

# Search for Yield **versus** Capital

*De huidige situatie op de financiële markten zorgt voor een uitdagende zoektocht naar rendement voor institutionele beleggers. Verzekeraars en pensioenfondsen hebben verplichtingen naar hun cliënten toe en dienen een rendement te realiseren dat hen in staat stelt aan deze verplichtingen te voldoen. Dit alles wordt geacht te gebeuren binnen de grenzen van hun risicobereidheid en beschikbaar kapitaal. Daarom wordt door deze beleggers doorlopend gestreefd naar een optimale balans tussen rendement, risico en vereist kapitaal. Rendement voor institutionele beleggers is in deze verhouding geen overbodige luxe, maar een must in verband met langlopende verplichtingen waaraan vaak ook nog eens de doelstelling ten grondslag ligt om beschermd tegen inflatie te zijn.*

## Auteurs

Camiel van Roosmalen (r)  
Jasper Hoogenstraaten (l)

Het doel van dit artikel is om na te gaan hoe verschillende beleggingscategorieën presteren ten opzichte van het vereist kapitaal behorende bij de betreffende belegging. Hiertoe wordt in dit artikel allereerst een beeld geschetst van de huidige niveaus van rente en credit spreads. Deze zijn bepalend voor het verwachte rendement op staats- en bedrijfsobligaties en vormen de traditionele beleggingscategorieën voor verzekeraars en pensioenfondsen. Daarna zal worden ingegaan op de regelgeving voor verzekeraars en pensioenfondsen en de

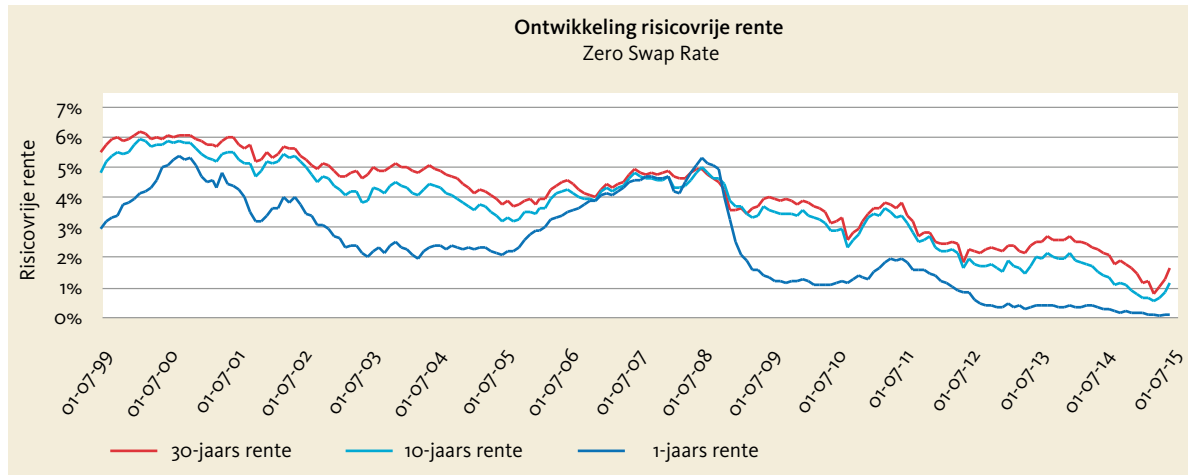
vereisten ten aanzien van vereist kapitaal. Tot slot worden een aantal specifieke beleggingscategorieën besproken en onderzocht hoe deze zich binnen het genoemde speelveld van rendement en kapitaal verhouden ten opzichte van staats- en bedrijfsobligaties.

## Huidige situatie

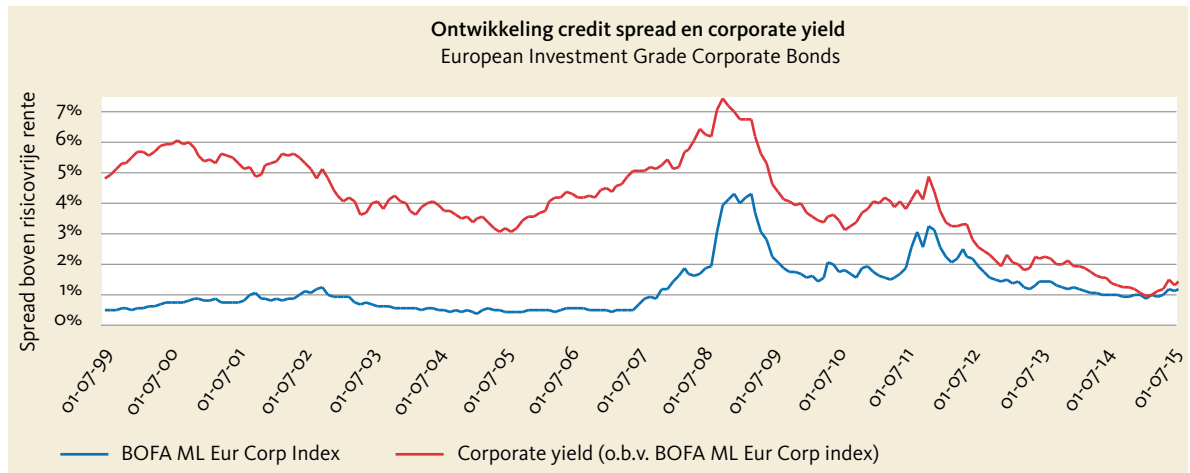
Het aanvangsrendement van vastrentende waarden is inmiddels al meerdere jaren relatief laag te noemen. Tot op heden is dat echter geen belemmering



Figuur 1 Ontwikkeling risicovrije rente 1999-2015 (bron: Bloomberg)



Figuur 2 Ontwikkeling credit spread en corporate yield 1999-2015 (bron: Bloomberg)



gebleken voor mooie beleggingsresultaten. Zowel het renteniveau als de kredietopslag (*credit spread*) zijn de afgelopen jaren namelijk steeds verder gedaald met een waardeinstijging van vastrentende waarden tot gevolg. De ontwikkeling van de risicovrije rente en de credit spread worden geïllustreerd in respectievelijk Figuur 1 en 2.

Figuur 2 toont een dalende credit spread over de periode 1999 – 2015 met uitzondering van een piek in de credit spread in de periode van de kredietcrisis in 2008 en 2009 en een piek in de periode van de eurocrisis in 2011 en 2012. De totale corporate yield voor Europese Investment Grade bedrijfsobligaties is afhankelijk van zowel de rente als credit spreads en toont derhalve een sterk dalende trend over de afgelopen jaren met een piek van ruim 7% in 2008 tot een laagste punt van zo'n 1% in 2015.

De huidige lage niveaus van de rente en rendementen op staats- en bedrijfsobligaties lijken als gevolg van het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank de komende periode aan te houden. Dit vormt een uitdaging voor verzekeraars en pensioenfondsen, die veelal in vastrentende waarden beleggen en rendement nodig hebben om aan hun verplichtingen te voldoen.

Een hoger verwacht rendement is theoretisch haalbaar door meer risico te nemen in de vorm van

zakelijke waarden, sub-investment grade vastrentende waarden of illiquide beleggingen. Vanuit het toezicht op verzekeraars en pensioenfondsen gelden echter eisen aan de hoeveelheid aan te houden kapitaal voor dergelijke beleggingen. Daarnaast kennen met name zakelijke waarden en sub-investment grade beleggingen een volatiel karakter en daarmee geen stabiele basis voor beleggingsrendementen. Bovendien lenen deze categorieën zich minder goed voor gedegen liquiditeitsplanning en beheersing van renterisico in geval van langlopende verplichtingen, die tegen een risicovrije curve worden gewaardeerd.

Illiquide beleggingen resteren als een interessante mogelijkheid om een hoger rendement te genereren. Afhankelijk van de mate van illiquiditeit ontvangt de belegger een extra opslag ten opzichte van vergelijkbare titels die wel verhandelbaar zijn. Aangezien verzekeraars en pensioenfondsen voornamelijk lange termijn verplichtingen hebben, is het voor hen mogelijk interessant dergelijke beleggingen tot het einde van de looptijd aan te houden en de illiquiditeitspremie op te strijken.

Daarentegen geldt dat deze beleggingen lastig te waarderen zijn en wijzigingen in het beleggingsbeleid, die snel uitgevoerd moeten worden, bemoeilijkt worden wanneer een substantieel deel van de portefeuille in illiquide beleggingen is belegd.

## Wet- en regelgeving: Solvency II en FTK

Voor verzekeraars en pensioenfondsen geldt stringente wet- en regelgeving gericht op het waarborgen van een beheerste en integere bedrijfsvoering en een sterke solvabiliteit. Dit toezicht is sterk aan verandering onderhevig en wordt in toenemende mate mede gebaseerd op de risico's in de beleggingsportefeuille. Voor verzekeraars geldt vanaf 1 januari 2016 toezicht conform Solvency II, een Europees toezichtkader. Voor pensioenfondsen geldt het Financieel Toetsingskader (FTK) wat in bijgewerkte vorm van toepassing is per 1 januari 2015.

In beide stelsels zijn er eisen voor de hoeveelheid aan te houden kapitaal. Voor verzekeraars geldt onder Solvency II een zogenoemde Solvency Capital Requirement (SCR) welke de hoeveelheid kapitaal representeert die voldoende zou moeten zijn om de risico's van de betreffende verzekeraar op te vangen met een betrouwbaarheidsinterval van 99,50%. Voor pensioenfondsen geldt een zogenoemd Vereist Eigen Vermogen (VEV), die de hoeveelheid kapitaal vertegenwoordigt, welke voldoende zou moeten zijn om de risico's van het betreffende fonds op te vangen met een betrouwbaarheidsinterval van 97,50% over de periode van een jaar.

Zowel in de SCR als in de VEV wordt er rekening gehouden met risico's voortkomend uit de beleggingsportefeuille. Deze risico's worden gekwantificeerd middels voorgeschreven schokken op het belegd vermogen dat blootstaat aan het betreffende risico. Een overzicht van de betreffende schokken is opgenomen in Tabel 1.

Tabel 1 toont zwaardere kapitaaleisen voor markt-risico's voortkomend uit de beleggingsportefeuille onder Solvency II voor verzekeraars dan onder het FTK voor pensioenfondsen. Dit volgt deels uit het gekozen betrouwbaarheidsinterval wat onder Solvency II hoger is dan onder het FTK (99,50% versus 97,50%). Dit is terug te zien in de voorgeschreven schokken voor de verschillende risico's, welke onder Solvency II zonder uitzondering hoger zijn. Daarnaast valt op dat de voorgeschreven schok op aandelen onder Solvency II een 'symmetrisch dempingsmechanisme' kent wat is gebaseerd op 3-jaars gemiddelde dagkoersen. Dit dempingsmechanisme varieert van -10% tot +10% en resulteert in een hogere voorgeschreven schok op aandelen in geval van gestegen beurskoersen en een lagere voorgeschreven schok op aandelen in geval van gedaalde beurskoersen.

Daarnaast valt op dat ook de aangenomen correlaties tussen rente, aandelen en spread lager zijn onder FTK. Dit lijkt in lijn met de veronderstelling dat correlaties hoger zijn in geval van crisissituaties, die behoren bij een groter betrouwbaarheidsinterval.

Tabel 1 Overzicht kapitaaleisen onder Solvency II en FTK (bron: Triple A – Risk Finance)

	Overzicht marktrisico's en kapitaaleisen	
	Solvency II – SCR	FTK – VEV
Renterisico	Solvency II curve incl. UFR	DNB curve incl. UFR
	Schok (down) 10 jaar: 31%	Schok (down) 10 jaar: 25%
Aandelenrisico	Schok 'Global': 39% + dempingsmechanisme	Schok 'Mature Markets': 30%
	Schok 'Other': 49% + dempingsmechanisme	Schok 'Emerging Markets': 40%
Spreadrisico	Schok o.b.v. rating en looptijd	Schok op basis van rating
	Rating A, looptijd 7 jaar: 10,50%	Rating A: 130 bps
Vastgoedrisico	Schok ad 25%	Schok ad 15%
Valutarisico	Schok ad 25%	Schok ad 15%
Correlaties	Rente <> Aandelen: 50%	Rente <> Aandelen: 40%
	Rente <> Spread: 50%	Rente <> Spread: 40%
	Aandelen <> Spread: 75%	Aandelen <> Spread: 50%

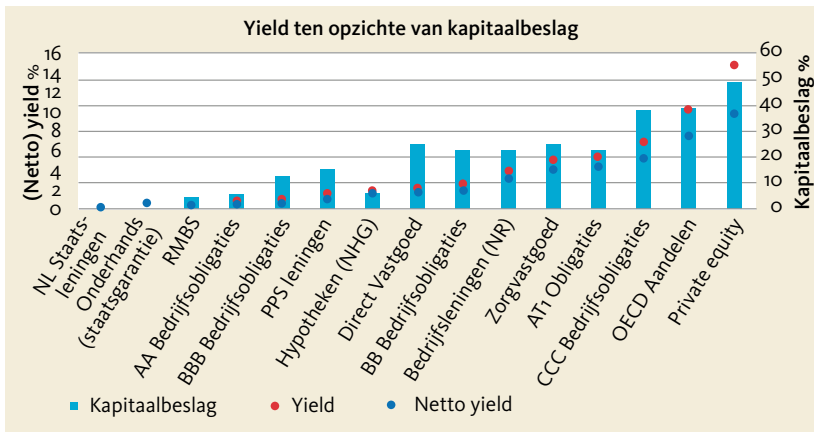
Verder geldt dat bovenstaande marktrisico's onderdeel vormen van een groter geheel aan risico's zoals operationele, zorg-, schade-, leven- en tegenpartijrisico's. Middels een voorgeschreven correlatiestructuur leidt dit tot een totale hoeveelheid vereist kapitaal. De bijdrage van marktrisico's aan deze SCR of VEV is derhalve afhankelijk van de specifieke situatie per partij en is voornamelijk afhankelijk van de gekozen beleggingen en de omvang van overige risico's. De uitdaging is om doorlopend afwegingen te maken ten aanzien van de samenstelling van de beleggingsportefeuille en de hoeveelheid kapitaal, die hier tegenover dient te staan.

### Beleggingscategorieën

Teneinde rendement te optimaliseren binnen de grenzen van de risicobereidheid en het beschikbaar kapitaal kunnen verscheidene beleggingscategorieën worden overwogen. In dit gedeelte van het artikel worden de verschillende beleggingscategorieën onderzocht bij de optimalisatie tussen rendement en kapitaalbeslag onder Solvency II. Er is gekozen voor Solvency II, aangezien dit een grotere mate van diepgang en zwaardere kapitaaleisen kent dan het FTK. De impact van de hoeveelheid aan te houden kapitaal op het rendement is onder Solvency II derhalve groter dan onder het FTK.

In dit artikel wordt met name gekeken naar het netto verwacht rendement wat in dit artikel wordt berekend over het totaal van het aan te houden kapitaal en het belegd vermogen. Meer vereist kapitaal leidt op deze wijze tot een lager netto rendement. Dit kan worden geïllustreerd met een fictief voorbeeld. Stel dat EUR 100 belegd wordt in een categorie met een kapitaalbeslag van 50%. Naast de belegde EUR 100 euro rekenen we derhalve EUR 50 vereist kapitaal. Deze specifieke beleggingscategorie kent een verwacht rendement van 10%. Er dient echter 50 euro voor te worden gereserveerd, waarover geen additioneel rendement verondersteld wordt. Het bruto rendement is in dit voorbeeld derhalve gelijk aan 10% (namelijk EUR 10 rendement

Figuur 3 Yield in relatie tot kapitaalbeslag (bron: OHV Vermogensbeheer)



op EUR 100 belegd vermogen) en het netto rendement gelijk aan 6,7% (namelijk EUR 10 rendement op EUR 100 belegd vermogen en EUR 50 vereist kapitaal). Deze vergelijking wordt voor iedere beleggingscategorie gemaakt teneinde vast te kunnen stellen welke categorieën een interessante balans tussen verwacht rendement en vereist kapitaal kennen.

In Figuur 3 is ons belangrijkste resultaat van de analyse van verwacht rendement versus vereist kapitaal per beleggingscategorie weergegeven.

Bij de onderstaande analyse dient opgemerkt te worden dat in dit artikel het daadwerkelijke risico niet wordt meegenomen. Hoewel het vereist kapitaal weliswaar grotendeels op het risico is gebaseerd, zijn er verschillende punten waarop daadwerkelijk risico en kapitaaleisen uit elkaar lopen. Een voorbeeld hiervan betreft Europese staatsobligaties waarvoor het standaard model van Solvency II geen kapitaalvereiste kent voor spreadrisico. Aangezien deze obligaties wel degelijk spreadrisico kennen, kan niet zondermeer worden uitgegaan van kapitaalbeslag als benadering voor daadwerkelijk risico. Daarnaast geldt als kanttekening dat binnen de opgenomen beleggingscategorieën een breed palet aan individuele instrumenten bestaat. Er wordt in dit artikel bij elke beleggingscategorie uitgegaan van de meest gangbare en in de markt waarneembare karakteristieken. Verder zijn de rendementen gebaseerd op historische rendementen, rendementen waarneembaar in de markt of op specifieke indices. Daar waar de rendementen gebaseerd zijn op historische rendementen, kan het rendement meer zeggen over de specifieke periode dan het instrument in het algemeen.

### Aandelen

Voor de categorie aandelen is uitgegaan van aandelen genoteerd in landen aangesloten bij de OECD. Het verwachte rendement is gebaseerd op de STOXX Europe 600 index. Onder Solvency II geldt een kapitaalbeslag van 39% met een eventuele correctie voor de eerder genoemde demping. Daarmee is ondanks de forse kapitaaleisen nog een relatief hoog verwacht netto rendement van

toepassing voor dit type aandelen. Indien het aanwezig kapitaal dit toelaat en het renterisico op andere wijze kan worden beheerst is dit derhalve een mogelijk interessante categorie.

### Bedrijfsobligaties

Voor deze categorie zijn bedrijfsobligaties geanalyseerd met de volgende kredietkwaliteitsklassen: AA, BBB, BB en CCC. De bedrijfsobligaties met een rating van BB en CCC zijn te bestempelen als High Yield obligaties. Daarnaast zijn achtergestelde obligaties van banken onderzocht, zogenaamde Additional Tier 1 (AT1) obligaties. De rendementen voor bedrijfsobligaties zijn gebaseerd op waarnemingen in de markt.

Bedrijfsobligaties kennen ondanks een groot kapitaalbeslag tevens het hoogste netto rendement. Voor AA obligaties geldt het laagste netto rendement voor zowel obligaties met een korte als lange duratie. De AT1 obligaties kennen eveneens een relatief hoog netto rendement. Aangezien dit obligaties zijn van banken met doorgaans een solide solvabiliteitspositie lijken deze obligaties een gunstige verhouding te kennen tussen risico, kapitaal en rendement. Deze categorieën lijken derhalve voornamelijk interessant voor verzekeraars met relatief kortlopende verplichtingen of als aanvulling op een portefeuille met langlopende verplichtingen, die reeds op een andere wijze worden afgedekt.

### Leningen

Binnen de categorie leningen zijn verschillende varianten geanalyseerd. Een populaire vorm van leningen waarin institutionele beleggers momenteel beleggen zijn onderhandse leningen. De debiteuren op deze leningen zijn instellingen met een staatsgarantie of een impliciete staatsgarantie, zoals gemeenten, ziekenhuizen en woningbouwverenigingen. Het rendement van de onderhandse leningen is gebaseerd op wat er in de Nederlandse markt aan onderhandse leningen aanwezig is (Bloomberg: OHVA). Deze leningen worden door de kopers verzeleken met staatsleningen en bieden een extra rendement van ongeveer 0,4%. PPS leningen zijn projecten met volledige of gedeeltelijke overheidsgarantie. Deze leningen zijn er bijvoorbeeld bij zorginstellingen, woningbouwcorporaties, nutsbedrijven, decentrale overheden en multinationals. Tot slot is er de categorie bedrijfsleningen zonder credit rating. Dit is een brede categorie, die varieert van bedrijven die net te klein zijn voor de openbare obligatiemarkt via MKB tot bedrijven die via crowdfunding geld lenen. De geprognostiseerde rendementen zijn gebaseerd op de analyses van fondsmanagers.

Nederlandse staatsleningen zijn gebaseerd op marktverwachtingen en kennen het laagste verwacht netto rendement, terwijl bedrijfsleningen het hoogste netto rendement hebben. De financiering van bedrijven lijkt daarmee interessant voor verzekeraars en pensioenfondsen, waarmee een alternatief voor het bancaire kanaal mogelijk zou kunnen zijn.

## Vastgoed

De volgende beleggingen in vastgoed zijn geanalyseerd: direct vastgoed, hypotheek met NHG, zorgvastgoed en met hypotheek gedekte obligaties (RMBS). Deze typen vastgoedbeleggingen kennen kasstromen bestaande uit rente, huur en aflossing. Huren kennen een inflatiecomponent waarmee inflatierisico deels kan worden ondervangen. Hypotheken kennen bovendien een dubbele bescherming, namelijk die van de debiteur en die van het onderpand. Tot slot bestaan meer specifieke categorieën zoals zorgvastgoed, waarin een brug wordt geslagen tussen zorginstellingen en institutionele beleggers. De rendementen zijn gebaseerd op de analyses van fondsmanagers en de markt. Zorgvastgoed is een relatief nieuwe beleggingscategorie, waardoor er geen solide historisch rendement voor beschikbaar is.

Beleggingen in direct vastgoed en zorgvastgoed lijken interessante alternatieven voor aandelen, gezien de relatief hogere verwachte rendementen, stabiele kasstromen en relatief lage kapitaalvereisten. Beleggingen in hypotheek kennen lagere verwachte rendementen, maar ook fors lagere kapitaalvereisten en een mogelijkheid tot het afdekken van renterisico's van langer lopende verplichtingen. Deze categorie lijkt daarmee met name interessant voor partijen met langer lopende verplichtingen als alternatief voor obligaties met hogere kredietkwaliteitsklassen.

## Private equity

Tenslotte zijn beleggingen middels private equity geanalyseerd. Het verwachte rendement wordt benaderd door de Major market listed private equity index (LPX). Hoewel deze categorie het hoogste kapitaalbeslag heeft, is het verwachte rendement dermate hoog dat tevens het verwachtte netto rendement het hoogst uitkomt. Hierbij dient opgemerkt te worden dat deze verwachte rendementen gelden voor verrekening van eventuele kosten welke in het geval van private equity investeringen aanzienlijk kunnen zijn. Dergelijke beleggingen lijken derhalve met name geschikt voor portefeuilles waarbij een hoog verwacht rendement wordt nagestreefd en een hoge beschikbaarheid van kapitaal en een hoge risicobereidheid geldt.

## Conclusie

Dit artikel biedt handvaten in de uitdagende zoektocht naar rendement voor institutionele beleggers, die rekening dienen te houden met vereisten ten aanzien van aan te houden kapitaal vanuit Solvency II en het FTK. Door de balans tussen rendement en kapitaalvereisten concreet naar de huidige markt te vertalen, ontstaat een beter inzicht in het netto rendement van de verschillende beleggingscategorieën, waarbij rekening wordt gehouden met de kosten voor het aan te houden kapitaal. Op basis van bovenstaande resultaten komt naar voren dat de volgende categorieën mogelijk attractief zijn op basis van het netto rendement na een correctie voor kapitaalbeslag:

- **Hoog rendement:** private equity, OECD aandelen en bedrijfsobligaties met een CCC rating kennen een hoog kapitaalbeslag, maar tevens een hoog verwacht rendement waardoor het netto rendement nog altijd het hoogst is van de onderzochte categorieën.
- **Gunstige verhouding tussen rendement en kapitaal:** indien gekeken wordt naar categorieën met een beperkter kapitaalbeslag geldt dat vooral AT1 obligaties, bedrijfsleningen zonder credit rating en zorgvastgoed een relatief hoog verwacht rendement kennen ten opzichte van het vereiste kapitaal. Het verschil tussen bruto en netto rendement na correctie voor kapitaalbeslag is voor deze categorieën derhalve beperkt.
- **Laag kapitaalbeslag:** tot slot geldt voor de volgende categorieën (afgezien van staatspapier) het laagste kapitaalbeslag: onderhandse leningen, AA bedrijfsobligaties, RMBS beleggingen en NHG hypotheek. Aangezien hier nog altijd een hoog netto verwacht rendement geldt bij langere looptijden lijkt hier een interessante balans te zijn tussen laag kapitaalbeslag en relatief hoge rendementen.

Voor verzekeraars en pensioenfondsen geldt dat iedere situatie om een specifieke oplossing vraagt waarbij naast rendement en kapitaalbeslag tevens het risicoprofiel en de risicobereidheid in oogen-schouw dienen te worden genomen. Daarbij zal naast de mate van volatiliteit van rendementen tevens worden gekeken naar gedegen liquiditeitsplanning en beheersing van renterisico in geval van langlopende verplichtingen.

De analyses in dit artikel laten zien dat als gevolg van regelgeving de optimalisatie van rendement niet langer alleen door traditionele risico-afwegingen wordt bepaald, maar ook door de uitwerking van kapitaalvereisten. Dit leidt tot een extra dimensie in de keuzes bij het samenstellen van het beleggingsbeleid. ■

## Voetnoten

1. De verwachte rendementen zijn gebaseerd op verwachtingen per december 2015.
2. Bij het bepalen van de rendementen en kapitaalvereisten is een duratie genomen van vijf jaar.

## Noten

1. Camiel van Roosmalen MSc RBA werkt bij OHV Vermogensbeheer en is verantwoordelijk voor Institutioneel Vermogensbeheer en drs. Jasper Hoogenstraaten werkt bij Triple A als Risk Finance Managing Consultant.