

Hoe interessant is beleggen in hypotheek voor pensioenfondsen? Hebben de Wtp, ESG-doelstellingen en de energietransitie hier nog invloed op? Financial Investigator sprak met Carolien van Eggermond, onafhankelijk pensioenfondsbestuurder en Commissaris van de Nationale Hypotheekgarantie.

Door Jolanda de Groot

‘De afgelopen jaren zijn er diverse grote ontwikkelingen geweest die veel impact hebben gehad. Duurzaam beleggen heeft een vlucht genomen, zowel door de intrinsieke motivatie van pensioenfondsen als door regelgeving. Denk onder andere aan de SFDR en sanctieregelgeving. Daaraan gerelateerd zie je ontwikkelingen op het geopolitieke vlak. Eerst wilden we wereldwijd beleggen en dachten we aan open markten en vrije wereldhandel. Nu zie je weer meer uitsluitingen van landen en van door landen gecontroleerde bedrijven, en een mogelijk kleinere allocatie naar emerging markets.

Benchmarks voor beleggingen in liquide markten worden aangepast aan deze ontwikkelingen. Mogelijk kiezen fondsen daarin bepaalde speerpunten. In ieder geval CO₂-reductie, maar ook biodiversiteit, waterverbruik et cetera. Binnen duurzaam beleggen komt impactbeleggen de laatste jaren sterk op: positief willen bijdragen. Met name de grotere fondsen zijn actief op dat gebied. Veelal gaat het om wat minder liquide asset classes en ook daar kiezen fondsen vaak speerpunten, meestal thema's die gerelateerd zijn aan de achterban van een fonds.

Daarnaast zijn de ontwikkelingen in de derivatenmarkt te noemen, zoals de weg naar verplichte clearing voor nieuwe derivaten en de onzekerheden met betrekking tot Brexit en de gevolgen daarvan voor de

derivatenmarkt. De behoefte aan cash-liquiditeit wordt daardoor groter voor pensioenfondsen. Hier worden dan weer nieuwe producten voor ontwikkeld, zoals cleared repo of geldmarktfondsen.

Tot slot is er de home bias van beleggen in Nederland. De vraag of pensioenfondsen meer in Nederland en de Nederlandse economie wilden beleggen, kwam op gang na de vorige financiële crisis. Pensioenfondsen gingen toen meer in Nederlandse hypotheek beleggen. Nu wordt er veel breder gekeken naar mogelijkheden voor beleggen in Nederland.’

‘Hypotheek zullen naar verwachting een prominente plek behouden. De werkelijke effecten zullen na de transitie nog wat in moeten dalen en er komen mogelijk nieuwe inzichten over hoe hypotheek het beste kunnen worden ingezet in de beleggingsportefeuille. Daarom verwacht ik geen grote in- of uitstappers in aanloop naar de Wtp.

‘Binnen de flexibele premiereregeling zal er mogelijk wat extra aandacht nodig zijn als je in hypotheek wilt blijven beleggen.’

Binnen de solidaire premiereregeling lijkt het logisch om hypotheek te behouden. De spread draagt over het algemeen bij aan een beter matching-rendement en levert deels een bijdrage aan de rente-afdekking. Mogelijk is de liquiditeit een extra aandachtspunt, in relatie tot de rente-



Carolien
van Eggermond

Carolien van Eggermond is actief bij diverse pensioenfondsen als bestuurder, lid van de Raad van Toezicht en lid van de beleggingscommissie. Daarnaast is zij Commissaris van de Nationale Hypotheekgarantie en actief als lid van de Raad van Toezicht van diverse hypotheekfondsen van Achmea.

afdekking, de verplichte clearing en wellicht een andere inrichting van het herbalanceren. Wellicht komen de asset managers en regiepartijen die nu hypotheekbeleggingen aanbieden met oplossingen voor het kunnen omzetten van hypotheekbeleggingen naar tijdelijke liquiditeit. Daarnaast zijn er reguliere en extra aflossingen door leningnemers, waardoor je als belegger hoe dan ook 5% tot 10% vrijval per jaar hebt uit de allocatie. Ook dat geeft flexibiliteit.

Binnen de flexibele premiereregeling zal er mogelijk wat extra aandacht nodig zijn als je in hypotheek wilt blijven beleggen. Zeker wanneer pensioendeelnemers actieve keuzes krijgen in de beleggingsmixen die het pensioenfonds gaat aanbieden. Waarschijnlijk zullen hypotheek dan samen met onder meer investment grade credits en staatsleningen in een structuur komen, waar de bandbreedtes tussen de onderdelen ruim zijn en dus flexibiliteit geven.

‘Dit is lastig aan te geven. Sommige fondsen hebben mogelijk al rond de 10% allocatie naar hypotheek in de totale beleggingsmix, andere fondsen slechts enkele procenten. De Wtp moet zich eerst wat uitkristalliseren en dan kun je kijken hoe een en ander past.

Het ligt ook aan de verdere marktontwikkelingen buiten de pensioenfondsen om. Hoe ontwikkelt Basel III zich voor banken? Hoe ontwikkelt Solvency II zich voor verzekeraars? Wat zijn de ontwikkelingen rond de absolute rente? Ook die ontwikkelingen hebben impact op de spread op hypotheek, in vergelijking met die op andere asset classes. Er zijn veel schuivende panelen in de markt.’

‘ESG heeft nog geen prominente plek in hypotheekbeleggingen. Natuurlijk zien we bij bijna alle geldverstrekkers de behoefte om het gemiddelde energielabel van de onderpanden van de portefeuilleleningen te verbeteren, maar de vraag is of dat echt ESG is. De consument van een bestaande woning met een hypotheek is moeilijk te activeren om extra te lenen voor verduurzaming. De coördinatie vanuit de markt en de overheid is lastig te doorgronden. Daarnaast zijn fysieke klimaatrisico’s wellicht minstens zo belangrijk.

Echter, deze maatregelen kijken eigenlijk alleen maar naar het onderpand, de zekerheid voor de financiering. Vanuit een beleggersoptiek kan dat belangrijk zijn, maar lastig te sturen: het eerste aangrijpingspunt is namelijk de lening. Over het algemeen is de kredietwaardigheid van de consument binnen een hypotheekportefeuille redelijk goed en slechts beperkt afhankelijk van de energiestatus van het onderpand.

Wel zie je dat sommige beleggers slechts leningen willen verstrekken op woningen met een goed energielabel. De vraag is of je dan als belegger echt bijdraagt aan de transitie van slechtere labels naar betere labels.’

‘In de markt zijn er enkele initiatieven geweest die meer gericht waren op de S van ESG, bijvoorbeeld dat ouderen, of jongeren die nu duur huren, makkelijker een lening kunnen krijgen, of diverse andere ontwikkelingen zoals flexibel huren, woongroepen en cetera. Daarnaast zien en zagen we initiatieven en hypotheekvormen rond erfpacht of een tweede hypotheek, waar grond en opstal eventueel worden gescheiden, of rond het participeren als koper samen met een belegger in een woning, waardoor eventuele waarde stijging gedeeld wordt. Dit om de dure koopmarkt aantrekkelijker te maken. In de koopmarkt lijkt dit vooral nog best lastig. We hebben strak in de wet vastgelegde >

criteria voor inkomen, terugbetalen en waarderingen van onderpanden. Daardoor zijn creatievere oplossingen, die buiten het wettelijke acceptatiebeleid vallen, lastig te financieren. Je ziet pensioenfondsen ook hier niet het voortouw nemen: zij stappen veelal in de hypotheekproducten die zich al bewezen hebben.



In de huurmarkt, waar pensioenfondsen ook actief zijn, komen dergelijke initiatieven wellicht wat meer voor. Denk aan beleggen in middenhuur en zorgvastgoed voor de specifieke doelgroepen jongeren en ouderen.

Beleggers in hypotheek zetten vaak rentevaste perioden waar ze in willen beleggen open of dicht bij de geldverstrekker (via de fiduciair manager). De geldverstrekker kan via de prijsstelling in de hypotheekmarkt meer of minder aantrekkelijk prijzen voor de consument. Consumenten die een woning kopen en een hypotheek nemen, kunnen zo goedkoop uit zijn. Maar hoe dit bij renteverlengingen uitpakt, is heel onzeker voor de consument. Als de huidige geldverstrekker een bepaalde rentevaste periode bijvoorbeeld niet wil, kan die een onaantrekkelijke (hogere) rente bieden. Daarnaast zullen dan, als de consument naar een andere geldverstrekker zou gaan, opnieuw advieskosten voor de hypotheek betaald moeten worden terwijl het acceptatiebeleid dan bovendien wellicht is aangepast. Je zit dan als consument toch opgesloten in de lopende hypotheek. Hoe sociaal is dat?

Daarnaast zien we bij scheidingen en overlijdens dat geldverstrekkers doorgaans strakke procedures hebben. Moeite doen om de consument in de woning te laten wonen kan vanuit de regelgeving een uitdaging zijn, maar vanuit de S van ESG wel de voorkeur genieten. Vaak stellen beleggers op dit gebied weinig eisen aan de geldverstrekker. Die eisen kunnen ook ten koste gaan van wat rendement.'

'Dat lijkt me best een lastige opgave. Dit zal toch vooral door wetgeving moeten komen. Denk bijvoorbeeld aan het oplossen van bodem-

verzakking en paalrot bij woningen. Dat is een probleem dat je als pensioenbelegger lastig alleen kunt oplossen. Daar heb je de landelijke en gemeentelijke overheden bij nodig en wellicht oplossingen en subsidies voor hele wijken.

Denk ook aan het beprijzen van CO₂ in de gebouwen zelf in plaats van alleen kijken naar het verbruik

van energie en water van een woning. Dan zijn er wellicht meer initiatieven mogelijk om bestaand vastgoed te veranderen in woningen en vervolgens als koopwoning in de markt te zetten.

Pensioenfondsen en de Pensioenfederatie kunnen wel al aanhaken bij andere partijen die initiatieven op de kaart zetten en politiek de discussies voeren om initiatieven mogelijk te maken voor de financiering van duurzame oplossingen in de huidige markt van koopwoningen.'

'Pensioenfondsen zien zichzelf doorgaans niet als geldverstrekker. Ze 'kopen' leningen die andere partijen geïnitieerd hebben. De vraag is dan wie de lobby doet om de energietransitie verder te ontwikkelen. Veelal zijn dit de regiepartijen die de beleggingsstructuren in de markt zetten. Deels kunnen zij door hun beleggers gestuurd worden, maar vaak haken de beleggers aan bij een partij die ESG naar hun idee voldoende oppakt.

Het is ook lastig het financiële voordeel van ESG te zien voor pensioenfondsen. Over het algemeen kent een lening ook met de huidige energielabels relatief weinig kredietrisico. Je kunt veel energie en geld steken in het verduurzamen van een woning, maar de meerwaarde voor het onderpand komt bij de woningeigenaar terecht. Die heeft misschien zelf al voldoende eigen middelen voor de woningverbetering. Dat inzicht ontbreekt vaak. En stel dat de consument

'Je zit als consument toch opgesloten in de lopende hypotheek. Hoe sociaal is dat?'

een lening voor woningverbetering zou kunnen gebruiken, dan kan door de Nederlandse wetgeving weer een volledig adviestraject nodig zijn om de extra lening te kunnen verstrekken. Dat kan duur uitpakken voor de consument en het voordeel deels tenietdoen.

Kortom, coördinatie en sturing lijkt nodig. De overheid overlegt regelmatig met geldverstrekkers, tussenpersonen, de AFM en de Nationale Hypotheekgarantie om de marktontwikkelingen te coördineren en waar mogelijk te versnellen en te standaardiseren. Zo is bijvoorbeeld de opkomst van zonnepanelen best snel gegaan. Alleen kwamen daarna de problemen van de energienetten, de warmtenetten en de onzekere regelgeving (salderen of niet) om de hoek kijken. Je zult dergelijke zaken in een breder perspectief moeten bekijken. Op veel deelgebieden kunnen pensioenfondsen mogelijk wel bijdragen, maar coördinatie is nodig. De producten en de financieringsconstructies dienen toch elders uitgedacht en gecoördineerd te worden. Pensioenfondsen kunnen daarbij input geven over wat voor hen vanuit risico en rendement kan werken.’

‘Ik denk niet dat hypotheekleningen voor ieder pensioenfonds interessant zijn. Ze zijn net iets complexer dan standaard liquide beleggingen. Vanuit een ALM-optiek denk ik dat het overal zou passen, maar mogelijk heb je toch een bepaalde omvang nodig. Minder dan € 50 of 100 miljoen beleggen in hypotheekleningen kan natuurlijk binnen fondsbeleggingen, maar dan heb je als belegger waarschijnlijk niet of nauwelijks zeggenschap, en wel de illiquiditeit en complexiteit.

Daarnaast kan, zoals ik eerder zei, de liquiditeit in DC-regelingen zodanig zijn dat hypotheekleningen minder passend zijn om op te nemen in de beleggingsmix.’

‘De aantrekkelijkheid van de asset class wordt mede bepaald door de regelgeving die geldt voor andere participanten in de financiële sector, zoals banken, verzekeraars en mogelijk niet-gereguleerde instellingen.

Daarnaast is de zorgplicht jegens de consument een belangrijk aandachtspunt. We zien dat sommige geld-

verstrekkers boetes hebben gekregen voor gedrag in het verleden. Je belegt in een langlopend consumentenproduct, dus rekenschap geven van dergelijke risico's is belangrijk.

Daarnaast denk ik dat de nadruk op lange rentevaste looptijden, zoals we die in de afgelopen jaren gezien hebben, bij pensioenfondsen mogelijk niet altijd terecht is. Lange rentevaste looptijden kunnen een pensioenfonds veel risico's geven, aangezien de leningen veel minder snel afgelost worden dan vooraf ingeprijsd is. Puur in hypotheekleningen beleggen vanwege de duration lijkt me een beperkte blik en doet ook geen recht aan de consument die bepaalde behoeften heeft voor wat betreft rentevaste looptijd. Juist de marge kan voldoende aanknopingspunten geven om in hypotheekleningen te beleggen. Als er dan ook nog constructies bedacht worden door de markt, waardoor grote mandaatbeleggers in hypotheekleningen liquiditeit zouden kunnen krijgen uit de hypotheekleningen (indien nodig als onderpand voor de rentehedges, uit hoofde van derivaten), dan zou dit bij kunnen dragen aan de aantrekkelijkheid van hypotheekleningen onder de Wtp, in plaats van bijvoorbeeld minder renderende staatsleningen.’

‘Dat is lastig te zeggen voor de langere termijn. Er zijn veel woningen nodig, maar of er ook veel gebouwd gaat worden, is onzeker. Blijven ouderen langer thuis wonen of komen er toch meer geschiktere woningen voor deze groep? Dan is er de uitdaging van migratie. En jongeren blijven langer thuis wonen. De vraag is hoe het met de doorstroming gaat. Die ziet er op de korte termijn nog niet heel rooskleurig uit. En wat gaat Den Haag doen met de renteaftrek? Blijft die intact? Hoe gaan we om met de diverse belastingen?’

Daarnaast zijn er de fysieke risico's van te droog, te nat, te warm, te laag, scheuren, paalrot, schaarste van grond, beschikbaarheid van elektra. En hoe gaan de ontwikkelingen van het wegennetwerk en het openbaar vervoer de woningmarkt raken? Wat gaat er gebeuren tussen de diverse geldverstrekkers en regelgeving, en met de huurmarkt?

Maar kijk je verder, over enkele jaren, dan kabbelt het door. Leningen lopen over het algemeen 30 jaar. Er gaat wat af en er komt wat bij, dus op de korte termijn zijn er wellicht slechts wat rimpelingen. De onzekerheid zit toch op de langere termijn.’ ■

‘De aantrekkelijkheid van de asset class wordt mede bepaald door de regelgeving die geldt voor andere participanten in de financiële sector.’