

ILLIQUIDE BELEGGINGEN NAUWLETTEND IN DE GATEN HOUDEN

Door Joost van Mierlo

Wat is er alternatief aan Alternatieve Vastrentende Waarden? Met die prikkelende vraag opende dagvoorzitter Roland van den Brink, oprichter van TrigNum, de educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders en bestuursbureaus over Alternatieve Vastrentende Waarden die op 19 juni door Financial Investigator werd georganiseerd.

Van den Brink heeft recht van spreken met bijna dertig jaar ervaring in de sector. Toen hij indertijd begon bij het Shell pensioenfonds, werd er bijna geheel belegd in staatsobligaties en onderhandse leningen. Dat laatste wordt nu gezien als een 'alternatieve' belegging, maar kan volgens Van den Brink net zo goed worden gezien als 'mainstream' beleggen. 'Staatsobligaties komen, gezien het extreme opkoopprogramma, eerder in aanmerking om als niet-mainstream behandeld te worden.'

Op een zonovergoten dag zijn ruim tachtig pensioenfondsbestuurders bij het Congressentrum van Achmea in Zeist aanwezig om bijgeschoold te worden over de voor- en nadelen van vastrentende beleggingen als leningen voor infrastructuurprojecten, onderhandse leningen aan bedrijven, hypotheekproducten en beleggingen in 'distressed debt'.

Dit soort beleggingen wordt gekenmerkt door het feit dat een ontwikkelde secundaire markt ontbreekt. Dat zorgt ervoor dat Frans Dooren, Directeur en CIO van het Nedlloyd Pensioenfonds, op zijn hoede is. Hij geeft leiding aan, in zijn woorden, een van de meest vergrijsde pensioenfondsen in Nederland. Daarmee ligt er een grote

nadruk op de beschikbaarheid van kasstromen. 'We moeten de illiquide beleggingen nauwlettend in de gaten houden', aldus Dooren.

Dat wil echter niet zeggen dat hij beleggen in alternatieve vastrentende waarden uit wil sluiten. Daarvoor is de zoektocht naar rendement ook voor zijn pensioenfonds te belangrijk, maar er zijn wel een aantal hobbels op de weg. Als directeur van een relatief klein pensioenfonds ziet Dooren dat het lastig is om op alle terreinen de benodigde expertise in huis te halen. Zelf heeft Nedlloyd pensioenfonds wel de expertise in huis om met een vertrouwd gevoel in alternatieve vastrentende waarden te beleggen. Die kennis wil het pensioenfonds graag delen met andere fondsen die wellicht op andere terreinen weer meer expertise hebben.

Dooren pleit dan ook voor het vinden van nieuwe vormen van samenwerking tussen pensioenfondsen. Dat kan bijvoorbeeld gaan om samenwerking via het Dynamic Credit Dutch Mortgage Fund (DCDM) of via de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII). Maar het kan wat Dooren betreft ook gaan om directe samenwerking tussen pensioenfondsen.

Alex Neve is Director Fixed Income bij Uninvest. De pensioenfondsen die hij adviseert, geven de voorkeur aan de minder risicovolle vormen van alternatieve vastrentende waarden. Dan gaat het bijvoorbeeld om kwalitatief hoogwaardige gestructureerde en onderhandse leningen.



Deze zijn volgens Neve goed voor het spreiden van risico in de vastrentende portefeuille, waar high yield debt en obligaties in ontwikkelingslanden vaak al een grote allocatie hebben en staatsobligaties onvoldoende renderen.

Het illiquide karakter van de categorie zorgt aan de ene kant voor een premie, maar het zorgt er tevens voor dat het een meer complexe beleggingscategorie is. Ook moet rekening gehouden worden met de veranderende wetgeving in landen als de Verenigde Staten (Dodd-Frank), wat Neve ziet als positief voor investeerders.

Neve eindigt zijn lezing met een reeks vragen voor pensioenfondsbestuurders. De belangrijkste daarvan is wellicht hoeveel illiquiditeit het fonds kan verdragen. Naast alternatieve vastrentende waarden kan een fonds al behoorlijk illiquide posities hebben in bijvoorbeeld vastgoed of private equity. Kan er nog wel meer illiquiditeit bij? Verder is het relevant om de vraag te stellen hoe crisisbestendig dit soort beleggingen zijn en of ze daadwerkelijk renderen in een scenario waarbij rekening wordt gehouden met een oplopende inflatie.

Scenario-analyses komen bij uitstek aan bod tijdens de presentatie van Bruno de Haas, Hoofd Beleid en Onderzoek van Media Pensioen Diensten. Hij schetst een wereld waarin sprake kan zijn van hoge en lage inflatie en van hoge en lage groei. De vier scenario's die dit oplevert – van lage inflatie met lage groei tot hoge inflatie en hoge groei – zijn kenmerkend geweest voor opeenvolgende tijdsfasen sinds de jaren zestig. Verschillende beleggingscategorieën presteren beter of slechter in de verschillende scenario's.

Het is volgens De Haas mogelijk om een volstrekt neutrale houding aan te nemen ten aanzien van de waarschijnlijkheid van de diverse scenario's voor de nabije toekomst. Dat is wat bijvoorbeeld het Amerikaanse hedgefonds Bridgewater heel succesvol doet.

Maar het is ook mogelijk om een meer visionaire scenario-analyse toe te passen. De Haas wijst op de inzichten van de Zweedse econoom Knut Wicksell. Die wijst op de misallocatie van investeringen in een periode waarin de rente gedurende lange tijd relatief laag is geweest. Hierdoor hebben veel onrendabele investeringen plaatsgevonden.

Volgens sommige analyses lopen die inmiddels op tot 10% van het Amerikaanse inkomen. Dat hoeft niet noodzakelijk voor directe problemen te zorgen. Zeker niet zolang centrale banken vasthouden aan hun 'experimentele' beleid van de afgelopen jaren. Maar wanneer de rente stijgt, ligt een recessie met wanbetalingen op de loer.

Volgens De Haas doen pensioenfondsbestuurders er goed aan via de diverse scenario's het eigen beleid beter te onderbouwen. Daar kunnen wat hem betreft ook alternatieve vastrentende beleggingen een wezenlijke rol in spelen.

De dag wordt afgesloten met een voordracht van Annette van der Krogt en Viktor Stunnenberg, respectievelijk Hoofd Verantwoord Beleggen en Lead Portfoliomanager Green Bonds van Achmea Investment Management. Van der Krogt wijst op de toenemende belangstelling van pensioenfondsen om ESG-doelstellingen in hun beleid te verwerken. Ze legt uit dat de Verenigde Naties zeventien Sustainable Development Goals hebben geformuleerd om die doelstellingen te bereiken. Wat Van der Krogt betreft zijn de Sustainable Development Goals een aantrekkelijk uitgangspunt. Ieder pensioenfonds kan een doelstelling uitzoeken die bij de missie van het fonds past.

Wanneer gekeken wordt naar het thema klimaat van de Sustainable Development Goals, zijn Green Bonds een aantrekkelijke beleggingsoptie. Een Green Bond is een obligatie met dezelfde karakteristieken als een 'gewone' obligatie, maar de opbrengsten van de Green Bond worden gebruikt om klimaatvriendelijke projecten te financieren. De markt voor Green Bonds is sterk aan het groeien. In 2008 is de eerste Green Bond uitgegeven door de Wereldbank. Inmiddels is de markt voor investment grade Green Bonds groter dan \$110 miljard.

Stunnenberg legt uit dat niet iedere Green Bond even groen is en investeerders dus waakzaam moeten zijn. Daarom doet Achmea IM haar eigen onderzoek naar de kwaliteit van Green Bonds. Stunnenberg wijst als voorbeeld op een afgelopen jaar uitgegeven Poolse Green Bond die Achmea IM niet als Green Bond kwalificeert vanwege onduidelijkheid over de groene onderliggende projecten en de te summere rapportage.«

