

De uitdagingen op het gebied van Alternative Fixed Income

DOOR JOLANDA DE GROOT

Financial Investigator stelde Markus Schaen, Senior Fund Manager bij MN, een aantal vragen over Alternative Fixed Income.

Wat verstaat u onder alternative fixed income?

'Dit is een vraag waar hele sessies op alternatives-conferenties aan worden gewijd. Voor de pensioenbelegger werkt een opsomming van niches die onder alternative fixed income vallen minder goed, aangezien de beleggingsmogelijkheden die onder alternative fixed income worden geschaard steeds groeien. Investeringsmogelijkheden die eerst voorbehouden waren aan banken, verzekeraars en gespecialiseerde partijen, worden meer en meer opengesteld voor institutionele beleggers. Derhalve is het beter om je op de kenmerken te richten. Als ik alternative fixed income definieer als de tegenhanger van traditional fixed income, dan onderscheidt alternative fixed income zich van traditional fixed income door de volgende kenmerken:

Traditional Fixed Income:

- Publieke markt
- Hoge mate van liquiditeit (zeker onder normale markt-omstandigheden)
- Categorieën binnen Traditional Fixed Income correleren hoog met andere vermogenscategorieën
- Markten zijn vrij efficiënt, waardoor beta de belangrijkste return driver is
- Eigenaar vermogenstitel heeft meestal een passieve rol

Alternative Fixed Income:

- Publieke en private markt
- In veel gevallen meer illiquide
- Lagere correlatie met andere vermogenscategorieën
- Meestal minder efficiënte markten (waardoor ook de performance-dispersie tussen managers groter is)
- Vaak een meer actieve rol van eigenaar van de vermogenstitel gevraagd
- Vaak complexer'

Welk percentage zouden institutionele beleggers minimaal in alternative fixed income moeten investeren om daadwerkelijk impact te hebben op de performance van de gehele beleggingsportefeuille?

'We hebben zelf geen minimumpercentage voor alternative fixed income bepaald, maar hanteren over het algemeen als stelregel dat elke beleggingscategorie waarin we beleggen of willen beleggen, een materiële allocatie moet hebben. Anders heeft de toevoeging van een nieuwe vermogenscategorie nauwelijks nut en staan de potentiële baten, zoals diversificatie, lagere correlatie en impact op totaalrendement, niet in verhouding tot de directe en indirecte kosten, zoals aandacht vanuit fiduciair en pensioenfondsen. Vaak hanteren we 4% als ondergrens.'

Het illiquide karakter brengt met zich mee dat de beheerder in veel gevallen geen afscheid kan nemen van de vermogenstitel als zaken (dreigen te) verslechteren.



Foto: Ruben Eshuis Photography

MARKUS SCHAEN

Wat is de grootste uitdaging bij het alloceren naar alternative fixed income?

'De grootste uitdagingen zie ik bij het identificeren van de afzonderlijke risico's, het per risico vaststellen van de vergoeding die ter compensatie van dit risico minimaal nodig is en het vervolgens ook verkrijgen van deze vergoeding. Transacties en portefeuilles bevatten zelfs binnen een categorie andersoortige risico's en zijn daarom lastig met elkaar te vergelijken. De uitdaging is hierbij gelegen in het feit dat het meestal private markets betreft en geen openbare markten, hetgeen zijn uitwerkingen heeft op de beschikbaarheid van data. Vergeleken met publieke markten zijn er maar zeer beperkt data beschikbaar. Data zijn meestal managerspecifiek en hebben betrekking op de door hem gerealiseerde rendementen. Door het gebrek aan vergelijkingsmateriaal is het moeilijk deze rendementen te vergelijken met hetgeen de markt heeft gedaan of andere partijen met vergelijkbare portefeuilles. Daarnaast dekken de datareeksen in veel gevallen een niet al te lange periode af. Hierdoor is het lastiger te analyseren hoe een vermogenscategorie beweegt gedurende een hele economische cyclus. De kortere reeksen betekenen ook dat het moeilijker is om het effect van de kwantitatieve verruiming op de rendementen en spreads in te schatten en hiervoor te corrigeren.'

Hoe selecteert u aanbieders van alternative fixed income? Waar kijkt u specifiek naar?

'De factoren waar we binnen onze organisatie bij managerselectie en monitoring naar kijken, hebben we onderverdeeld in de categorieën Parent, Process, People, Performance en Planet (ESG). Bij de selectie van een alternative fixed income manager zullen we aan dezelfde factoren vasthouden. Door de eerder gekenschetste kenmerken van alternative fixed income is het tegelijk inherent dat we anders naar bepaalde factoren kijken dan we gewend zijn bij de selectie van een manager van een meer traditionele fixed income-categorie. Als performance data bijvoorbeeld maar zeer beperkt beschikbaar zijn, portefeuilles nauwelijks met elkaar te vergelijken zijn en er geen representatieve benchmark is, dan moet anders met het onderdeel Performance omgegaan worden. Per search en vermogenscategorie bedenken we dan additionele performance KPI's anders dan het pure rendement. Bij People speelt dat de meeste teams binnen alternative fixed income op niet zo'n lang trackrecord kunnen terugkijken als beheerders binnen traditional fixed income. De teams zijn vaak in de laatste jaren begonnen. Meestal zijn de personen wel al langer actief in de sector, maar hebben ze voorheen gewerkt voor banken en hebben ze nu de overstap naar asset management gemaakt. In

We hanteren over het algemeen als stelregel dat elke beleggingscategorie een materiële allocatie moet hebben.

De vraag overtreft het aanbod, waardoor de kredietnemer kan kiezen uit een ruim aanbod aan kredietverstrekkers.

andere gevallen is de beheerder onderdeel van een verzekeraar. Het team is al langer actief voor het eigen boek in de vermogenscategorie en de verzekeraar heeft besloten de strategie nu voor derden beschikbaar te stellen, hetgeen ook voor extra aandachtspunten in de due diligence zorgt. Een ander specifiek aandachtspunt voor selectie binnen alternative fixed income is sourcing. In veel categorieën binnen alternative fixed income is er schijnbare schaarste, zeker aan goede transacties. De vraag overtreft het aanbod, waardoor de kredietnemer kan kiezen uit een ruim aanbod aan kredietverstrekkers. Dealsourcing is dan een belangrijke kwaliteit van een manager: hoe komt hij tot zijn transacties? Hoort hij bij de eerste partijen die door een begeleidende bank of adviseur gebeld worden bij een interessante transactie? En indien de manager tot dit groepje behoort, waarom is dat het geval? Omdat hij genoeg neemt met een lagere marge of met slechtere documentatie of convenanten? Of omdat het een betrouwbare, langdurige tegenpartij is met prima executiekwaliteiten? Het illiquide karakter brengt met zich mee dat de beheerder in veel gevallen geen afscheid kan nemen van de vermogenstitel als zaken (dreigen te) verslechteren. Dat betekent dat hij naast sourcing-kwaliteiten, ook over kwaliteiten moet beschikken om de zaken goed te monitoren, bij te sturen en indien nodig in te grijpen en een actieve rol in de workaround moet kunnen spelen om een goede recovery-waarde te realiseren.' «

Alternative Fixed Income kenmerkt zich door een sterkere nadruk op de private markt, een hogere mate van illiquiditeit en een lagere correlatie met andere vermogenscategorieën. Daarnaast zijn de markten voor Alternative Fixed Income minder efficiënt en vereisen ze een meer actieve rol van de eigenaar van de vermogenstitel.

Wij beleggen alleen in categorieën die een materiële allocatie hebben.

Het gebrek aan data over private markten vormt een uitdaging bij het alloceren naar Alternative Fixed Income.

Bij selectie en monitoring kijken we naar de categorieën Parent, Process, People, Performance en Planet.