



VOORZITTER: Pim Poppe, *Probability & Partners*

DEELNEMERS: Erik Jan van Bergen, *Coöperatie VGZ*
Alexander Duckwitz, *Allianz Global Investors*
Gerard Moerman, *Aegon Asset Management*

ALTERNATIEVE ASSET CLASSES KRIJGEN STEEDS VAKER EEN PLEK IN BELEGGINGSSTRATEGIEËN

Door Baart Koster

Tijdens de paneldiscussie op de educatieve Live Uitzending voor verzekeraars richtte de aandacht zich op veranderende beleggingsstrategieën, verschuivingen naar illiquide asset classes en het toenemende gewicht van ESG-beleggingen binnen de totale asset-allocatie van verzekeraars. Toen dagvoorzitter Pim Poppe informeerde hoe open minded bestuurders eigenlijk zijn met betrekking tot nieuwe beleggingsstrategieën, ontspon zich een veelzijdig debat.



‘Staat uw bestuur naar uw mening voldoende open voor nieuwe beleggingsstrategieën?’ Poppe, consultant bij Probability & Partners, verheldert die vraag vervolgens door eraan toe te voegen dat er dan minimaal over gesproken moet worden binnen het bestuur. Het is een enquêtevraag die zowel aan het publiek in de zaal als aan de online deelnemers aan de educatieve Live Uitzending wordt voorgelegd. Opvallend is dat beide groepen hetzelfde antwoordden. Ruwweg 75 procent houdt instemmend het groene briefje omhoog. Een hoopgevende score, want in de mêlée aan veranderingen waarmee verzekeraars te maken hebben, is een progressieve bestuurshouding nuttig en zelfs noodzakelijk.

Gerard Moerman, Head of Fiduciary Services & Investment Solutions bij Aegon Asset Management, spreekt veel met klanten en hij kan bevestigen dat besturen de strategische discussie inderdaad al voeren. Het is een ‘moving target’ zegt hij. De traditionele alternatieve beleggingsstrategieën zijn vastgoed, private equity en hedge funds. De laatste jaren ziet hij ook in de fixed income-hoek steeds meer alternatieven opkomen. ‘Dat komt voornamelijk door de veranderende regelgeving, waarbij banken strikter op hun kapitaal moeten letten’, zegt Moerman. ‘Dit betekent dat er andere geldschieters nodig zijn om bijvoorbeeld SME-lending van de grond te krijgen. Door die ontwikkeling zijn er meer financieringsalternatieven ontstaan en je ziet institutionele beleggers ook meer in die richting opschuiven. Ik verwacht dat deze trend de komende jaren verder zal doorzetten.’

Solvency II: steeds vriendelijker voor nieuwe asset classes

Verzekeraars hebben in toenemende mate hypotheekbeleggingen op hun balans staan. Logisch, want die bieden verzekeraars met de lange rentevaste perioden een relatief hoog rendement en

verminderen met hun verplichtingen de looptijdismatch. Inmiddels is die balanspost dan ook een no-brainer geworden. Moerman: ‘De stap die daarop volgt, is een volgende asset class die gaat helpen bij het verder spreiden van risico’s.’ Alexander Duckwitz, Director Insurance Advisory EMEA bij Allianz Global Investors, haakt daar instemmend op in. ‘Een van de sprekers tijdens deze Live Uitzending zei al dat de definitie van core assets door de tijd heen verandert. Andere creditstrategieën passen goed in het ALM-beleid van verzekeraars. Bovendien is de afgelopen jaren het Solvency II-ramwerk veranderd en vriendelijker geworden voor bepaalde asset classes, zoals infrastructure debt. Ik verwacht dat dergelijke beleggingscategorieën attractiever worden voor verzekeraars en andere beleggers. Of Solvency II zich daarmee dichterbij een meer realistische afspiegeling van risico toe beweegt, dat betwijfel ik. Maar het geeft in elk geval een goede prikkel voor verzekeraars om in alternatieve asset classes te beleggen.’

En welke kaart trok Erik Jan van Bergen, CIO bij Coöperatie VGZ na de vraag van Poppe? Rood of groen? ‘Geen van beide. Ons bestuur heeft door de hectiek rondom Covid-19 minder ruimte om naar nieuwe beleggingsstrategieën te kijken. De ambitie die onze verzekeraar heeft, is om met de beleggingsresultaten minimaal de inflatie bij te houden. Die resultaten staan uiteraard onder druk van de zeer lage rentes, wat ook ons noopt om naar andere asset classes te kijken. Aan de andere kant: wij zijn een zorgverzekeraar en geen beleggingsfonds. We willen vanuit onze investment beliefs begrijpen waarin we beleggen. Veel van de strategieën die vandaag voorbijkwamen, doe je er niet eventjes bij. Daar zijn ze simpelweg te complex voor.’ Van Bergen heeft dus oog voor nieuwe strategieën, maar streeft er primair naar om het beleggingsbeleid zo simpel mogelijk te houden.

Poppe herkent de verschuiving van perifere beleggingen naar het hart van de portefeuille. Er is meer vertrouwdheid met alternatieve asset classes ontstaan, ziet hij. 'Bovendien wegen ze minder zwaar voor je balanskapitaalvereisten en hebben we de bijbehorende yield gewoon nodig. Je ziet de ruimte van wat core-beleggingen zijn, veranderen ten opzichte van wat perifere beleggingen zijn.' Hij wijst ook op een belangrijk verbeterpunt: de regelgeving is volgens hem 'niet helemaal klip en klaar'. Poppe: 'Ga je met je economische kapitaal in je interne model naar de regelgever met de vraag 'mag ik dit op deze manier doen?', bijvoorbeeld bij een risicorating op een private debt-portefeuille, dan heb je nogal eens een ingewikkelde en langdurige discussie. Wat wel en niet toegestaan is, blijft vooralsnog vaak een judgemental verhaal. Dat mag best wat transparanter en duidelijker.'

Baken bij beleggingskeuzes

Dynamiek door veranderende wetgeving en een door de lage rente verhevigde search for yield in een sector waar de concurrentie toeneemt; het maakt balansmanagement en vermogensbeheer tot 'simultaanschaken', zoals Moerman het formuleert. Alleen al het groeiend aantal beleggingsalternatieven vergt veel besluitvorming. Hoe komen de gespreksdeelnemers, die Poppe als top-down denkers typeert, strategisch uiteindelijk tot een asset-allocatie en tot een concrete invulling op beheerniveau? Van Bergen schetst dat proces in vier stappen. 'In het kader van de search for yield overdenken wij eerst de vraag hoeveel illiquiditeit we op onze balans kunnen hebben. Daarover moet je samen met je bestuur helderheid creëren. Heb je als verzekeraar meer illiquiditeitsruimte dan de 10 tot 20 procent die veel beleggers in Nederlandse woninghypotheken stoppen, dan ga je nadenken over andere producten die daarbovenop nog beschikbaar zijn. Dat is niet ingewikkelder dan een rondje langs de verschillende asset managers. Vervolgens komen vanuit onze investment beliefs de volgende vragen aan de orde: begrijpen wij de voorgestelde alternatieven, waar kunnen we iets mee en wat laten we liggen

omdat we het simpelweg te complex of onvoldoende rendabel vinden? Als laatste stap in het proces bepaal je of je je beleggingskeuze gaat implementeren via interne beleggingen of dat je die bij een externe asset manager uitzet.'

Voor Moerman ligt het iets anders, want hij is meer asset manager dan asset owner en dus is hij zelf verantwoordelijk voor de inhoudelijke beleggingskeuzes. 'Daar komt veel bij kijken, want je praat niet louter over risicomanagement. Je hebt ook te maken met accountingregels en met je solvabiliteitsratio, waarvan je niet wilt dat die te volatiel is omdat je anders met veel politieke druk te maken krijgt. Je werkt dus met verschillende frameworks en kijkt naar veel meer dan alleen de risico-rendementsverhouding van een allocatie. In dat langdurige proces ondersteunen wij verzekeraars, waarbij je met veel afdelingen communiceert en veel randvoorwaarden moet invullen voordat je tot je uiteindelijke keuze komt.' Die lange duur is Moermans overigens geen doorn in het oog, want dat past natuurlijk goed bij langetermijnbeleggingen. 'Wel lastig was dat we dit jaar door Covid-19 minder opportunity hadden om liquide assets tegen aantrekkelijke koersen te kopen. De 'window of opportunity' is in die assets heel kort. Bij een langduriger besluitvormingsproces mis je zodoende de kans om op basis daarvan een keuze te maken, zodat je uiteindelijk weer terugkomt op meer perifere illiquide asset classes.'

Het begin van een ontdekkingsreis

Duckwitz vertelt dat hij als serviceprovider een groot verschil ziet tussen de echt grote en de kleinere verzekeraars waarmee hij samenwerkt, ook als het service operating vanuit de klant betreft. 'Vaak', zegt Duckwitz, 'hebben grote verzekeraars de interne ALM-processen en allerlei ander huiswerk al gedaan als wij op bezoek komen. Terwijl het bij kleinere en medium-sized verzekeraars juist belangrijk is om als asset manager al direct vanaf het begin bij de discussie betrokken te zijn en om te kijken welke buckets op de balans illiquiditeit toevoegen. Dergelijke processen duren, zeker bij verzekeraars, inderdaad lang. Vaak communiceren wij naar mijn mening ook te ingewikkeld. Zeker als je kijkt naar de board, die weliswaar uit slimme mensen bestaat, maar waarin niet tien investment experts zitten. We moeten daarom boodschappen eenvoudiger en meer tailor made maken voor bestuurders, om zo het besluitvormingsproces voortvarender te kunnen afronden.'

Voordat Poppe over duurzaam beleggen wil praten, pakt hij nog even het element van langetermijnbeleggen bij de kop. Moeten verzekeraars tactisch wel willen inspelen op de beweging die Covid-19 bijvoorbeeld in de aandelenmarkt heeft gecreëerd? Duckwitz denkt van niet. 'We zijn verzekeraars, geen hedge funds. We moeten dus niet gaan gokken op de aandelenmarkt.' Moerman is het niet eens met de vraag voor zover die de suggestie wekt dat verzekeraars gebruik hadden moeten maken van de beleggingskansen in maart en april. Hij heeft daar twee redenen voor. 'Als je risico zou willen toevoegen aan je asset-



allocatie, wil dat nog helemaal niet zeggen dat je dat al direct na de ALM-update moet doen. Je zou kunnen zeggen dat als aandelen, high yield of investment grade credit goedkoper worden, dit het moment is om de gewenste risico-opbouw ook daadwerkelijk uit te voeren. Daaraan gekoppeld denk ik dat verzekeraars in hun hoedanigheid van langetermijnbeleggers een stabiliserende rol in de markt op zich kunnen nemen.'

Moerman loopt alvast voor de troepen uit wanneer hij nog een bijkomend voordeel van alternatieve beleggingen benoemt. Dat schuilt er namelijk in dat deze asset classes vaak al direct aan ESG- en MVB-principes beantwoorden, wat uiteraard prettig is aangezien duurzaamheid ook onderdeel moet zijn van het beleggingsbeleid. Poppe giet die informatie vervolgens in een vraag. Pakken we in die beweging van liquide naar illiquide assets voor het gemak dus meteen duurzaamheid maar even mee? Of is het wijs duurzaamheid eerst alleen in het liquide deel van de assets te implementeren? Van Bergen sympathiseert met die suggestie. 'We staan met duurzaamheid nog maar aan het begin van een ontdekkingsreis. Er is nog heel veel te doen, want het feit dat we inmiddels wat beter meten, wil niet zeggen dat we alles weten. Integendeel. Daarom is voorzichtig beginnen een goed uitgangspunt.'

Van Bergen heeft al eens gezien hoe een bepaalde strategie voortvarend werd ingezet, hoe vervolgens de regelgeving veranderde en hoe de hele strategie daarna niet meer paste. Daarom is zijn pleidooi helder: 'Begin in liquide assets wanneer je duurzaamheid in je beleggingen wilt implementeren. Dan kun je namelijk nog bijsturen bij bijvoorbeeld wijzigende wetgeving of veranderend intern beleid. Of omdat je beleggingsbeleid door veranderende inzichten of externe dingen die gebeuren zich op andere doelen gaat richten dan je oorspronkelijk bedacht had. Dus als je top-down met duurzaamheid wilt beginnen, steek dan niet twee bruggen tegelijk over. Ga niet over van liquide naar illiquide markten en tegelijkertijd volop ESG-beleggen, maar begin daar eerst mee in het liquide universum. Er zit bij verzekeraars voldoende ruimte in de balans om vervolgens in een later stadium over te stappen op meer illiquide assets.'

Snelle opmars ESG

'We hebben de stap naar ESG binnen onze portefeuilles al veel eerder genomen, omdat je daar de portfolio's minder snel in kunt bijstellen', reageert Duckwitz. 'Want stel dat er wetgeving komt die aanzet tot een hoge graad van ESG-implementatie binnen je totale asset-allocatie, wat ga je dan doen met je 10 miljard in infrastructuur of andere categorieën waarin je al hebt geïnvesteerd? Dat pas je niet zomaar aan.' Poppe voelt iets voor beide zienswijzen. Enerzijds zegt hij de kanttekening van Duckwitz in zijn eigen consultancypraktijk te herkennen, maar anderzijds kunnen besluitvormingsprocessen voor langetermijnbeleggers ook niet anders dan tijdsintensief zijn. 'Je neemt tenslotte beslissingen voor soms 20 jaar. Je wilt daar dus goed over nadenken om keuzes te maken die toekomstbestendig zijn en blijven.' Van Bergen slijpt tot slot nog de scherpe kantjes

van wijzigende wetgeving af door op de grandfathering-clausule te wijzen, die zegt dat nieuwe wetgeving reeds gedane beleggingen ongemoeid laat en alleen geldt voor nieuwe beleggingen.

Poppe concludeert dat ESG alleen maar crucialer wordt in beleggersland. 'Er is eigenlijk nauwelijks nog een wetgever nodig om dat af te dwingen, aangezien de maatschappij dat al doet.' Poppe wil weten of verzekeraars al zo ver zijn dat ESG net zo zwaar meetelt in de asset-allocatie als de factoren risico, rendement en kapitaaleisen. 'Een zwart-wit oordeel valt daarover niet te geven', antwoordt Moerman. 'Ook hier is weer sprake van een moving target. Op dit terrein veranderen zaken enorm snel. Denk aan de Green Deal die Frans Timmermans in Europa gemaakt heeft. Wie had nog maar twee jaar geleden gedacht dat die er überhaupt zou komen? Als we hier volgend jaar weer zitten, is alles weer anders. Maar dat ESG snel belangrijker wordt, lijkt geen twijfel.'

Poppe beaamt dat, om daaraan toe te voegen dat ESG als factor in de weging nog niet gelijkwaardig is aan andere factoren, zoals risico en rendement. Niettemin neemt het relatieve ESG-gewicht in de totale allocatie snel toe, waarna hij vaststelt dat er grosso modo behoorlijk wat overeenstemming is in hoe de deelnemers naar relevante ontwikkelingen in balansmanagement en vermogensbeheer kijken. Een essentiële constatering is dat de focus van beleggingsstrategieën van verzekeraars steeds meer richting de periferie van de alternatieve asset classes verschuift. 'Maar dat roept meteen de vraag op', besluit Poppe, 'of we dan überhaupt nog wel van de randen van de beleggingsportefeuille mogen spreken. Gaandeweg lijken ze in de core van de beleggingsportefeuille terecht te komen.'

De afsluitende vraag was of de besturen van de grote verzekeraars hun strategische overpeinzingen ook substantieel gaan vertalen in perifere, meer illiquide beleggingen. De zaal pakte nog één keer de antwoordkaartjes. Veruit de meeste waren groen. «

