



DE TOEKOMSTBESTENDIGE MATCHINGPORTEFEUILLE

Door Hans Amesz

Rendement en ESG-impact spelen een centrale rol bij de toekomstbestendigheid van een beleggingsportefeuille. Hierbij wordt echter vaak gekeken naar returnbeleggingen en niet naar de matchingportefeuille. Volgens experts van NN Investment Partners (NN IP) is dit onterecht. Tijdens een masterclass voor Nederlandse institutionele beleggers op 23 november werd uitgebreid toegelicht hoe matchingbeleggingen wel degelijk een belangrijke bijdrage kunnen leveren aan zowel de ESG-doelstellingen als de houdbaarheid van het rendement op lange termijn.



Bart Oldenkamp, Managing Director Integrated Client Solutions bij NN IP, ziet de matchingportefeuille door verschillende trends de komende tijd veranderen. 'Ten eerste bereiden we ons in Nederland voor op een nieuw pensioencontract, waardoor de rol van de matchingportefeuille verandert. Belangrijk is ook de zoektocht naar rendement, waardoor druk op de huidige matching/return-aanpak ontstaat. Ten slotte krijgt ESG betrekking op de gehele balans. Het gevolg is dat matching- en return-assets steeds meer op elkaar gaan lijken.'

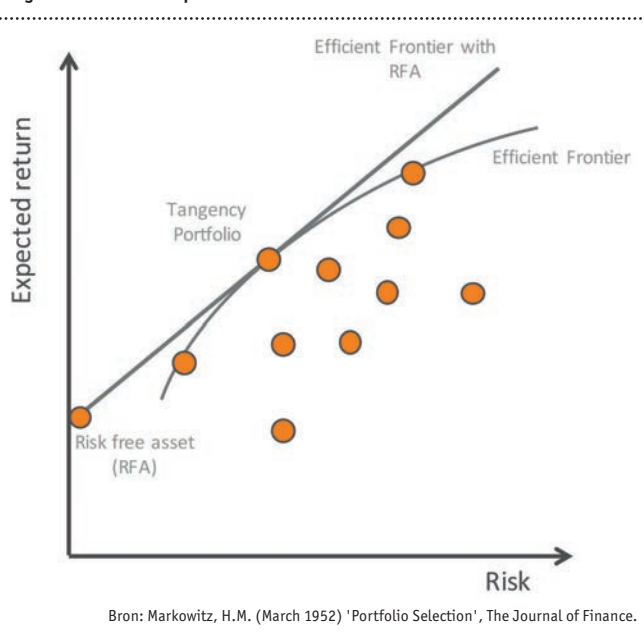
Kijken naar de toekomst betekent volgens Oldenkamp ook kijken naar het verleden: waar komt het matchingbeleid vandaan? 'Dat is gebaseerd op een combinatie van de moderne portefeuilletheorie – een concept dat al vele tientallen jaren gebruikt wordt – en marktwaardering van verplichtingen. Dit laatste concept werd ingevoerd bij de introductie van het eerste Financieel Toetsingskader (FTK) in 2007. Figuur 1 geeft het vertrouwde beeld weer waarop de portefeuilletheorie is gebaseerd. Iedere belegger kiest hierin een passende combinatie van de risicovolle portefeuille die de beste combinatie van risico en rendement weergeeft én een risicovrije portefeuille. Met de marktwaardering van verplichtingen bestaat die portefeuille voor pensioenfondsen uit de kasstromen die voortvloeien uit hun verplichtingen.'

Nieuwe kijk op balansmanagement

'Matchingbeleid heeft ook te maken met politieke beslissingen,' zegt Oldenkamp. 'We weten natuurlijk niet wanneer we overstappen naar een ander pensioencontract. Wat de implicaties zijn van de nieuwe pensioenplannen, met daarin persoonlijk pensioenvermogen, is

gelukkig wat duidelijker. Als generaties straks apart worden behandeld, doet de vraag zich voor wat dit voor de renteafdekking in de matchingportefeuille betekent. We verwachten dat jongeren compleet andere matchingbehoefte hebben dan ouderen. Voor jongeren speelt met name het inflatierisico, terwijl oudere generaties meer de voorkeur geven aan inkomen, aan consumptie. Dit vereist twee totaal verschillende aanpakken van matching en hedging, van balansmanagement.

Figuur 1: De moderne portefeuilletheorie





Bart Oldenkamp is Managing Director Integrated Client Solutions (ICS) bij NN Investment Partners. Hij focust zich op het ontwikkelen van liability-driven en fiduciaire beheeroplossingen voor institutionele beleggers. Naast zijn functie bij NN IP werkt Oldenkamp parttime als Academic Director voor de Certified Pensioen Executive Opleiding van de Erasmus School of Accounting & Assurance. Ook is hij niet-uitvoerend bestuurder van het Spoorwegpensioenfonds. Oldenkamp heeft 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en heeft zich gedurende zijn carrière gespecialiseerd in LDI, ALM, derivatives, portfolio management en structured defined contribution.

Voor oudere generaties gaat de matchingportefeuille zorgen voor inkomen en consumptie. Kasstromen zijn dan belangrijker dan een precieze renteafdekking, die nu vooral voortkomt uit de noodzaak de nominale dekkinggraad te beschermen. De strikte tweedeling in assets die nominaal precies beschermen maar weinig opleveren en

assets die naar verwachting een hoog rendement opleveren, wordt minder noodzakelijk. Figuur 2 geeft dit in het kort weer. Tussen de huidige liquide matching-assets en de return-assets komen andere beleggingen in aanmerking. Deze assets bieden een combinatie van zowel bescherming als rendement. Ten opzichte van huidige pensioenportefeuilles voegt de nieuwe aanpak niet zozeer meer kredietrisico toe, maar maakt het wel gebruik van andere risicofactoren, zoals liquiditeitsrisico, die goed matchen met de verplichtingen.'

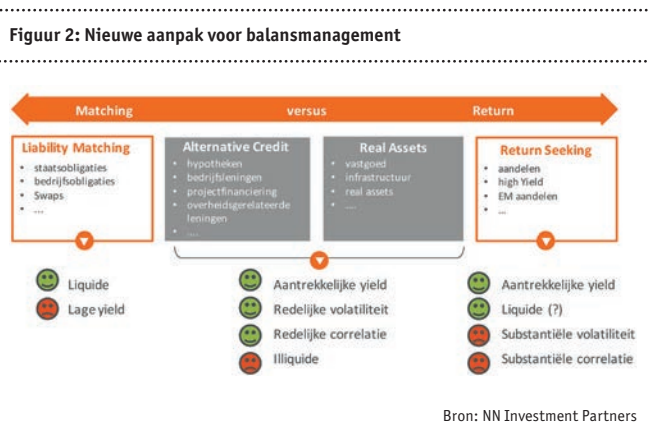
Toekomstbestendigheid van het matchingbeleid heeft ten slotte ook nog een andere betekenis: het toenemend belang dat deelnemers en besturen aan effectief ESG-beleid hechten, heeft ook zo zijn invloed op de matchingportefeuille. Tot nu toe speelde ESG bij veel pensioenfondsen nog een beperkte rol in de matchingportefeuille. Oldenkamp legt uit dat met mogelijke verschuivingen in regelgeving, de zoektocht naar rendement én de nadruk op ESG, andere onderdelen van de matchingportefeuille naar voren komen, zoals alternative credit of green bonds. Maar daarvoor hebben we eerst een duidelijk ESG-perspectief nodig.

Een ESG-perspectief

Adrie Heinsbroek, Head of Responsible Investment bij NN IP: 'In de toekomst moeten we breder naar financiële waarde kijken. Financiële waarde wordt mede bepaald door niet-financiële aspecten, juist op de lange termijn. Zo heeft het World Economic Forum voor de komende achttien maanden en tien jaar de top vijf wereldwijde risico's benoemd. Juist op de langere termijn zijn het niet de economische risico's die op de lijst voorkomen, maar juist de sociaal-maatschappelijke, zoals sociale instabiliteit, dat duidelijke raakvlakken heeft met ecologische risico's als waterschaarste, extreme weersomstandigheden en voedselzekerheid. Er zit dus verschil tussen korte- en langetermijfactoren. Een uitspraak van Einstein luidt: 'Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts.' Juist voor een op de lange termijn gerichte en met meer onzekerheden omgeven portefeuille als de matchingportefeuille, is dit een uitspraak die tot denken aanzet en ESG-factoren een rol van betekenis geeft.

De vraag is hoe je ESG-factoren kunt vertalen naar balansen en verplichtingen. Een uitspraak van Peter Bakker, voorman van de World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) en vroegere topman uit het bedrijfsleven is: 'Accountants gaan de wereld redden.' Waarom? Omdat accountants 'intangibles' als ESG om weten te zetten naar cijfers en doelstellingen. Ze geven financiële inhoud aan sociaal-maatschappelijke context. Dit kan helpen bij het waarderen van ESG voor de matchingportefeuille.'

De International Integrated Reporting Council (IIRC), mede bestaand uit een groep accountants, heeft een model gemaakt voor waardecreatie. Zo zijn er zes kapitalen in plaats van één (zoals te zien is in figuur 3) die in een business model kunnen worden ingevoerd en allemaal op hun eigen manier bijdragen aan waardecreatie. Heinsbroek: 'Het gaat niet alleen over geld, het gaat over



verschillende stromen kapitaal die een rol spelen, zoals mechanische productiemiddelen, menselijk intellect en natuurlijke hulpbronnen. Hoe kunnen wij bijvoorbeeld bomen en bossen vertalen naar waarde en belang voor toekomstige verplichtingen?

Dit is voor mij ESG, omdat we zo op de cruciale vraag uitkomen: welke van de bovengenoemde kapitalen zou je moeten gebruiken om op waardecreatie en -behoud te sturen? Je kunt zelf mede bepalen hoe ze passen in een optimale portefeuille.'

Heinsbroek vervolgt: 'Zelf denk ik dat 'social and relationship capital', oftewel maatschappelijk kapitaal buitengewoon belangrijk is. Dit laat namelijk zien of de onderneming of organisatie toekomstbestendig kan blijven. Hoe gaat men om met veranderende omstandigheden, hoe kleeft je de ruimte om je bedrijfsprocessen in? Het wordt alsnog cruciaal om de 'license to operate' te garanderen en vast te houden richting de verdere toekomst. De 'license to operate' en benodigde innovatie worden steeds meer bepalend om in de toekomst relevant en geaccepteerd te blijven.'

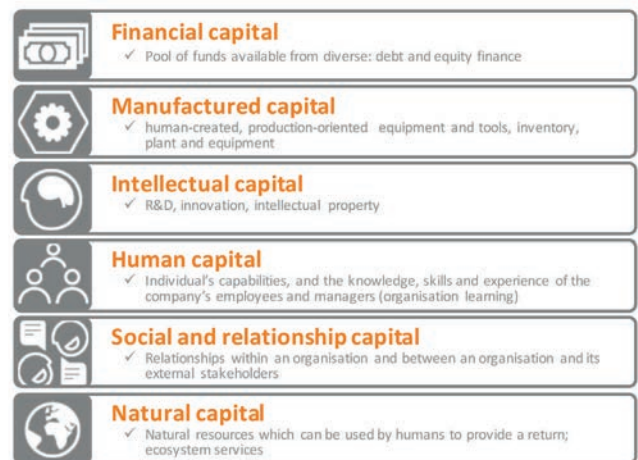
Kleine stappen zijn ook stappen

Rekening houden met ESG-factoren houdt volgens Heinsbroek onder andere in dat op een andere manier naar natural capital, dus natuur en klimaat, moet worden gekeken. Heinsbroek: 'De Amerikaanse president Donald Trump heeft het klimaatakkoord opgezegd. Moeten we, als er echt met het klimaat iets gaat veranderen, dan nog wel in Amerikaanse staatsobligaties willen beleggen? Komt er misschien een soort klimaat-valuta-oorlog? De Brexit is er al, krijgen we ook een Carbon-credexit? Het is misschien vergezocht, maar je moet eigenlijk proberen twintig, dertig jaar vooruit te kijken. Wat is dan de staat van de wereld? Aan beleggers wordt steeds vaker gevraagd hoe om moet worden gegaan met klimaatrisico als financieel risico. Niet-financiële onderwerpen die voor het milieu belangrijk zijn, worden vertaald naar geld. Dat is dus iets waar nu over nagedacht moet worden en waar men zelf over zou moeten gaan rapporteren. Nog niet verplicht, maar dit gaat wel komen.'

Alle begin is moeilijk, ook het omgaan met ESG in het beleggingsproces. Daarbij mag in de ogen van Heinsbroek niet worden vergeten dat kleine stappen ook stappen zijn. 'Externe ESG-impact gaat komen, positief of negatief, en dit wordt zichtbaar in maatschappelijke verwachtingen, marktontwikkelingen en/of regelgeving. Doelstellingen zijn meer dan enkel financieel. Daar moeten beleggers over nadenken en vervolgens afwegingen over maken. Het gaat erom welke stappen je wilt zetten, en vervolgens die stappen dan met overtuiging te zetten. Tegenwoordig kunnen we keuzes maken, er zijn nu meer keuzemogelijkheden dan vroeger. Nu is er veel ESG-informatie beschikbaar, waar je over na kunt denken. Dat betekent niet per se dat je andere beslissingen neemt, maar je kunt wel andere overwegingen meenemen in het beleggingsproces.'

'Er is werk aan de winkel. Je kunt het je niet veroorloven om stil te zitten, het tijdperk van keuzemogelijkheden is, zoals gezegd, aangebroken. Daarbij geldt: kleine stappen zijn ook stappen!'

Figuur 3: Zes kapitalen voor waardecreatie



Bron: NN Investment Partners



Adrie Heinsbroek is Head of Responsible Investment bij NN Investment Partners. Hij is verantwoordelijk voor het verder integreren van ESG-factoren in de beleggingsoplossingen van NN IP en voor de algemene visie op verantwoord en duurzaam beleggen. In maart 2017 maakte hij de overstap naar NN IP vanuit ING Bank België, waar hij sinds medio 2014 Head of Sustainability was. Hij startte zijn loopbaan bij ING in 2006 en speelde een belangrijke rol in de ontwikkeling en het aanbod van duurzame beleggingsmogelijkheden. Heinsbroek is lid van de VBA-werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen en neemt actief deel aan stakeholderdialogen bij ondernemingen.



Bram Bos is Lead Portfolio Manager voor NN IP's Green Bonds strategie en Senior Portfolio Manager voor NN IP's Euro Investment Grade Credit en Euro Sustainable Credit strategieën. Bos werkt sinds 2015 bij NN IP. Voorheen werkte hij als Senior Portfolio Manager bij onder andere Uninvest Company en APG en was hij Executive Director bij Nomura Singapore. Bos is sinds 2014 lid van de UN PRI Fixed Income Steering Committee.

Green Bonds

Bram Bos, Lead Portfolio Manager Green Bonds bij NN IP: 'Er zijn drie categorieën impact investing bonds: green-, sustainability- en social bonds. De opbrengsten van green bonds worden gebruikt voor het financieren van milieuvriendelijke projecten. De verwachting is dat de markt van green bonds dit jaar richting driehonderd miljard euro groeit. Social bonds vormen een wat kleinere subcategorie: de markt bedraagt momenteel tussen de vijf en tien miljard euro. De opbrengsten worden vooral gebruikt voor projecten als bijvoorbeeld sociale woningbouw. Met sustainability bonds wordt een combinatie van groene en sociale projecten gefinancierd. FMO is bijvoorbeeld een bekende uitgever van sustainability bonds, waarvan de markt tussen de twintig en vijfentwintig miljard euro groot is.'

Er zijn volgens Bos drie belangrijke aspecten aan green bonds. 'Ten eerste worden er groene projecten mee gefinancierd. In de tweede plaats is de impact meetbaar. Er wordt van tevoren bepaald waar de opbrengsten van green bonds naartoe gaan en achteraf wordt de impact daarvan gemeten. Je ziet dat in steeds meer landen pensioenfondsen en andere beleggingsinstellingen de 'carbon footprint' moeten berekenen van hun beleggingsportefeuille. Green

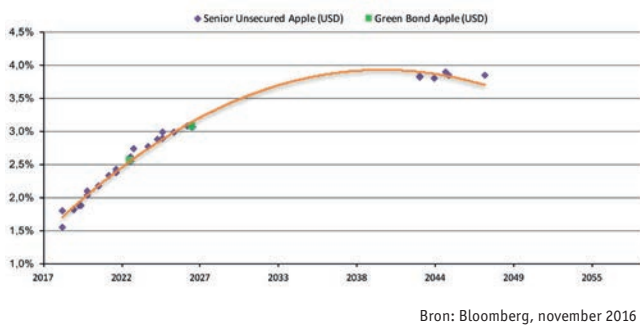
bonds kunnen een instrument zijn om de carbon footprint terug te brengen. Ten derde zijn de meeste green bonds 'senior unsecured' en liquide. Dat wil zeggen dat ze dagelijks verhandelbaar zijn. Een green bond is eigenlijk een gewone obligatie, maar bij een green bond is het van tevoren duidelijk wat er met het geld gaat gebeuren, terwijl dat bij een normale obligatie niet altijd het geval is. Green bonds worden bijvoorbeeld gebruikt om de volgende groene projecten mee te financieren: hernieuwbare energie, energie efficiëntie, afvalverwerking, duurzaam gebruik van water, groene gebouwen en duurzaam transport. De meeste green bonds worden gebruikt voor projecten gerelateerd aan hernieuwbare energie, het vergroenen van gebouwen en duurzaam transport. In totaal zijn deze drie categorieën goed voor ongeveer negentig procent van de green bonds-markt.'

Liquide vorm van impactbeleggen

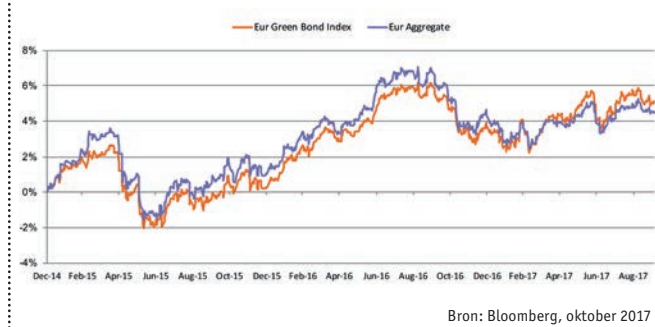
Hoe kunnen we zeker weten dat de opbrengsten van green bonds daadwerkelijk gebruikt worden voor groene projecten? Bos: 'Van tevoren vindt een onafhankelijke beoordeling van het green bond framework plaats, bijvoorbeeld door Sustainalytics of Oekom. Elk jaar legt de green bond-uitgever verantwoording af over wat er met het geld is gebeurd en wat de impact hiervan is. Deze verificatie van groene investeringen geschiedt meestal door een onafhankelijke partij, zoals KPMG of PwC. Een voorbeeld van een green bond is een obligatie uitgegeven door Obvion, waarbij de opbrengsten alleen worden gebruikt voor het financieren van de 15% meest energiezuinige huizen en leningen voor het energiezuiniger maken van bestaande woningen. Een ander voorbeeld is Tennet, dat de opbrengsten van een green bond gebruikt voor het aansluiten van windparken op het normale energienetwerk. Het gaat dan niet om de windmolens zelf, maar om de infrastructuur teneinde hernieuwbare energie mogelijk te maken. Omdat we precies weten wat er met de opbrengsten van de obligaties gebeurt, zijn deze ook eenvoudig te linken aan de Sustainable Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties.'

De groei van de green bond markt is de afgelopen jaren onstuimig geweest. Sinds 2015 is er sprake van een jaarlijkse verdubbeling. De eerste green bond werd uitgegeven in 2007. Tot 2014 was er slechts sprake van een bescheiden groei. In 2014 werden de Green Bond Principles (GBP) gepubliceerd. Voor het eerst werd er een internationale guideline gepubliceerd waaraan een green bond-emissie moest voldoen. Dat was volgens Bos een hele belangrijke stap en vanaf dat moment begon de markt hard te groeien: 'Na de klimaattop van Parijs in 2015 zette die groei enorm door in 2016. Als wij mogen vertrouwen op wat wij horen over toekomstige emissies van green bonds door overheden en bedrijven, lijkt een marktomvang van duizend miljard in 2020 realistisch. Het zwaartepunt van de green bond markt ligt in Europa. Frankrijk is goed voor ruim twintig procent van de markt, omdat het land eerder dit jaar als een van de eerste een zogenoemd groene staatsobligatie heeft uitgegeven. Er zijn verschillende andere overheden zoals België, Italië en Zweden, die ook van plan zijn om een green bond uit te geven.'

Figuur 4: Kostenvergelijking groene en niet-groene obligaties



Figuur 5: Rendement Green Bonds versus Euro Aggregate



De vraag die vaak gesteld wordt, is: 'Waarom zouden bedrijven green bonds uitgeven?'. 'Wat wij horen van emittenten is dat ze het prettig vinden dat deze obligaties met name terechtkomen bij langetermijnbeleggers,' aldus Bos. 'Zo treedt er een diversificatie van het beleggersbestand op. Het gebeurt ook wel dat de overheid bepaalde garanties afgeeft voor green bonds of dat er sprake is van fiscaal voordeel. Heel belangrijk voor beleggers is dat er meer 'engagement' is met bedrijven. Wij zitten met alle emittenten van green bonds aan tafel en hebben een goede dialoog over allerlei verschillende ESG-onderwerpen. Reputatie en zichtbaarheid om te benadrukken wat een uitgever van green bonds aan activiteiten verricht, is eveneens erg belangrijk.'

'Green bonds zijn een liquide vorm van impactbeleggen. Ze verschaffen over het algemeen een betere governance en meer transparantie: je ziet als belegger wat er met je geld gebeurt en kunt hier ook meer invloed op uitoefenen.'

Vervanging voor staats- en bedrijfsobligaties

Er wordt nogal eens over de pricing van een green bond gesproken. Wat kost een green bond in vergelijking met een niet-groene obligatie? Bos: 'We hebben twee green bonds van Apple met niet-groene obligaties van Apple vergeleken, zoals te zien is in Figuur 4. Er is niet veel prijsverschil: green bonds liggen dicht bij de curve van niet-groene obligaties. We hebben een uitgebreid onderzoek gedaan, waaruit blijkt dat als je alle obligatiecategorieën op één hoop gooit, green bonds ongeveer één basispunt onder de curve liggen. Hierbij blijkt zelfs dat 35 procent van de green bonds boven de curve ligt. Uit Figuur 5, waarin het verloop van de Euro Aggregate Index van Barclays is afgezet tegen dat van de Euro Green Bond Index tussen december 2014 en september 2017, blijkt dat de green bond index het zelfs beter doet. Uiteraard kun je dat niet een op een vergelijken, omdat bijvoorbeeld de landen- en sectorverdeling van de twee indices niet dezelfde is. Maar het geeft wel aan dat de green bond markt redelijk dicht bij de gewone obligatiemarkt ligt. Naarmate de markt zich verder ontwikkelt, zal zij naar verwachting steeds meer convergeren met de niet-groene obligatiemarkt.'

Waarom passen green bonds goed in de matchingportefeuille? Bos: 'Wij zien green bonds als 'toekomstbestendige' vervanging van

staats- en bedrijfsobligaties. Het is een goede manier om de portefeuille te verduurzamen, zonder rendement of liquiditeit in te hoeven leveren. In eerste instantie zou tien tot vijftien procent van de portefeuille vervangen kunnen worden door green bonds. Naarmate de green bond markt verder groeit, kan men de allocatie naar green bonds vergroten. Wel is het altijd belangrijk om duidelijk



Petra Stassen-van Lochem is Client Portfolio Manager Alternative Credit bij NN Investment Partners. Als Client Portfolio Manager heeft zij een brugfunctie tussen de beleggingsteams en de klanten, waarbij zij haar uitgebreide ervaring in creditbeleggingen combineert met diepgaande kennis van institutionele portefeuilles. Voorheen was zij Senior Trader bij NN IP voor alle obligatiemarkten en derivaten. Voordat Stassen-van Lochem in 2007 bij NN IP in dienst kwam, werkte zij als Senior Dealer en Policy Advisor bij het Agentschap van de Generale Thesaurie (ministerie van Financiën).



Richard Sanders is Strategic Advice Specialist, Integrated Client Solutions (ICS) bij NN Investment Partners. Hij adviseert pensioenfondsen, verzekeraars en stichtingen over strategische portefeuille-inrichting. Hij focust zich op advisering over het opnemen van alternative credit in de matchingportefeuille. Hierbij combineert hij zijn expertise over balansmanagement en zijn productkennis over alternative credit. Voordat Sanders bij NN Investment Partners aan de slag ging, was hij Scenario Expert bij ALM-advieskantoor Ortec Finance en Analyst bij NIBC Bank.

te definiëren welk type green bond je wel en niet in je portefeuille wilt opnemen. Wil je bijvoorbeeld wel of geen green bond van een olieproducent opnemen? Daarnaast is het altijd van belang om naar het profiel van de uitgever te kijken en te beoordelen in hoeverre de green bond daadwerkelijk past bij de toekomstige activiteiten van het bedrijf. Onze ervaring leert dat zo het risico op greenwashing kan worden voorkomen.'

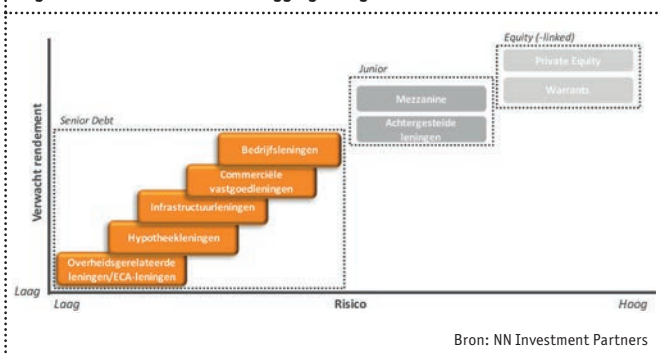
Alternative Credit

Wat is alternative credit, ook wel bekend als private debt, direct lending of onderhandse leningen? Alternative credit bestaat volgens Petra Stassen, Client Portfolio Manager voor Alternative Credits bij NN IP, simpelweg uit alle vastrentende waarden die niet op de publieke markt verhandelbaar zijn. Stassen: 'Voorbeelden van alternative credit strategieën zijn commerciële vastgoedleningen, infrastructuurleningen of projectfinanciering, overheidsgerelateerde en Export Credit Agency leningen, bedrijfsleningen en woning-hypotheekleningen. De vastgoedleningen, niet te verwarren met rechtstreekse beleggingen in vastgoed, zijn dus niet de stenen maar leningen voor panden als winkelcentra, kantoren, appartementengebouwen en distributiecentra; alle panden die bedrijfsmatig verhuurd kunnen worden. Bij Infrastructuur, ook wel projectfinanciering genoemd, kun je denken aan de financiering van snelwegen en spoorwegen, maar ook windmolenparken. Bedrijfsleningen zijn de minder liquide variant van bedrijfsobligaties en overheidsgerelateerde leningen zijn eigenlijk alle leningen die een alternatief kunnen bieden voor staatsobligaties. Dit zijn bijvoorbeeld leningen aan provincies, gemeentes en het waarborgfonds voor de sociale woningbouw (WSW), maar het kunnen ook leningen zijn met een staatsgarantie middels een exportkredietagentschap als Atradius. Het bijzondere van deze leningen is dat ze geheel door de overheid zijn gegarandeerd.'

Alternative credit heeft verschillende onderscheidende kenmerken. Stassen: 'Ten eerste is het niet publiek verhandelbaar, wat de belegger een premie voor lagere liquiditeit oplevert. De verkoop van alternative credit is daarom lastig en kostbaar, maar wij denken dat dit voor buy-and-hold beleggers niet per se een nadeel hoeft te zijn. Natuurlijk moet de benodigde liquiditeit in kaart gebracht worden, maar vaak hoeft dit voor een pensioenfonds geen 100% te zijn. Voor iedere transactie wordt de documentatie separaat onderhandeld, waarmee tegemoetgekomen kan worden aan de wensen van zowel de leningnemer als -gever. Je kunt ook vastleggen wat er dient te gebeuren als financiële afspraken niet gehaald worden of er bijvoorbeeld een fusie of overname plaatsvindt; de zogeheten convenanten. Daarnaast is er binnen alternative credit een aantal strategieën met variabele rentecoupons, hetgeen een natuurlijke hedge voor stijgende rentes biedt.'

Over de waardering van alternative credit legt Stassen uit: 'Er zijn geen marktprijzen beschikbaar wegens de beperkte liquiditeit. Als belegger moet je daarom goed begrijpen hoe de waardering plaatsvindt, op basis van mark-to-model. Ten slotte wordt alternative credit gekenmerkt door de mogelijkheid van ESG-integratie, die bijdraagt aan specifieke wensen van beleggers. Vanwege de aard van het beleggen in leningen – privaat onderhandeld en met doorlopende monitoring – heb je als belegger bovendien altijd een hoge mate van engagement.'

Figuur 6: Alternative Credit beleggingscategorieën



Veel smaken beschikbaar

‘De alternative credit-strategieën waar NN IP zich op richt, bevinden zich in het meer conservatieve stuk van het beleggingspectrum,’ zegt Stassen. Deze zijn te zien in figuur 6. ‘Wij zitten als het ware onder Private Equity en Mezzanine, maar wel in alternative credit dat aantrekkelijk is ten opzichte van de meer liquide vastrentende categorieën. Er zijn heel veel smaken beschikbaar: je kunt kiezen tussen lange en korte looptijden, tussen variabele en vaste coupons, hoge of middelmatige kredietwaardigheid, enzovoorts. Daarom is het goed mogelijk te sturen op het gewenste profiel dat men zoekt in de matchingportefeuille.’

Alternative Credit en ESG

Een voorbeeld van alternative credit is de financiering van het ontwerp, de bouw en het onderhoud van een nieuwe snelweg. Stassen: ‘Voorafgaand aan de masterclass hebben we lang gediscussieerd over welk voorbeeld van ESG binnen alternative credits we wilden laten zien. Uiteindelijk hebben we gekozen voor de snelweg. Ondanks dat de auto’s die er overheen rijden niet per se milieuvriendelijk zijn, wilden we dit voorbeeld toch aanhalen. Het laat namelijk zien dat er op verschillende manieren naar ESG gekeken kan worden. Niet alles is groen of grijs, er zit veel tussenin. Voor een snelweg doen we een uitgebreide screening en due diligence en wordt er gekeken naar de zogenoemde Equator Principles, een raamwerk waarmee risico’s op het gebied van milieu- en sociale aspecten kunnen worden gemeten. Per saldo moet het effect van een snelweg of ander project positief zijn, anders zullen wij er niet in investeren. Daarbij moet worden bedacht dat het om een nieuwe snelweg gaat die ervoor zorgt dat er minder grote files op andere wegen staan, waardoor er minder vervuiling is. En dat er steden door worden ontsloten, wat een positieve invloed heeft op de sociale omgeving en werkgelegenheid. Het mooie aan dit soort projecten, en aan ESG-investeringen in algemene zin, is dat je ze kunt koppelen aan de al eerder genoemde Social Development Goals (SDGs) van de Verenigde Naties. Voor het voorbeeld van de snelweg kun je denken aan Industry Innovation and Infrastructure, Sustainable Cities and Communities en Life on Land.’

In de markt is overduidelijk sprake van een overgang van traditioneel naar verantwoord en duurzaam beleggen. ‘Traditioneel houdt in dit verband in dat alleen maar wordt gekeken naar financiële maatstaven,’ zegt Stassen. ‘In de afgelopen jaren heeft NN IP al haar strategieën verhuisd naar verantwoord, wat inhoudt dat we in alle strategieën ESG meenemen. Na verantwoord komt duurzaam. Gericht beleid komt in het blokje impact-trends, daar wordt gekeken naar wat nu echt belangrijk is om te bereiken. Hier gaat het bijvoorbeeld om green bonds. Er bestaan ook strategieën waarbij impact belangrijker is dan rendement, maar wij hebben geen strategieën waarbij we bereid zijn financieel rendement op te geven voor impact.’

Beleggers gebruiken al veel hulpmiddelen en maatstaven als het om verantwoord en duurzaam beleggen in alternative credit gaat. Voor

de screening van infrastructuur zijn er de Equator Principles, voor selectie worden energielabels gebruikt. De GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) meet de duurzaamheid van vastgoed en impact kan geïdentificeerd worden met behulp van de SDGs. Tot slot zien we dat ESG zelfs wordt opgenomen in de convenanten, wat illustreert dat het niet alleen gaat om positieve selectie maar ook om het teweegbrengen van verandering, het creëren van momentum.’

De voordelen van Alternative Credit

Wat heeft alternative credit te bieden? Stassen: ‘Het geeft extra rendement en diversificatie, en kan daarmee een oplossing bieden voor de zoektocht naar rendement. Binnen alternative credit bestaan genoeg variaties om de portefeuille naar wens op te bouwen. Er is veel mogelijk, onder andere sturen op kasstromen, zoals Sanders verderop zal toelichten.’

Alternative credit biedt op maat gemaakte oplossingen en kan daarom juist een actieve rol spelen in de matchingportefeuille en bij de sturing op ESG-doelstellingen. Stassen: ‘Daarvoor is wel een diepgaande kennis nodig. Dat is de reden dat we veel tijd besteden aan educatie onder institutionele beleggers. Er is ook extra aandacht nodig voor monitoring en rapportage. Verder is het buitengewoon belangrijk dat je de capaciteit opbouwt om de juiste beleggingen en managers te selecteren.’

Hoe ziet een toekomstbestendige matchingportefeuille eruit?

Richard Sanders, Strategic Advice Specialist bij NN Investment Partners, brengt tot slot alle eerder besproken thema’s, waaronder ESG, de zoektocht naar rendement en kasstroom-gedreven investeren, bij elkaar in ‘de toekomstbestendige matchingportefeuille’. ‘Deze toekomstbestendige matchingportefeuille contrasteert met de veelvoorkomende, traditionele, matchingportefeuille,’ stelt Sanders. ‘De laatste leunt sterk op het gebruik van rentederivaten, staatsobligaties en kasgeld om de gewenste duration te bereiken.’

Als voorbeeld toont hij een traditionele matchingportefeuille die voor 60% in deze beleggingscategorieën belegt, en daarmee 50% van het renterisico van een voorbeeldpensioenfonds afdekt. De overige 40% is belegt in beleggingen met kredietrisico, zoals woninghypotheken en investment-grade bedrijfsobligaties. Sanders denkt dat dit een goed uitgangspunt is voor beleggers die interesse hebben in beleggingscategorieën als alternative credit en sustainable credit, omdat deze beleggers al een stap hebben gezet richting het zoeken naar meer rendement in de matchingportefeuille.

Het eerste voorbeeld van een toekomstbestendige matchingportefeuille verduurzaamt een deel van de bestaande beleggingen door in green bonds en sustainable credit te beleggen. Staatsobligaties en bedrijfsobligaties worden verkocht om dit te doen. Hierdoor stijgt het ESG-profiel van de matchingportefeuille. De rest van de bedrijfsobligaties wordt verkocht om ruimte te maken

voor commerciële vastgoedkredieten. Dit is een aantrekkelijke beleggingscategorie met een hoog verwacht rendement, gezien vanuit andere mogelijkheden binnen de matchingportefeuille. Dit is merkbaar op portefeuilleniveau: de spread van de voorbeeld-matchingportefeuille stijgt van 6 bps naar 29 bps. Sanders toont wat deze wijzigingen nog meer tot gevolg hebben door in te gaan op de kredietkwaliteit, die omlaag gaat, en de behoefte om derivaten te gebruiken, die omhoog gaat vanwege de variabele rente die commerciële vastgoedkredieten uitbetalen. Dat heeft ook als gevolg dat onderpandvereisten kunnen stijgen.

Het tweede voorbeeld combineert de thema's ESG en kasstroom-gedreven investeren door naast de verduurzaming een deel van de staatsobligatieportefeuille te verkopen en te investeren in langlopende infrastructuurleningen. Het hoofddoel van de matchingportefeuille – het afdekken van renterisico – blijft hierdoor behouden. Het is dus ook niet nodig om bij te sturen met bijvoorbeeld rentederivaten. De voordelen van deze toekomstbestendige matchingportefeuille strekken verder dan alleen ESG en het implementeren van kasstroom-gedreven investeringen: ook het verwachte rendement stijgt significant. Sanders: 'Het gemiddelde rendement gaat in dit voorbeeld vooral omhoog door de verkoop van staatsobligaties.'

Succesvolle implementatie

Wat zijn kernelementen van succesvolle implementatie? Volgens Sanders heeft succesvolle implementatie vooral te maken met goed risicomanagement: 'Beleggers moeten grip krijgen op belangrijke balansrisico's, die met name voor alternative credit relevant zijn: liquiditeitsrisico, spreadvolatiliteit, kredietrisico, vervroegde aflossing. Liquiditeit is onder andere belangrijk omdat pensioenfondsen grote derivatenposities hebben om het renterisico af te dekken, waarvoor onderpand vereist is. Dus moeten buffers worden aangehouden. Stress-testing geeft inzicht in de gevoeligheid van de balans voor deze liquiditeitsrisico's. Ook kunnen daardoor vragen worden beantwoord als: waar liggen de grenzen van het beleggen in illiquide beleggingscategorieën? Er zijn manieren waarop een pensioenfonds rekening kan houden met illiquiditeit in het beleggingsbeleid. Bijvoorbeeld door te beleggen in alternative credit dat aflost.'

'Succesvolle implementatie heeft ook betrekking op de communicatie naar deelnemers en andere stakeholders, zoals de toezichthouder en werkgevers. Green bonds en alternative credit stellen pensioenfondsen in staat dat effectief te doen door zich te richten op twee pijlers: het verhaal rondom de investering vertellen en nauwkeurige ESG-verslaggeving. Voor beide beleggingscategorieën geldt dat beleggers in staat gesteld worden om te weten hoe hun geld wordt uitgegeven. Daardoor kan de impact op bijvoorbeeld de leefomgeving en de economie in kaart worden gebracht', zegt Sanders. Als voorbeeld haalt hij het financieren van een energiezuinige leasevloot door middel van een green bond aan. 'Het is precies na te gaan welke auto's er op de weg worden gezet en wat hun energievoetafdruk is. Voor de leaseportefeuille als geheel kan worden nagegaan hoeveel

Figuur 7: Een traditionele versus een toekomstbestendige matchingportefeuille

	Traditionele MP	Toekomstbestendige MP: comm. vastgoedleningen	Toekomstbestendige MP: infrastructuurleningen
Allocatie			
Kasgeld, geldmarkt en staatsobligaties	60%	55%	40%
Hypotheek	10%	10%	10%
IG bedrijfsobligaties	30%		
Comm. vastgoedleningen		15%	
Infrastructuurleningen			15%
Green Bonds		15%	15%
Sustainable Credit		5%	20%
Kengetallen			
% liquide beleggingen	90%	75%	75%
vereiste liquiditeit onderpand	27%	29%	27%
Gemiddelde spread (bps)	6	29	24
Bijdrage DG rendement (bps)	3	15	12
Vereist eigen vermogen	122.4%	122.5%	123.0%

Bron: NN Investment Partners

ton CO₂ er is bespaard', stelt Sanders. De tweede pijler is nauw gerelateerd aan het 'story-telling' over investeringen: het nauwkeurig meten van het ESG-gehalte van de matchingportefeuille. Sanders: 'Door middel van certificering kan op portefeuilleniveau inzichtelijk worden gemaakt hoe hoog er binnen elke deelcategorie wordt gescoord. Voor infrastructuurleningen kan bijvoorbeeld gebruik worden gemaakt van de Equator Principles for Project Finance score.' «

CONCLUSIE

Door de zoektocht naar rendement gaat de matchingportefeuille de komende tijd (nog meer) veranderen. Daarbij spelen ook het aankomende nieuwe pensioencontract en ESG een grote rol. Het gevolg is dat matching- en return-assets in toenemende mate op elkaar gaan lijken. Om toekomstbestendig te blijven vanuit ESG-perspectief worden de 'license to operate' en meer innovatie steeds meer bepalend. Green bonds passen goed in de toekomstbestendige portefeuille ter vervanging van staats- en bedrijfsobligaties. Ze vormen een liquide vorm van impactbeleggen en zorgen voor een betere governance en meer transparantie. Uiteraard gaat het niet om een honderd procent vervanging van staatsobligaties; om te beginnen kan gedacht worden aan tien tot vijftien procent. Alternative credit kan juist een actieve rol spelen in de toekomstbestendige matchingportefeuille, omdat het veelal op maat gemaakte oplossingen biedt. Verder kan er met alternative credit ook goed gestuurd worden op ESG-factoren. Er kan geconcludeerd worden dat green bonds, sustainable credits en alternative credits de bouwstenen zijn van de toekomstbestendige matchingportefeuille: ze passen uitstekend bij de doelstellingen, juist met het oog op de lange termijn.