

PENSIOENFONDSEN MOETEN WEER MEER ZELF DOEN

Door Harry Geels

Het seminar *The Opportunities in Alternative Fixed Income in a Low Yielding Environment* van Financial Investigator werd voorgezeten door Roland van den Brink, Manager Beleggingen bij Appolaris. Na afloop van het seminar spraken we met hem over wat in zijn ogen de interessantste onderdelen van de markt van de alternatieve obligatiebeleggingen zijn. Ook de belangrijkste conclusies van de dag bleven niet onbesproken. Een daarvan was dat pensioenfondsen in bepaalde segmenten weer zelf moeten beleggen.

ALTERNATIVE FIXED INCOME WORDT ALS EEN SOORT MAGISCHE FORMULE AANGEREIKT AAN BELEGGER OP ZOEK NAAR EEN ALTERNATIEF VOOR DE LAAGRENDERENDE 'VEILIGE' OBLIGATIES.

'Het aardige is dat door de geschiedenis heen het begrip 'alternative' wisselt. In het boek 'Aegon - 100 jaar verzekeren' werd een lening aan Zuid-Amerika niet als een probleem gezien. Nu noemen we deze beleggingen EMD of alternatief. Toen ik begon bij Shell Pensioenfonds in 1985 bestond 90% van de beleggingen uit onderhandse leningen. Nu vallen deze ook in de categorie alternative. Vóór de invoering van de euro was het beleggen in Europese overheidsgerelateerde instellingen - waar het óók om de valuta ging - een standaard onderdeel van het vastrentende beheer. Nu doen hedge funds dit via actief beheer. Kortom, het is jammer dat het woord is uitgevonden, waardoor het net lijkt alsof beleggingen die vroeger intern gewoon waren nu ineens iets speciaals zijn. Maar helaas vrees ik dat het 'here to stay' is. Eigenlijk zouden we staatsleningen alternatief moeten noemen. Ze zouden geen risico hebben, terwijl de geschiedenis aantoont dat er maar enkele landen zijn geweest waarvan de obligaties nooit in 'default' zijn geraakt. Zelfs Duitsland heeft twee keer zijn staatsleningen afgestempeld. We mogen van de toezichhouder echter nooit de zekerheid van staatsleningen ter discussie stellen. Nederland is beslist geen vrij land wat dat betreft.'

MAAR DOOR DE DESINTERMEDIATIE KOMEN ER TOCH NIEUWE BELEGGINGSCATEGORIEËN ALS HYPOTHEKEN EN LENINGEN AAN BEDRIJVEN BIJ?

'De wereld is altijd aan het verschuiven. Zoals gezegd verschaften pensioenfondsen in de jaren zeventig en tachtig ook leningen aan instellingen. Die markt is toen langzaam overgenomen door de banken, die zich nu weer terugtrekken. De cyclus herhaalt zich dus. Voor hypotheeken idem dito. Het verandert altijd: in de jaren tachtig hadden we LBO's, toen kwamen de hedge funds en nu hebben we het over alternative fixed income en alle mooie beleggingscategorieën die daartussen hebben gelegen. Volgens mij zijn de meeste van deze categorieën vooral uitgevonden om meer vergoeding te vragen. Als ik toch gedwongen word één categorie als alternatief te bestempelen dan is dat handels- of exportfinanciering. Om dit te kunnen doen, is specifieke kennis nodig.'

PASSIEF BELEGGEN IS DE LAATSTE JAREN OOK STEEDS POPULAIRDER GEWORDEN. IMPLICIEERT ALTERNATIVE FIXED INCOME ACTIEF BEHEER EN BOTST DAT DAN NIET MET DE TREND NAAR MEER PASSIEF BELEGGEN?

'Er is een groot misverstand bij het begrip 'actief beheer'. Ik maak onderscheid tussen risicobeheer en actief de benchmark verslaan. Veel pensioenfondsen beleggen niet meer in de Zuid-Europese landen vanwege het risico. Maar in de strikte definitie is dat

De grootste valkuil van passief beleggen vind ik dat de belegger zijn verstand uitzet.

versus de marktindex flink actief beheer. Risicobeheer is juist bij bijvoorbeeld bedrijfsobligaties, directe leningen en EMD belangrijk. Een eventuele default wil de belegger immers te allen tijde voorkomen. Maar dit krijgt vaak de noemer van actief beheer. Verder bestaat er bijvoorbeeld bij hypotheekleningen geen nauwkeurige benchmark, dus hoe moeten we het beheren van een hypotheekportefeuille dan beoordelen?

De grootste valkuil van passief beleggen vind ik overigens dat de belegger zijn verstand uitzet. Sterker nog, er is hier geen regel die de belegger ertoe aanzet na te denken bij passief beheer. De benchmark wordt zo goed mogelijk gevolgd en verder niets. Iemand die lange tijd niet nadenkt vergroot langzaam het kennisgat tussen zichzelf en de vermogensbeheerder. Dit realiseert hij zich pas bij de volgende crisis. ETFs zijn een vorm van passief beleggen die de schijnzekerheid van liquiditeit biedt. Maar de meeste obligatiecategorieën zijn helemaal niet zo gemakkelijk verhandelbaar. ETFs veranderen daar niets aan. Hier zou weleens de volgende crisis uit voort kunnen komen: ETF-beleggers die met z'n allen naar de uitgang rennen. Markten hebben de neiging vroeg of laat een keer de barst in het systeem te zoeken.'

WELKE VORMEN VAN ALTERNATIVE FIXED INCOME ZIJN IN UW OGEN HET MEEST INTERESSANT?

'Hypotheekleningen zijn interessant omdat de looptijd hiervan goed 'matcht' met die van de verplichtingen. Ik denk overigens dat de meeste beleggers die nu nog in hypotheekleningen willen beleggen laat zijn, want deze markt heeft de laatste jaren een enorme toestroom aan geld van pensioenfondsen gekend. Wie nu instapt, komt waarschijnlijk niet boven de 2% netto rendement uit. Het interessantste zijn de grotere markten, zoals directe bedrijfsleningen aan middelgrote en kleine ondernemingen (SME's), zowel in de Verenigde Staten en Europa als in opkomende markten. Een derde categorie zijn leningen met een onderpand, omdat die extra zekerheid bieden. En ten slotte is het jammer dat het beleggingsinstrument 'onderhandse leningen' waarmee pensioenfondsen zo succesvol waren, bijna geheel van het toneel is verdwenen. Hetzelfde geldt voor de kennis, waardoor pensioenfondsen voor dit segment nu weer dure vermogensbeheerders moeten inhuren. Infrastructurele debt wordt ook vaak door anderen als interessant bestempeld, maar ik ben hier

altijd wat bezorgd over de politieke risico's. Er worden tijdens de lange looptijden van dergelijke leningen door overheden nog wel eens regels veranderd, waardoor de voorgeschatelde rendementen flink lager kunnen uitpakken.'

TIJDENS HET SEMINAR WERDEN DIVERSE VORMEN GEPRESENTEERD MET ALS KENMERKEN HOGERE YIELDS ÉN LAGERE RISICO'S DAN BIJVOORBEELD INVESTMENT GRADE OF SOVEREIGNS. ALS IETS ER TE MOOI UITZIET OM WAAR TE ZIJN...?

'Ja en nee. Arbitrage is bij vastrentend altijd al een natuurlijk proces geweest, waardoor rendement en risico altijd wel met elkaar in lijn liggen. Maar 1% extra met minder risico is vaak te mooi om waar te zijn. Die 6 tot 8% rendement in lokale valuta die tijdens het seminar genoemd werd voor bedrijfs-

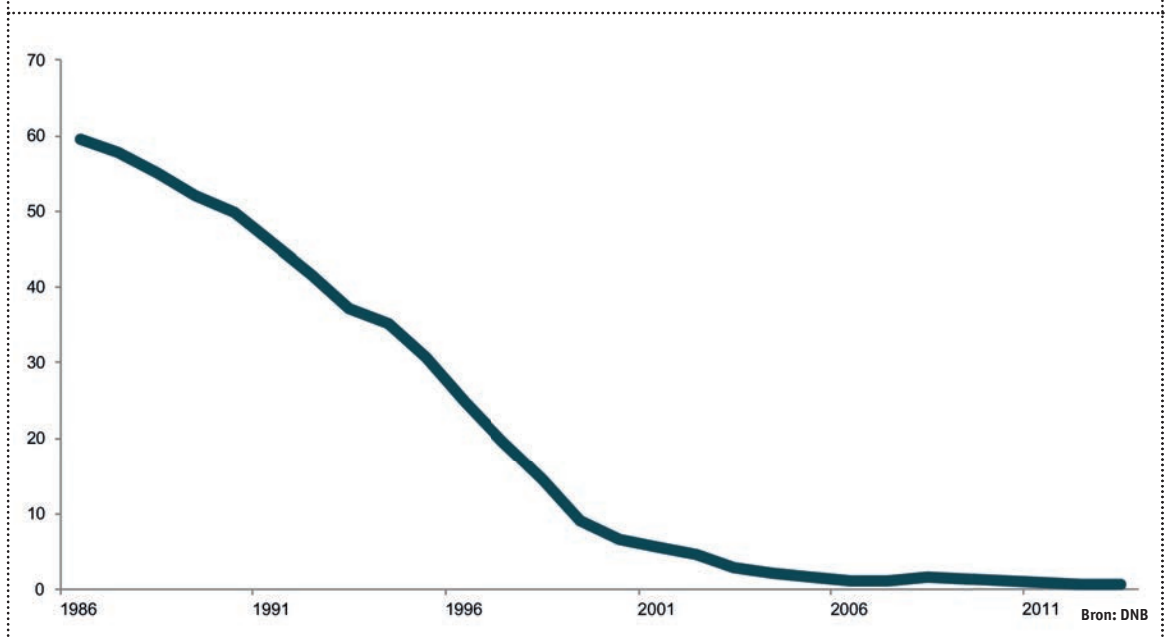
Foto: Archief Appolaris



CV

Roland van den Brink, Manager Beleggingen bij Appolaris en oprichter van TrigNum, is ruim 30 jaar betrokken bij het pensioenbeleggen. Vroeg in zijn carrière werkte hij voor Shell pensioenfondsen waar hij een Fixed Income Arbitrage Tool (FIAT) ontwikkelde dat bijna twintig jaar in gebruik bleef. Met Van den Brink als CIO van PME won het fonds de 2006 European IPE Award 'Best use of Fixed Income'. Daarvoor werkte Van den Brink onder andere bij MN en was hij vier jaar lang voorzitter van het Actuariële Genootschap.

Figuur 1: Niet eens zo heel lang geleden - Allocatie naar onderhandse leningen



leningen aan Amerikaanse SME's is hiervan een voorbeeld. Deze rendementen worden in de praktijk niet gehaald. Het duurt namelijk meestal zo'n een tot twee jaar voordat al het geld in dit segment is belegd. Het bijna-nulrendement dat op de niet belegde gelden wordt gehaald, wordt in dergelijke percentages niet meegerekend. De rendementen tijdens de crisis ontbreken bij de mooie rendementsstaatjes ook vaak. Er zijn maar een paar uitzonderingen om mooie rendementen, gegeven de risico's, te boeken in de obligatiemarkten, zoals bijvoorbeeld het openstellen van de Amerikaanse obligatiemarkt begin jaren tachtig met iconen als Michael Milken. Andere kansen waren de Brady bonds en in sommige opzichten het QE-programma van de ECB. Dat laatste gaat overigens niet zozeer over een verschil in rendement, maar over het veranderen van de risico's.

WAAR MOETEN PENSIOENFONDSEN VOLGENS U OP LETTEN BIJ HET SELECTEREN VAN ALTERNATIVE FIXED INCOME MANAGERS?

'Dat men zelf intern voldoende kennis heeft om deze managers te beoordelen. Te vaak wordt gedacht dat je met selectie óók kennis in huis haalt. Maar als je niet uit de vastrentende hoek komt, is de afstand te groot voor een verantwoorde aansturing. Hoe blijkt dat? Welnu, er zijn nog steeds partijen die de zogeheten 'bucket'-benadering promoten voor de renteafdekking met frequente rebalancing. Dit is prachtig voor de omzet van de manager, maar met zes swaps kan 99,8% van de prijsgevoeligheid van de verplichtingen nagebootst worden. En dat kan vrij passief omdat pensioenuitkeringskasstromen niet zo sterk fluctueren. De mate van afdekking wordt bepaald door

de omvang van de swappositie. Maar hoe kan worden gecontroleerd of dit goed verloopt? Ik raad altijd aan zelf alles goed te controleren. Niet geheel toevallig: controleren bevat het woord leren!'

U WAS VOORZITTER VAN HET EERDER GENOEMDE SEMINAR OVER ALTERNATIVE FIXED INCOME: WAT WAREN DE BELANGRIJKSTE CONCLUSIES?

'Voor mij was het meest aansprekende verhaal tijdens een van de presentaties de stellingname van Eduard van Gelderen, CIO van APG, die stelde dat pensioenfondsen weer zelf zaken moeten doen. Ik refereerde eerder aan de 'onderhandse leningen', aan bijvoorbeeld instellingen, ziekenhuizen, gemeenten en zorginstellingen. Een eclatant succesnummer. Waarom zouden we die route niet weer inslaan? Ik heb nooit duidelijke cijfers gezien waaruit blijkt dat bij uitbesteding aan externe managers de beleggingsresultaten beter worden. Een ander voordeel van meer zelf doen, is dat het kennisniveau van het pensioenfonds weer omhooggaat. Dit is overigens geen pleidooi om alles weer zelf te doen. Maar wél om voor de bijvoorbeeld hier besproken obligatie-segmenten weer het heft in eigen hand te nemen. Een andere 'takeaway' was dat bedrijfsleningen aan SME's nog steeds een rendement bieden waar aandelen jaloers op zullen zijn, hoewel die in de praktijk niet zo hoog zijn als in theorie wordt voorgeschoteld. Dat is interessant, niet alleen uit rendements- maar ook uit spreidingsoogpunt. Want de drie inleidende sprekers van de conferentie waren duidelijk over de toekomst: door het extreme monetaire beleid hangt er een nieuwe crisis in de lucht.' «