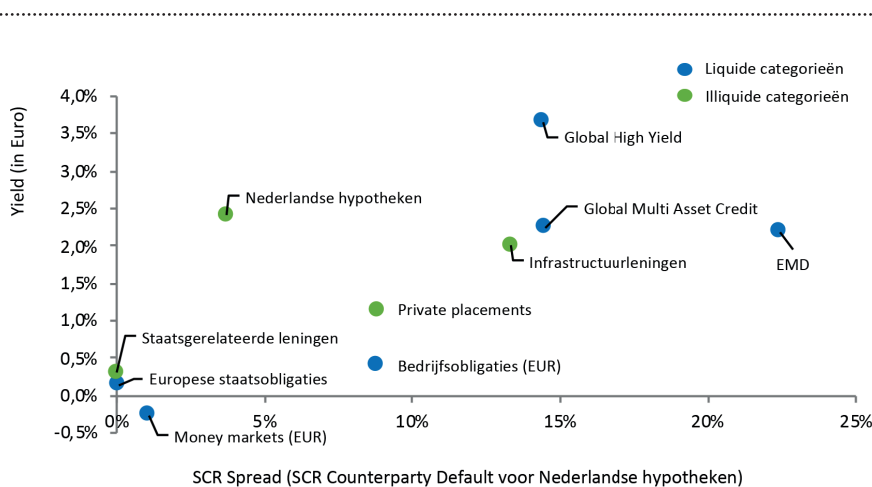
Aan de hoeveelheid illiquide beleggingen op de balans zit wel een bovengrens. Verzekeraars moeten

immers altijd aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dit zijn zowel de uitkeringen uit hoofde van een verzekering als de verplichtingen voor onderpanduitwisseling wanneer bijvoorbeeld het renterisico met derivaten is afgedekt. Daarnaast kan een probleem ontstaan met het herbalanceren van de beleggingsportefeuille wanneer een illiquide belegging niet snel tegen een marktconforme prijs kan worden verkocht. De vraag is hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar op zijn balans aankan. Hoewel het antwoord hierop per verzekeraar verschilt, worden in dit artikel handvatten aangereikt om deze vraag te kunnen beantwoorden.

## INTERACTIE TUSSEN LIQUIDITEIT EN BELEGGINGSSTRATEGIE

Om te toetsen hoeveel illiquide beleggingen een verzekeraar aankan, wordt expliciet rekening gehouden met de grenzen die voortvloeien uit het beleggingsbeleid. De doelstellingen en risicohouding zijn een natuurlijk vertrekpunt voor het definiëren van de strategische beleggingsportefeuille, inclusief onder- en bovengrenzen. Met deze allocatiegrenzen wordt voorkomen dat de beleggingsportefeuille te veel afwijkt van de oorspronkelijke beleggingsstrategie. Daarom toetsen we

**Figuur 1: Rendement versus kapitaalsbeslag voor verzekeraars.**



De punten in de grafiek zijn illustratief, waarbij aannames zijn gebruikt voor het beleggingsbeleid van de getoonde categorieën. Daarnaast is het kapitaalsbeslag voor renterisico hier buiten beschouwing gelaten.

Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management, La Banque Postale Asset Management, juli 2019.

niet alleen of de verzekeraar nog voldoende geld heeft om alle betalingen te doen, maar ook of de beleggingsportefeuille nog aansluit op het gewenste risicoprofiel.

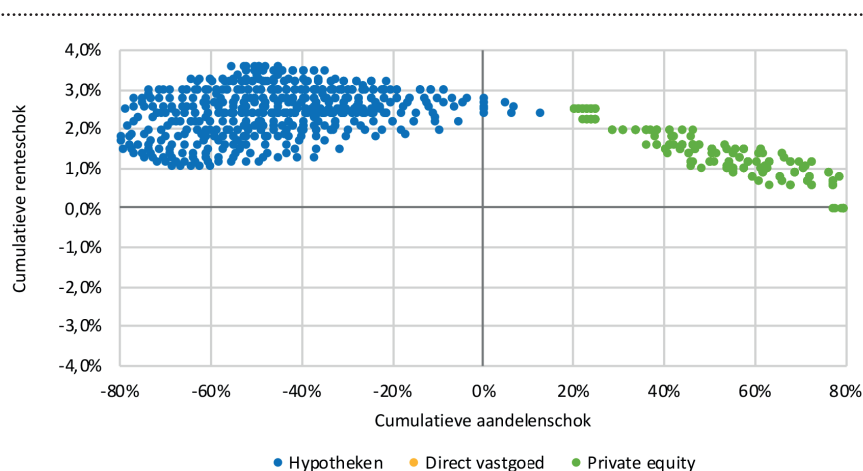
## CLASSIFICEREN VAN BELEGGINGSCATEGORIEËN

Illiquiditeit is een kwestie van gradaties. Er is een schaal waarop beleggingen geclassificeerd kunnen worden als (il)liquide. Sommige beleggingen kunnen binnen enkele dagen tegen marktconforme prijzen worden verkocht, terwijl voor andere categorieën een periode van enkele weken, maanden of zelfs jaren geldt. Voor dit onderzoek is gekozen om de beleggingscategorieën aan te duiden als óf liquide óf illiquide. Zo zijn directe investeringen in hypotheek, private equity en direct vastgoed voor de analyse in dit artikel als illiquide beleggingen aangemerkt. Hierbij wordt geen rekening gehouden met de kasstromen die deze categorieën zelf genereren. Dit betekent dat gewerkt wordt met prudente aannames.

## BEREKENING GRENS ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Voor het onderzoek zijn scenario's ontwikkeld waarmee de impact van veranderingen in rente, aandelen en credit spreads kunnen worden geschat. Dit zijn factoren waar veel verzekeraars gevoelig voor zijn. Per stap wordt een gecombineerde rente-, aandelen- en spreadschok toegepast op alle beleggingen in de portefeuille, waardoor een nieuwe samenstelling van de portefeuille ontstaat. Wanneer een liquide belegging buiten de vooraf vastgestelde allocatiegrens komt, dan wordt de portefeuille geherbalanceerd naar de strategische gewichten. Voor een illiquide belegging is dat niet mogelijk. We blijven vervolgens net zo lang deze financiële schokken doorvoeren totdat een illiquide belegging moet worden verkocht. Uiteraard wordt bij iedere stap rekening gehouden met de benodigde liquide middelen om aan de onderpandverplichtingen voor derivaten te voldoen.

**Figuur 2: Impact voor een gemiddelde Europese levensverzekeraar van aandelen- en renteschokken op illiquide beleggingen die niet meer geherbalanceerd kunnen worden.**



Bron: Aegon Asset Management, augustus 2019.

## UITKOMSTEN

Figuur 2 toont de uitkomsten voor een gemiddelde Europese levensverzekeraar, gebaseerd op gegevens van EIOPA en EY. Naast de omvang van de cumulatieve schokken is ook inzichtelijk gemaakt welke beleggingscategorie ervoor zorgt dat de beleggingsportefeuille niet meer binnen de gestelde strategische grenzen kan worden gestuurd. Zo moeten bijvoorbeeld hypotheek worden verkocht bij een aandelenrendement van -40% en een rentestijging van 1,3%-punt. Eenzelfde rentestijging leidt in combinatie met een positief aandelenrendement van meer dan 40% tot verkoop van private equity. In deze situatie hoeft direct vastgoed niet te worden verkocht omdat de bovengrens van private equity eerder geraakt wordt.

Het gebied in de grafiek waarin geen punten staan, leidt volgens deze analyse niet tot liquiditeitsproblemen, zoals bij een rentedaling in combinatie met een negatief aandelenrendement. De uitkomsten zijn uiteraard erg gevoelig voor de vooraf vastgestelde bovengrenzen voor illiquide beleggingen. Bij ruimere bovengrenzen zoals gebruikt voor de figuur ontstaat minder snel de situatie dat een illiquide belegging verkocht moet worden. Daarnaast hebben andere aspecten, zoals de mate

waarin het renterisico is afgedekt of de scheiding tussen een matching- en returnbalans, grote invloed op de uitkomsten.

## SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Veel verzekeraars hebben de afgelopen jaren hun beleggingen in illiquide categorieën verhoogd. Dit roept de vraag op hoeveel ruimte er is voor dergelijke beleggingen. Om deze vraag te beantwoorden, is een methode ontwikkeld die rekening houdt met het specifieke beleid van een verzekeraar en met schokken op de financiële markten. Uit de analyses blijkt dat voor sommige verzekeraars een hogere strategische allocatie naar illiquide beleggingen niet tot liquiditeitsproblemen leidt. Een andere denkrichting is het verhogen van de bovengrens voor illiquide categorieën als dat past bij de risicohouding van een verzekeraar.»

**Dit artikel is geschreven door Niek Swagers aan de hand van een onderzoek<sup>1</sup> van het Client Investment Solutions team van Aegon Asset Management.**

<sup>1</sup> Zie: <https://www.aegonassetmanagement.com/netherlands/news-and-insights/alternative-view---balance-sheet-management-how-much-illiquidity-can-investors-handle/>