

Zorg voor een eigen visie op de risico's van alternatives

Door Baart Koster Fotografie Peter Putters



Op het seminar van Financial Investigator over Actuele Ontwikkelingen in Vermogensbeheer voor Verzekeraars vormde een paneldiscussie het sluitstuk. Daaruit bleek dat beleggingskeuzes van aanwezige verzekeraars en asset-managers niet meer alleen gebaseerd zijn op een risico-rendementsafweging.

Bij het openen van het debat stelt dagvoorzitter Amba Zeggen vast dat veel verzekeraars een vrij conservatief beleggingsbeleid voeren. Naar alternatieve asset classes, het onderwerp van veel presentaties eerder die middag, wordt nog niet veel vermogen gealloceerd. Dit roept bij haar de vraag op wat verzekeraars ervan weerhoudt om hierin te investeren.

Mohamed Lechkar, werkzaam bij Athora Group, herkent de aantrekkelijkheid van de alternatieve asset classes voor langetermijnbeleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen die eerder tijdens het seminar voorbijkwamen, maar voegt daaraan toe dat juist het inschatten van de risico's van deze beleggingen een uitdaging is waar verzekeraars een antwoord op moeten vinden. Verschillende toezichtkaders, waaronder die van Solvency II, bevatten richtlijnen hiervoor. Het is echter belangrijk om je niet blind te staren op de standaardformule, meent Lechkar. 'Vooral bij Private Debt en andere illiquide assets draait het om het juist kunnen inschatten van de illiquiditeitspremie, die ook wel een complexiteitspremie wordt genoemd. Complexiteit is in wezen het gebrek aan openbare en dus publiek gevalideerde informatie. Als een verzekeraar over een interne infrastructuur beschikt en de knowhow heeft om op basis van private informatie risico's te kunnen inschatten, loopt deze minder risico door niet beschikbare publieke informatie en kan zodoende de complexiteitspremie 'verdiend' worden, terwijl er geen sprake is van verhoogde fundamentele risico's.'

Trede voor trede de liquiditeitsladder op

Dat betekent dat je moet investeren in je risicobeheer, zo blijkt als Lechkar zijn

visie verder ontvouwt. Als je verder kijkt dan de Solvency II-standaardformule bij het beoordelen van de risico's, dan spelen volgens hem drie kernpunten een rol. Ten eerste de vraag hoe je kwantitatief de risico's modelleert, ten tweede de vraag hoe je als verzekeraar met je asset manager samenwerkt om alle relevante drivers van de credit spread te bepalen en data te verzamelen, en ten derde gaat het om de link tussen wat Lechkar 'economisch kapitaal' noemt en liquiditeit. 'Niet alle verzekeraars gebruiken de standaardformule. Hoewel je interne model meer vrijheid biedt dan de standaardformule, val je ook bij gebruik van de standaardformule onder restricties die je niet-economisch zou kunnen noemen, bijvoorbeeld met de dynamic volatility adjustment. Wij tuigen hiervoor een eigen Economisch Kapitaal-programma op. Dat is een significante investering in modellen, dataverzameling, systemen en mensen, zowel kwantitatief gespecialiseerden als kredietanalisten. Het is namelijk niet voldoende dat verzekeraars de 'complexiteitspremie' erkennen. Er is een degelijke risicobeoordeling nodig om deze premie te kunnen scheiden van het deel van het rendement dat verband houdt met het onderliggende fundamentele kredietrisico. Zo'n beoordeling is nodig bij de identificatie van nieuwe beleggingen en is ook op continue basis onmisbaar om de risicoblootstelling te monitoren. We hebben een economisch kapitaalmodel ontworpen dat voortdurend verder wordt ontwikkeld om granulaire inzichten te verschaffen en dat ons in staat stelt de complexiteitspremie te scheiden van het fundamentele kredietrisico. Dit zorgt ervoor dat wij alleen beleggen in hoogwaardige illiquide assets waarvan wij de risico's begrijpen en voortdurend kunnen meten en controleren.'

Een van de constatering voor Lechkar is dat je met behulp van een liquiditeitsladder, die wordt bepaald door de illiquiditeit van de assets ten opzichte van de verplichtingen te analyseren en deze op elkaar af te stemmen, trapsgewijs een onderscheid kunt maken tussen verschillende soorten illiquide beleggingen, waarbij je niet onder druk komt te staan om gedwongen te verkopen. Naast het bepalen van het kapitaalsbeslag, bieden deze modellen ook heel veel inzichten voor het dagelijks



VOORZITTER

Amba Zeggen

Partner Insurance,
Probability & Partners



Erik Jan van Bergen

Managing Director Investments,
VGZ



Neal Hegeman

Hoofd Beleggingsstrategie
& Research,
a.s.r. vermogensbeheer



Mohamed Lechkar

Capital Steering and
Measurement, Athora Group



Erik Leseman

CIO, Aegon Nederland

‘Wij steken onze tijd alleen in managers die met ons aan de slag willen om hun ESG-rapportages goed op orde te krijgen.’

liquiditeitsmanagement en risicomanagement. Een ander niet onbelangrijk voordeel van een dergelijk raamwerk is dat het ervoor zorgt dat een instelling over voldoende liquiditeit beschikt in stressomstandigheden, zodat het ook dan liquiditeit aan de markten kan verschaffen. Ik denk dat verzekeraars hiermee een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan de stabiliteit van het financiële systeem.’

Erik Jan van Bergen beheerst de beleggingsrisico's door het simpel en robuust te houden. ‘De asset classes waarnaar wij alloceren moeten ook te begrijpen zijn voor onze bestuurders. Is dat voor een bepaalde beleggingscategorie niet zo, dan beleggen we daar niet in.’ Dat maakt bijvoorbeeld Nederlandse woninghypotheken vanuit governanceperspectief interessant, vervolgt hij. ‘Onze bestuurders begrijpen de kredietrisico's daarvan. Moeilijk vinden wij daarentegen beleggingen in buitenslands commercieel vastgoed.’ Van Bergen wil met andere woorden een overzichtelijke beleggingsportefeuille die door de cyclus heen gehandhaafd kan worden. ‘Om die reden waren een aantal gepresenteerde oplossingen van vanmiddag niet interessant voor ons’, concludeert hij.

Nederlandse hypotheken simpel?

‘Maar zijn Nederlandse woningen nog wel zo simpel?’ vraagt Zeggen zich af. ‘Kijk naar waar we staan, naar de demografische veranderingen, naar een economische recessie die er misschien aan komt.

We spreken zelfs al van “eating or heating” ‘Inderdaad’, reageert Neal Hegeman. ‘Nederlandse hypotheken en vastgoed zijn nog niet zo eenvoudig als ze wellicht lijken. Als je alleen al naar de opties kijkt die daarin zitten en je probeert daar een waarde op te plakken, dan ga je richting een Bermuda-optie. Dat wordt echt behoorlijk complex. Terwijl het gekke is dat deze beleggingscategorie voor veel mensen heel dicht bij huis voelt, waardoor ze comfortabel zijn met de bijbehorende risico's.’ Veel zorgen maakt Hegeman zich daar overigens niet over, óók niet in het licht van de energiecrisis, omdat hij ook data heeft van de vorige echt grote Nederlandse huizen crisis in de jaren tachtig. ‘We bezitten bijvoorbeeld een NHG-data reeks waarin je terugziet dat kredietverliezen niet meer dan 20 basispunten beliepen. De spread is altijd ruim meer dan 20 basispunten, dus per saldo zou je wat dat betreft een positief rendement op Nederlandse hypotheken kunnen behouden.’

Het grootste risico bij hypotheken zit veeleer in liquiditeit, vervolgt Hegeman. Het toekomstrisico, dat zijn speciale aandacht heeft, is de impact van het klimaat op huizenprijzen en woninghypotheken. Bijvoorbeeld als het om verzakkingsrisico en andere klimaatgerelateerde risico's gaat. ‘Daarover is nog heel weinig bekend. We weten alleen dat het een probleem kan worden voor huizenprijzen en de onderpandswaarde van hypotheken. Naar de omvang daarvan is het vooralsnog gissen.’

En hoe denken de gespreksdeelnemers over ESG, dat inmiddels de norm voor verantwoord beleggen lijkt te zijn? Is het niet, poneert Zeggen prikkelend, een zwendel, omdat de waarde die aan E, S en G gehecht wordt wegens het ontbreken van concrete data maar zeer betrekkelijk is? Erik Leseman weet zeker dat ESG ‘here to stay’ is en beslist geen zwendel. Politiek en maatschappij voeren ook de druk op financiële instellingen op om met ESG te werken. ‘Zelf streven wij ESG vooral na door beleggingen uit te sluiten die slecht zijn voor mens en milieu en door engagement aan te gaan met bedrijven waarvan we denken dat ze meer aan ESG kunnen doen.’

Pas begonnen ontdekkingsreis

Ook streeft Leseman beleggingsgewijs naar climate positive impact door parken



voor windmolens en zonnepanelen, als- ook de stabiliteit van het energienetwerk te financieren. Zeggens opmerking over data onderschrijft hij wél. ‘Daarom zeggen wij tegen asset managers dat we best met ze in zee willen gaan, zolang ze bereid zijn eens per kwartaal of jaar een specifieke matrix op te leveren. Wij steken onze tijd alleen in managers die met ons aan de slag willen om hun ESG-rapportages goed op orde te krijgen.’

Zeggen peilt vervolgens de diepgang van de motivatie om in lijn met ESG te beleggen. Willen de aanwezigen dit zelf ook echt? Of doen ze het omdat het publiek dat wil? Dat eerste, denkt Van Bergen. Onlangs kreeg hij een enquête onder ogen van een grote Amerikaanse verzekeraar waaruit bleek dat ESG-integratie top-prioriteit heeft voor een groot deel van de Europese investeerders.

Dat verzekeraars er op grote schaal mee aan de gang zijn gegaan, wil volgens Van Bergen echter nog niet zeggen dat het gesneden koek is. ‘Integendeel.’ Hij spreekt van een ‘ESG-ontdekkingsreis waaraan we nog maar net begonnen zijn’. Daar moeten verzekeraars zich echter niet door laten ontmoedigen, vindt hij. ‘Zoals de Engelsen het zo mooi zeggen: perfect is the enemy of good. Je moet ergens beginnen. Het is een kwestie van geloof, overtuiging, het neerzetten van kaders én aan de slag gaan.’ Van Bergen merkt, en beluisterde dat óók in eerdere sessies tijdens het seminar, dat mensen bereid zijn inspanningen te leveren voor ESG. ‘Inmiddels is er brede consensus dat duurzaamheid geen rendement hoeft te kosten en dat je er vaak al rendementen mee genereert die in lijn liggen met niet-ESG beleggingen. Soms omdat je met ESG-beleggingen het risico elimineert dat je je kapitaal in stranded assets verliest’, aldus Van Bergen.

Liefst in house oplossen

Eerder op de middag werden diverse alternatieve beleggingen belicht. Zat daar iets bij dat de aandacht verdient in het licht van een verbeterde beleggingsmix, wil Zeggen weten. Voor Hegeman viel er zeker wat inspiratie te tanken gedurende de eerdere presentaties. Zo vond hij de kortlopende alternatieven interessant en prikkelden de toelichtingen daarop hem wel tot na-

denken. ‘Maar heel veel andere alternatieven hebben wij al in onze beleggingsportefeuilles. Alleen doen we dat vaak in-house om zoveel mogelijk de fees, die je anders aan externe vermogensbeheerders zou betalen, binnenboord te houden. Zo hebben wij bijvoorbeeld een uitgebreid Private Debt-team dat leningen origineert en het portefeuillebeheer doet. Daarnaast hebben we juristen en riskmanagers die verstand hebben van deze asset class. Zelf Private Debt doen, kan alleen als je groot genoeg bent. Dat we dit zelf doen, kan betekenen dat we mogelijk niet voor andere alternatieven kiezen die ook interessant zijn. Daarin moeten we keuzes maken.’

Tot slot brengt Zeggen de rol van richtlijnen als IFRS 17 en 9 en Solvency II nog eens ter tafel. In hoeverre laten de gespreksdeelnemers die richtlijnen van invloed zijn op hun beleggingskeuzes? Lechkar typeert deze regelgeving als zeer gedetailleerd, uitdijend en in bepaalde gevallen complex, om eraan toe te voegen dat het hier weer zaak is om daarnaast een eigen visie te ontwikkelen op de risico’s die aan bepaalde beleggingen kleven. ‘Wij letten ook op het economisch kapitaal en de link tussen kapitaal en liquiditeit. Op IFRS en Solvency II staren wij ons niet blind. Ik denk dat een interne visie en investeren in beleggingsexpertise en risicomanagement ook belangrijke drivers zijn voor de keuzes die je maakt, naast regelgeving.’

Vertraging van de transitie

De transitie naar een duurzamere wereld houdt ook de zaal bezig. Gaat die wel snel genoeg is de vraag die Leseman tot slot voorgelegd krijgt. Nee, die gaat niet snel genoeg, denkt hij. ‘Binnen de marge van 1,5 graad opwarming blijven we waarschijnlijk niet meer. Er valt in onze rol bovendien niets af te dwingen, want wij zijn niet degenen die aan de carbon knop bij een bedrijf draaien. Wij zijn degenen die het kapitaal op tafel leggen om dat mogelijk te maken. Jammer is in dat opzicht dat invoering van de CSRD-richtlijn (Corporate Sustainability Reporting Directive) is uitgesteld. Zouden wij sneller over de data over die bedrijven in Europa beschikken, dan zouden wij sneller gerichte engagement-gesprekken met hen kunnen aangaan. Dit uitstel vertraagt helaas de duurzaamheidstransitie.’ ■

IN HET KORT

Bij illiquide assets draait het om het juist kunnen inschatten van de illiquiditeitspremie, ook wel de complexiteitspremie genoemd.

Als een verzekeraar beschikt over interne infrastructuur en knowhow om risico’s van illiquide assets te kunnen inschatten, dan kan de complexiteitspremie verdiend worden zonder verhoogd fundamenteel risico.

Beleggingsrisico’s zijn beheersbaar door alleen te beleggen in asset classes die je begrijpt.

ESG is ‘here to stay’ voor institutionele beleggers.

Het uitstel van de CSRD-richtlijn is een gemiste kans. Het vertraagt de duurzaamheidstransitie.