

Performance- en impactkansen in liquide en illiquide credits

Op zowel de liquide als de illiquide creditsmarkt liggen mooie kansen om financieel het verschil te maken, maar ook om in duurzaam en sociaal opzicht impact te genereren.

Door Michiel Pekelharing

Na een heftige rentebeweging is de rust in de wereld van vastrentend beleggen teruggekeerd. Martijn Hesterman, Lead Portfolio Manager Credits bij Achmea Investment Management, en Clemens Braams, Lead Portfolio Manager Illiquid Fixed Income bij Achmea Investment Management, vertellen waar momenteel de kansen liggen in de creditsmarkt. Ook komt naar voren dat beleggers steeds meer oog hebben voor mogelijkheden om impact te genereren via het illiquide segment van deze markt.

Hoe werkt de heftige rentestijging van de afgelopen jaren door in de obligatiemarkt?

Hesterman: 'Binnen vastrentende waarden bewegen rente en koersen traditioneel in tegengestelde richting. In 2022 daalden de koersen hard en maakten beleggers pas op de plaats. Dat gold ook voor de uitgifte van nieuwe obligaties. Veel ondernemingen keken de kat uit de boom. Ze voelden er weinig voor om een obligatie uit te schrijven waarvan de rentevergoeding beduidend hoger lag dan bij de aflopende leningen. Bedrijven die toch geld ophaalden, kozen vaak voor een korte looptijd in de hoop dat ze na de lening snel weer tegen een lagere rente konden herfinancieren. Ook speelde mee dat beleggers minder interesse hadden in het langere segment. Door de grote rentegevoeligheid waren die leningen kwetsbaar voor de sterk fluctuerende rente. Inmiddels is de markt tot rust gekomen. De vooruitzichten zijn positief en je ziet dat bedrijven ook weer leningen met een langere looptijd uitschrijven. Er tekent zich over een brede lijn een duidelijk herstel af. Ondanks de snelle rentestijging, inmiddels alweer zo'n twee jaar geleden, zijn er in het investment grade-segment nauwelijks bedrijven in de problemen gekomen, met uitzondering van enkele vastgoedondernemingen.'

Braams: 'Aan de illiquide kant loopt de cyclus gebruikelijk een paar maanden achter bij die van de liquide creditsmarkt. Binnen de illiquide markt zie je enkele interessante ontwikkelingen. Beleggers krijgen steeds meer oog voor de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding van bepaalde leningen, zoals die van het Waarborgfonds Sociale Woningbouw of leningen vanuit de Export Credit Agency-financiering, vaak afgekort tot respectievelijk WSW- en ECA-leningen. Een belangrijke eigenschap van deze leningen is dat de overheid borgstelling biedt. Via WSW-leningen geeft de overheid een impuls aan sociale woningbouw en aan woningverduurzaming in dit segment. De doelstelling van ECA is om exporterende bedrijven meer zekerheid te geven bij zakelijke transacties over de grens. Door de borgstelling van de overheid is de kredietwaardigheid vergelijkbaar met staatsobligaties. Toch ligt de rentevergoeding wat hoger. Dit is te verklaren door het specialistische en illiquide karakter. Er komt namelijk heel wat bij kijken om te beleggen in leningen die via het WSW zijn geborgd. In Nederland zijn er ongeveer 250 woningbouwcoöperaties die binnen dit segment leningen uitgeven. Die leningen hebben vaak een beperkte omvang en worden via veilingprocessen geplaatst. We merken dat voor veel beleggers de maatschappelijke impact die ze genereren minstens even belangrijk is als die premie. Het marktsegment biedt goede mogelijkheden om onder meer op sociaal vlak het verschil te maken. Sommige pensioenfondsen zien in WSW-leningen een goed middel voor het aanjagen van sociale woningbouw en verduurzaming van bestaande sociale huurwoningen.'

Speelt de aandacht voor duurzaamheid en impactbeleggen ook een steeds grotere rol op de markt voor investment grade liquide credits?

Hesterman: 'Absoluut! Een goed voorbeeld is de groeiende markt van green bonds. Deze bedraagt in de eurozone inmiddels bijna € 900 miljard, waarvan zo'n 40% bestaat uit bedrijfsobligaties. Het overgrote deel van de green bonds heeft relatief hoge kredietratings, zoals staatsobligaties, leningen van overheidsgerelateerde en supranationale organisaties, en een klein deel covered bonds. Daarnaast zien we dat social bonds de duidelijke runner-up zijn binnen het sustainable bonds-spectrum. Ondanks dat de voorwaarden en kenmerken van green bonds zijn vastgelegd in het framework van de green bond principles, is het van groot belang om altijd zelf scherp te beoordelen hoe duurzaam of groen een obligatie is. Binnen Achmea Investment Management hebben we daar ons eigen MVB-team voor. We kijken

bijvoorbeeld heel specifiek of de visie, strategie en intentie van de uitgevende instelling wel kloppen bij het uitgeven van een green bond. Als een land als Polen een green bond uitgeeft, maar tegelijkertijd verkondigt dat bruinkool onmisbaar blijft in de energievoorziening, dan valt dat moeilijk met elkaar te rijmen. Ons MVB-team heeft dan ook de mogelijkheid om een veto uit te spreken als we in een dergelijke obligatie willen beleggen. Ook controleert het of een bedrijf zijn duurzame belofte inlost. Het komt voor dat ondernemingen op papier ambitieuze doelen stellen, maar daar vervolgens niet over rapporteren. Ook dan volgt afkeuring.’

Braams: ‘Die onafhankelijkheid van het MVB-team is van groot belang. Zo voorkom je dat je als fondsbeheerder in zekere zin een slager bent die zijn eigen vlees keurt. Binnen onze organisatie is het green bonds-model doorontwikkeld naar een impactscorekaart. Met die scorekaart beoordelen wij individuele investeringen en fondsen aan de hand van vijf criteria die toepasbaar zijn in elke beleggingscategorie. Daarbij gaat de aandacht in de eerste plaats uit naar intentie en meetbaarheid. Dat zijn de randvoorwaarden voor impactbeleggen. Vervolgens wordt gekeken naar contributie, impact in de reële economie en eventuele negatieve gevolgen die kunnen ontstaan. Daar komt per investering of belegging dan een impactscore uit. Hiermee wordt de maatschappelijke impact niet alleen beter inzichtelijk gemaakt, maar ontstaat ook inzicht in de verschillen binnen een beleggingscategorie. Want de ene green bond is de andere niet. Met de impactscorekaart ontstaat meer grip op de impact die met de belegging gemaakt wordt en kunnen beleggers daar ook keuzes in maken. Of, om in beleggerstermen te spreken, er tilts in aanbrengen. Ook wordt hiermee het zogenaamde ‘impact washing’ voorkomen.’

Meetbaarheid is van groot belang bij impactbeleggen. Maar hoe makkelijk is het om goed inzicht te krijgen in de duurzame voortgang die wordt geboekt?

Braams: ‘In het liquide segment is de rapportage de laatste jaren sterk verbeterd, maar bij illiquide credits moet nog een slag gemaakt worden. Vanaf 2025 treedt echter nieuwe wetgeving in werking die bedrijven voorschrijft om op veel meer duurzame elementen te rapporteren. In WSW-portefeuilles wordt bijvoorbeeld nu al in kaart gebracht in hoeverre woningbouworganisaties de CO₂-uitstoot verlagen. Voor institutionele beleggers is dat van belang, aangezien we weten dat veel pensioenfondsen zich met hun impactbeleg-



CV

Martijn Hesterman

Martijn Hesterman is Lead Portfolio Manager Credits bij Achmea Investment Management. Hij staat sinds begin 2016 aan het roer van de credits-afdeling daar. In zekere zin kwam hij in die rol terug op het oude nest, want tussen 2006 en 2012 werkte hij al als Portfolio Manager bij Syntus Achmea Asset Management. In de tussenliggende periode ging hij aan de slag als Senior Portfolio Manager Government & Government Related Investments bij NN Investment Partners.

gingen voor een groot deel richten op veranderingen dicht bij huis, vooral op sociaal gebied. Dat geldt in geografisch opzicht, maar ook voor de sector waarin een pensioenfonds actief is. Een pensioenfonds in de zorgsector zal met het beleggingsbeleid bijvoorbeeld meer aandacht hebben voor gezondheid en duurzame ontwikkelingsdoelen binnen dit segment. Een tweede aandachtsgebied van Nederlandse pensioenfondsen voor het genereren van impact is opkomende markten. De verklaring daarvoor is natuurlijk dat een investering daar kan leiden tot een veel grotere verbetering van de levensstandaard dan wanneer hetzelfde bedrag in ontwikkelde markten wordt geïnvesteerd. Hier kunnen bijvoorbeeld ECA-leningen een impact maken.’

Waar liggen momenteel de kansen op de credits-markt? En welke rol speelt de Wtp?

Hesterman: ‘Door de felle rentestijging hebben obligatiemarkten een lastige periode achter de rug. Maar de vooruitzichten zijn positief. Vorig jaar kwam het marktrendement op ruim 8% uit, terwijl wij met het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund een rendement haalden van meer dan 10%. Dat verschil van bijna 200 basispunten is enigszins een uitschieter. De afgelopen jaren lag de outperformance op gemiddeld 90 basispunten. Wellicht dat aandelenbeleggers jaloers naar deze outperformance kijken, maar op de markt voor bedrijfsobligaties liggen er veel kansen om met een actieve strategie het verschil te maken. Een goed voorbeeld is de manier waarop we >

inspelen op de uitgifte van nieuwe obligaties. Regelmatig verkopen we een positie van een sectorgenoot met een iets hoger effectief rendement en tekenen we in op een nieuwe plaatsing. Qua portefeuillerisico is er relatief weinig verschil of je positie kiest in bijvoorbeeld autoproducent A of autoproducent B en de impact op de tracking error is verwaarloosbaar. Ook spelen we bijvoorbeeld slim in op marktsegmentatie: passieve fondsen kunnen niet of moeilijk beleggen in bedrijven met een kredietwaardigheid van BB+ of lager. Ook veel institutionele beleggers zijn strikt gebonden aan het onderscheid tussen die high yield-leningen en de meer kredietwaardige investment grade-obligaties. Tijdens de coronacrisis is een groot aantal bedrijven teruggevallen naar het high yield-segment. Veel van deze vallen angels hebben na enkele jaren de financiën weer op orde gekregen en keren nu weer terug naar het investment grade-segment. Wij kiezen positie in dit soort rising stars vóórdat ze promotie maken. Een voorbeeld is streamingdienst Netflix, die in 2023 meerdere upgrades heeft gekregen van rating agencies. De risicopremie – oftewel de spread – van de obligatie met een looptijd tot 2029 is in anderhalf jaar gedaald van ruim 400 tot minder dan 100 basispunten. Momenteel zijn er wat minder rising stars. Het aantal obligatie-uitgiftes neemt, na een rustige periode in met name 2022, nu weer sterk toe.

Braams: ‘De markt voor illiquide obligaties vraagt uiteraard om een andere aanpak. En ook de implementatie van de Wtp werpt z'n schaduw vooruit. Wij richten ons op de markt voor niet-genoteerde investment grade-bedrijfsleningen en op staatsgegarandeerde segmenten zoals WSW en ECA. Deze segmenten van de illiquide credit-markt zijn door de hoge rating wat ons betreft beter in staat om meer illiquiditeit te dragen. Vastrentende illiquide beleggingen worden vaak gezien in de vorm van LBO-leningen, voor de financiering van bedrijfsovernames met een groot deel vreemd vermogen. Deze leningen hebben veelal een kredietwaardigheid van B of lager. Het cumulatieve historische wanbetalingspercentage – oftewel de default rate – voor ondernemingen met een AAA-rating over 10 jaar is 0,497%, volgens kredietbeoordelaar Moody's. Voor entiteiten met een B-rating is dit percentage 100 keer hoger, namelijk 43,34%. Bij ons beleggingsbeleid hanteren we heel duidelijke grenzen voor het verschil van de spread ten opzichte van liquide beleggingen. Omdat we slechts zeer beperkt de mogelijkheid hebben om te handelen en de portefeuille bij te sturen, is het zaak om het speelveld heel breed te houden en om de verleiding te weerstaan om bij wijze van



CV

Clemens Braams

Clemens Braams is Lead Portfolio Manager Illiquid Fixed Income bij Achmea Investment Management, waar hij het illiquid fixed income team sinds 2020 vanaf de grond heeft opgebouwd. Voordat hij er aan de slag ging, werkte hij als Senior Investment Manager bij Aegon Netherlands. Eerder in zijn carrière vervulde Braams verschillende functies bij onder meer Delta Lloyd Asset Management, Holland Capital Management en MN Services.

IN HET KORT

Binnen de credits-markt is veel ruimte voor actieve beleggers om alpha te behalen.

Het is belangrijk om heel specifiek te beoordelen wat het impactpotentieel is van een sustainable bond.

Illiquide credits bieden kans op extra performance, ook binnen de Wtp.

spreken wat meer risico te nemen bij een poging een wereldgoal te maken. Overigens valt er voor ons steeds meer te kiezen. Banken schroeven de kredietverstrekking wat terug en lenen over het algemeen tegen een kortere looptijd uit. Daarnaast zijn veel bedrijven nog wat te klein om obligaties te plaatsen op de liquide markt. Aan de andere kant hebben institutionele beleggers zoals pensioenfondsen nog alle ruimte om de positie in deze leningen uit te bouwen, ook onder de Wtp. Het stelt ze in staat om een hoger rendement te halen dan op de liquide markt voor staats- en bedrijfsleningen, terwijl de kredietwaardigheid vergelijkbaar is.

We merken dat er links en rechts soms wel wat huivering is rond illiquiditeit en de Wtp, maar categorieën als hypotheek, WSW, ECA en private placements bewegen in de meeste gevallen mee met liquide vastrentende beleggingen. Daardoor blijft, in het geval van de Wtp, de verhouding binnen een rentebouwsteen min of meer stabiel in geval van een renteschok. Uiteraard moet daarbij wel rekening gehouden worden met het illiquide karakter en de impact daarvan op de capaciteit om bij te sturen tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille. Maar per saldo zien wij vooral kansen voor zowel liquide als illiquide credits, op zowel performance als impact. ■

Disclaimer

Disclaimer: Deze informatie is alleen bestemd voor professionele beleggers. Dit is reclame. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging aanhoudt. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.