

AEGON INSIGHTS

Alternatieve vastrentende waarden: trends en kansen

Alternatieve vastrentende waarden zijn de afgelopen jaren steeds belangrijker geworden voor institutionele beleggers. Deze beleggingen bieden mogelijkheden om het portefeuillerendement te verhogen en het risico te verkleinen – door meer diversificatie – wanneer de (vaak lagere) liquiditeit geen beperkende factor is. Alternatieve vastrentende waarden zijn ook zeer geschikt voor verantwoord beleggen, een belangrijke trend voor beleggers die een duurzame wereld willen financieren en tegelijkertijd hun portefeuille willen beschermen tegen ESG-risico's.

Managementsamenvatting

- De markt voor alternatieve vastrentende waarden is in de afgelopen jaren snel gegroeid. Deze groei wordt veroorzaakt door verschillende trends, met name de zoektocht naar rendement, diversificatie en verantwoord beleggen.
- Alternatieve vastrentende waarden bieden een grote verscheidenheid in termen van rendement, risico, spreiding, liquiditeit, looptijd en verantwoord beleggen. Hierdoor kunnen beleggers die beleggingen kiezen die het beste passen bij hun specifieke beleggingsbehoeften. Een interessant kenmerk van veel alternatieve vastrentende waarden zijn hierbij de extra waarborgen ten opzichte van traditionele bedrijfsleningen, zoals convenanten en garanties.
- Alternatieve vastrentende waarden zijn zeer divers en omvatten vele categorieën, zoals securitisaties, consumentenleningen, fondsfinanciering, hypotheekbeleggingen, leningen aan kleine- en middelgrote ondernemingen, duurzame infrastructuurprojecten, verzekerde leningen en leningen met overheids garanties. Deze strategieën hebben vaak een lage correlatie met traditionele beleggingen, zoals staats- en bedrijfsobligaties, en bieden dus mogelijkheden voor verdere diversificatie.
- Alternatieve vastrentende waarden zijn in het algemeen vooral aantrekkelijk voor langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen, die voldoende ruimte hebben voor minder liquide beleggingen op hun balans.



Daniel Torres
Investment
Solutions Consultant

Daniel Torres is een Investment Solutions Consultant binnen het Fixed Income, LDI en Investment Solutions team. Daniel richt zich op kapitaalefficiënte oplossingen en verantwoord beleggen voor institutionele beleggers.



David van Bragt
Investment
Solutions Consultant

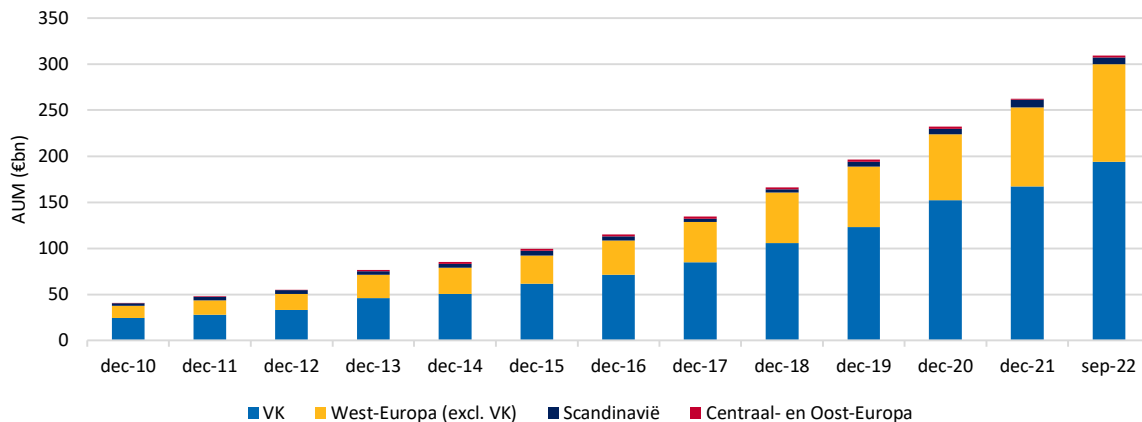
David van Bragt is een Investment Solutions Consultant binnen het Fixed Income, LDI en Investment Solutions team. David is gespecialiseerd in advies over LDI, ALM en ontwikkelingen op regelgevingsgebied.

Onderliggende trends

Extreem lage (of zelfs negatieve) rentestanden waren de afgelopen tien jaar een van de belangrijkste drijfveren voor institutionele beleggers om in alternatieve vastrentende waarden te beleggen. Bij alternatieve vastrentende waarden wordt een **extra rendement** gerealiseerd ten opzichte van traditionele vastrentende waarden, vaak als gevolg van illiquiditeits- en/of complexiteitspremies. Bovendien leidt een risicogebaseerde aanpak ertoe dat beleggers ook op zoek zijn gegaan naar alternatieve vastrentende waarden als bron van **diversificatie**, meestal door blootstelling aan nieuwe kredietmarkten, zoals later in dit artikel wordt uitgelegd.

Meer recent is een sterke behoefte aan transformatie en innovatie, vooral rond **duurzame financiering**, een van de belangrijkste redenen voor de sterke groei van het aanbod van en de vraag naar vastrentende oplossingen op de private markten, zoals weergegeven in figuur 1. Een dergelijke behoefte aan transformatie omvat onderwerpen als veranderingen op de grondstoffenmarkt, internationale handel, demografie, **duurzaamheid** en **klimaatverandering**. Duurzaamheid is daarmee inmiddels een extra dimensie waarmee beleggers rekening houden bij het nemen van beleggingsbeslissingen (naast de traditionele risico- en rendementsafweging).¹

Figuur 1: Groei van de private schuldfinanciering in Europa



Bron: Preqin Pro. Gegevens per juni 2023.

Duurzaam beleggen en alternatieve vastrentende waarden

Recente gebeurtenissen, zoals de covid-19-crisis en de Russische invasie van Oekraïne, hebben niet alleen economische gevolgen gehad, maar hebben ook de druk vergroot om de duurzame ontwikkelingsdoelen (*social development goals*, oftewel SDG's) van de Verenigde Naties te financieren. Toenemende druk op de budgetten voor ontwikkelingshulp, teruglopende overheidsinkomsten, stijgende schulden en andere ontwikkelingen² leiden ertoe dat de beschikbare middelen geen gelijke tred houden met de groeiende financieringsbehoeften van de SDGs, resulterend in een navenant groeiend **SDG-financieringsgat**. Het financieringstekort voor de SDGs in de ontwikkelingslanden is in 2020 met 56% procent toegenomen tot een totaal van \$ 3,9 biljoen (OESO, 2023). Daarom is er een enorme kapitaalstroom nodig om de wereld duurzamer te maken. Beleggers zoeken hierbij naar mogelijkheden om projecten te financieren die aansluiten bij de SDGs, maar ook naar beleggingen die hun waarde niet in gevaar brengen als gevolg van ESG-risico's.

Alternatieve vastrentende strategieën zijn zeer geschikt voor duurzaam beleggen.³ Deze strategieën financieren vaak projecten die niet eenvoudig toegang hebben tot de kapitaalmarkten en anders minder financiering zouden krijgen.

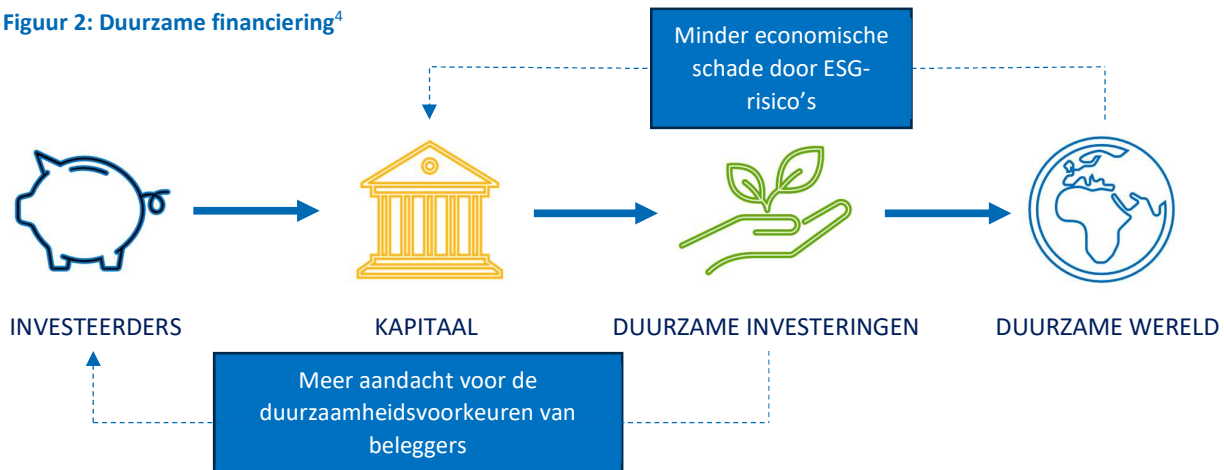
¹ Hiernaast is het kapitaalsbeslag ook een belangrijke dimensie voor institutionele beleggers.

² Zie OESO, 2023. Beschikbaar via: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/fcbe6ce9-en/index.html?itemId=/content/publication/fcbe6ce9-en&csp=324f5278c3cd15483ec0c51666af7400&itemIGO=oecd&itemContentType=book>.

³ Zie Aegon AM, "Kader voor verantwoord beleggen" (2023). Beschikbaar via: <https://www.aegonam.com/globalassets/aam/responsible-investment/documents/aegon-am-responsible-investment-framework.pdf>.

Duurzaam beleggen in bijvoorbeeld infrastructuur is nu al een grote trend. Er zijn ook kansen op het gebied van hernieuwbare energiebronnen, waterzuivering, communicatie en mobiliteit, zowel in ontwikkelde als opkomende landen.

Figuur 2: Duurzame financiering⁴



Bron: European Commissie, 2019, en Aegon Asset Management, 2024.

Beleggers in alternatieve vastrentende waarden kunnen selectief en specifiek zijn als het gaat om verantwoord beleggen. Individueel of in kleine groepen kunnen beleggers onderhandelen over financieringsvoorwaarden en adequate rapportages over milieu, maatschappij en goed bestuur. Hierbij kunnen ze bijvoorbeeld ook rentetarieven vaststellen die afhankelijk zijn van algemene ESG-prestaties of specifieke ESG-factoren. Ze kunnen ook meer directe controle uitoefenen en alternatieve manieren hebben om met kredietnemers in contact te komen. Bovendien worden veel duurzame oplossingen aangestuurd door kleinere, innovatieve, particuliere bedrijven, die doorgaans betrokken zijn bij directe krediettransacties.

Last, but zeker not least, versterkt de **systematische integratie van ESG** als kernonderdeel van het beleggingsproces het **risicobeheer van beleggers**. Beleggers moeten ESG-factoren beschouwen als een aanvulling op de traditionele fundamentele analyse van de financiële resultaten van bedrijven, omdat een dergelijk alomvattend beeld onbedoelde of verkeerd geprijsde risico's aan het licht kan brengen.⁵ Het ESG-integratieproces kan aanvullende informatie opleveren over de manier waarop de portefeuillemanager rekening houdt met risico's die verder gaan dan alleen de financiële resultaten van bedrijven.

Beleggingen met een duurzaamheidsthema³

Duurzame strategieën zijn geconcentreerd rond een reeks beleggingsmogelijkheden die bijdragen aan een of meer duurzaamheidsuitdagingen of trends.

Voor elke in aanmerking komende uitgevende partij wordt een uitgebreide duurzaamheidsanalyse uitgevoerd, waardoor voldoende betrokkenheid bij duurzame economische activiteiten wordt gegarandeerd en er geen significante schade wordt toegebracht aan andere milieu- en sociale doelstellingen.

⁴ Europese Commissie, 2019. Beschikbaar via: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2019-03/finance-events-190321-factsheet_en_0.pdf.

⁵ Zie H. Harper, "De aanpak van één institutionele belegger voor de integratie van ESG in het beleggingsproces" (2020).

Verschillende lenersgroepen

Alternatieve vastrentende waarden kunnen toegang bieden tot verschillende groepen kredietnemers, zie Tabel 1. Denk hierbij bijvoorbeeld aan een directe blootstelling aan consumentenkrediet. Dit in vergelijking met traditionele vastrentende waarden, die met name een blootstelling geven aan overheden en bedrijven. Dit kan **diversificatievoordelen** opleveren via meer diverse risico-/rendementsprofielen.

Tabel 1: Verschillende groepen kredietnemers bij alternatieve vastrentende waarden

Kredietnemers	Kenmerken
Onderhandse leningen aan bedrijven	Door onderhandse leningen kunnen beleggers en kredietnemers profiteren van meer op maat gemaakte overeenkomsten. Dit betekent dat de belegger beter kan onderhandelen over zaken als de prijs en de leningvoorwaarden. Ook een kleiner aantal kredietverstrekkers en een relatiegedreven markt zijn kenmerkend voor onderhandse leningen. Extra bescherming voor de belegger, zoals via onderpand, convenanten en garanties, is ook beschikbaar bij onderhandse leningen. Een voorbeeld zijn leningen aan het MKB en middelgrote bedrijven. Deze sector draagt aanzienlijk bij aan het bruto nationaal product, werkgelegenheid en innovatie, en is actief in verschillende sectoren. Deze diversiteit aan sectoren helpt beleggers ook om hun portefeuilles verder te diversifiëren.
Consumentenhypotheek en securitisaties	Veel beleggers hebben een grote blootstelling aan staats- en bedrijfsrisico's. Alternatieve vastrentende waarden kunnen, zoals gezegd, blootstelling bieden aan consumentenrisico's, bijvoorbeeld via beleggingen in woning hypotheek, creditcardleningen, autoleningen of studieleningen.
Gespecialiseerde beleggingen	Gespecialiseerde beleggingen zoals infrastructuur, leningen via exportkredietinstellingen, Nederlandse sociale woningbouw, projectfinanciering en leningen aan opkomende markten bieden beleggers de mogelijkheid om projecten met sterk duurzame (ecologische en/of sociale) kenmerken te financieren. Een langere looptijd en/of extra garanties kunnen extra waarde toevoegen bij deze beleggingen.

Gezien het illiquide karakter van de meeste alternatieve vastrentende categorieën zal de allocatie tussen sectoren in de praktijk niet bijzonder dynamisch zijn. Het hoge directe rendement dat veel van deze categorieën opleveren, betekent echter dat de mogelijkheid bestaat om kasstromen te herinvesteren in nieuwe kansen of de allocatie naar bepaalde sectoren te vergroten. Regionale diversificatie is ook belangrijk, hoewel er in sommige sectoren een voorkeur kan bestaan voor bepaalde regio's, gezien de relatieve omvang van de markten en de expertise die nodig is om succesvol in verschillende delen van de markt te beleggen.

De grote vraag naar duurzaam beleggen – maar nog steeds een beperkt aanbod van beleggingen die voldoen aan de strengste definities van verantwoord beleggen – maakt het opbouwen van een goed gediversifieerde portefeuille minder eenvoudig, of op zijn minst een tijdrovend proces. Wij zijn echter van mening dat de alternatieve vastrentende markt op de lange termijn voldoende mogelijkheden biedt voor wat betreft duurzame beleggingen. **ESG-integratie is in ieder geval goed toepasbaar** voor deze beleggingen, waardoor het risicobeheer wordt versterkt.

Verschillende behoeften, verschillende strategieën...

In Tabel 2 vergelijken we verschillende door Aegon Asset Management (Aegon AM) beheerde strategieën binnen het spectrum aan alternatieve vastrentende waarden. Het is belangrijk om op te merken dat de scores op de verschillende dimensies in de loop van de tijd kunnen (en zullen) verschuiven en dat de beoordeling soms gebaseerd is op kwalitatieve in plaats van kwantitatieve maatstaven (de duurzame financieringskolom in de tabel is een voorbeeld).

Tabel 2: Vergelijking van verschillende alternatieve vastrentende strategieën van Aegon AM

Kredietnemers	Strategie	Swapsread (basispunten)	Risico	Liquiditeit	Rente-afdekking	Duurzame financiering	ESG-factoren
Onderhandse leningen aan bedrijven	Private plaatsingen	~200	Laag (BBB)	Laag	Hoog	✓	✓
	Midcap-leningen	~400	Gematigd (BBB-BB)	Laag	Laag	✓	✓
	MKB-leningen	700 - 800	Gematigd (BB)	Laag	Laag	✓	✓
Consumentenhypoeken en herverpakte consumentenleningen	Nederlandse hypotheeken	150 - 200	Heel laag (AAA-AA)	Laag	Gematigd		✓
	Securitisaties (AA-BBB)	~ 240	Laag (AA-BBB)	Hoog	Laag		✓
	Securitisaties (AAA STS)	~ 80	Heel laag (AAA)	Hoog	Laag		✓
	Kredietfaciliteiten	200 - 250	Laag (AA-A)	Gematigd	Laag		✓
	Fondsfinanciering	350 - 550	Laag (A-BBB)	Laag	Laag		✓
Gespecialiseerde beleggingen	Exportkredietleningen	50 - 150	Heel laag (AAA-AA)	Laag	Gematigd	✓	✓
	Leningen voor sociale woningbouw (WSW)	~40	Heel laag (AAA)	Gematigd	Hoog	✓	✓
	Duurzame infrastructuurprojecten	~150	Laag (A-BBB)	Laag	Laag	✓	✓
	Infrastructuurleningen (senior)	~200	Laag (BBB)	Laag	Hoog	✓	✓
	Verzekerd krediet	200 - 250	Heel laag (AA-A)	Laag	Gematigd	✓	✓

Tabel 2: Kenmerken van verschillende alternatieve vastrentende waarden (uitsluitend ter illustratie). Indicatieve kredietopslagen (spreads) in EUR. De risicobeoordelingen in deze tabel zijn extern (indien beschikbaar) of intern (voor instrumenten zonder rating). Bij de kwalitatieve bepaling van het risicoprofiel kan rekening worden gehouden met aanvullende beschermingsmaatregelen, zoals garanties. We gaan hier uit van een institutionele belegger met langlopende verplichtingen. Met duurzame financiering bedoelen we de mogelijkheid voor duurzame oplossingen op een strategisch niveau, zoals gedefinieerd in het Aegon AM RI raamwerk (zie voetnoot 3). ESG-factoren verwijzen naar de mogelijkheid van ESG-integratie (zie ook voetnoot 3). Bronnen: Bloomberg, Aegon AM, La Banque Postale Asset Management, per 31 december 2023 of de laatst beschikbare gegevens.

We bespreken nu de kenmerken van de alternatieve vastrentende waarden in Tabel 2 in meer detail.

Private plaatsingen



Onderhandse plaatsingen van bedrijven zijn leningen met een investment grade rating (met een expliciete of impliciete rating) die aan een beperkt aantal gekwalificeerde beleggers worden verkocht (in plaats van publiekelijk op de open markt). Onderhandse plaatsingen van bedrijven bieden beleggers hogere rendementen dan liquide obligaties, betere bescherming tegen neerwaartse risico's door strengere documentatie en een grotere diversificatie naar bedrijven en sectoren die mogelijk niet beschikbaar zijn op de publieke markt.

Er zijn verschillende soorten leningen beschikbaar, waaronder USPP, EUPP en Schuldschein (SSD),⁶ waarbij USPP het grootste en meest volwassen leningstype is, gevolgd door SSD en EUPP. Het percentage van de transacties dat wordt uitgegeven met ESG- of duurzaamheidsgerelateerde factoren is de afgelopen jaren toegenomen. Hierbij kunnen de rendementen op deze leningen worden aangepast op basis van de prestaties van de uitgevende instelling in relatie tot ESG-risicofactoren of de duurzaamheid van de geleverde producten en diensten.

⁶ Gehanteerde raamwerken voor het documenteren van onderhandse leningen

Midcap-leningen



Institutionele beleggers hebben de mogelijkheid om te beleggen in veelbelovende midcapbedrijven die willen groeien, duurzamer willen worden of hun bedrijf willen herfinancieren. Deze strategie heeft betrekking op middelgrote bedrijven en ondernemingen die gevestigd zijn in Nederland en de omliggende landen. Dit middensegment draagt in belangrijke mate bij aan de economische activiteit en vormt de ruggengraat van veel Europese economieën.

Er zijn verschillende opties beschikbaar, zoals senior, achtergestelde en unitranche leningen. Senior leningen hebben doorgaans een hogere restwaarde na wanbetaling, in vergelijking met bijvoorbeeld liquide bedrijfsobligaties, vanwege de beschikbaarheid van convenanten en onderpand. Een dergelijk relatief aantrekkelijk risicoprofiel, gecombineerd met het bestaan van een illiquiditeitspremie, biedt een interessante mogelijkheid voor beleggers die hun beleggingen in midcapleningen gedurende de gehele looptijd van de lening (tussen de drie en zeven jaar) kunnen vasthouden.

Duurzame doelstellingen gekoppeld aan de SDG's van de VN zijn ook terug te vinden bij midcapleningen, zoals onder meer Goede gezondheid en welzijn (SDG 3), Betaalbare duurzame energie (SDG 7), Duurzame, veilige en veerkrachtige steden en gemeenschappen (SDG 11) en Klimaatverandering tegengaan (SDG 13).

MKB-leningen



Deze strategie verstrekt achtergestelde leningen aan solide en winstgevende kleine en middelgrote ondernemingen (MKB) in Nederland. MKB-leningen in Nederland zijn het meest aantrekkelijk voor langetermijnbeleggers die zich comfortabel voelen bij het aanhouden van illiquide beleggingen in hun portefeuille. Typische looptijden van MKB-leningen liggen tussen de zes en acht jaar.

Vergeleken met traditionele vastrentende beleggingen biedt deze strategie hoge rentetarieven ten opzichte van de euro swapcurve. Onze op Nederland gerichte MKB-strategie kent relatief lage wanbetalingspercentages en garanties van het Europees Investeringsfonds (EIF) (met een garantie van 50%, 70% of 80%) of de Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (RVO) (met een garantie van 50%).

Deze MKB-leningen dragen positief bij aan de economische groei, het scheppen van banen en de bedrijfscontinuïteit door toegang te bieden tot Goede banen, duurzame economische groei en eerlijke verdeling van welvaart (SDG 8). Bovendien moet elke investering die via het EIF-programma wordt gedaan, voldoen aan ten minste één van de EIF-criteria (SDG 7 of SDG 9).⁷

Deze voordelen moeten worden afgewogen tegen de mogelijke nadelen van de leningen. Ze zijn zeer illiquide en (momenteel) geconcentreerd in het Nederlandse MKB. Het rendement hangt ook af van het vermogen van de manager om te beleggen in de meest aantrekkelijke leningen onder de juiste set convenanten. Een voordeel is dat een gespecialiseerde manager zich kan richten op de Nederlandse markt en gebruik kan maken van bestaande contacten met marktpartijen, zoals banken en private equity investeerders.

Nederlandse hypotheek



Nederlandse hypotheekleningen zijn directe consumentenleningen, die toegankelijk zijn via fondsen, special purpose vehicles (SPV's) of aparte mandaten. Beleggingen worden doorgaans gedaan via een pool van vele duizenden hypotheekleningen. De totale omvang van de Nederlandse hypotheekmarkt bedraagt circa € 809 miljard.⁸

Het kredietrisico dat aan deze beleggingscategorie is verbonden is zeer laag. Een deel van deze markt wordt tevens gegarandeerd door de Nederlandse Rijksoverheid (met een eigen risico van 10% voor de uitgevende instelling). De liquiditeit van deze leningen is echter zeer beperkt, waardoor deze beleggingscategorie vooral aantrekkelijk is voor langetermijnbeleggers.⁹

Securitisaties



Securitisaties zijn leningen die worden gedekt door specifiek onderpand. De grootste sectoren zijn woninghypotheekleningen, consumentenleningen (creditcard- en autoleningen), commerciële hypotheekleningen en leningen aan bedrijven. In tegenstelling tot hun reputatie waren de wanbetalingspercentages op Europese securitisaties tijdens de financiële crisis aanzienlijk lager dan op bedrijfsobligaties met een vergelijkbare rating. Andere aantrekkelijke kenmerken van securitisaties zijn de sterke ESG-integratie en de hoge liquiditeit via de secundaire markt.

Een subcategorie van securitisaties zijn de eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde (oftewel *simple, transparent and Standardised* (STS)) leningen.¹⁰ STS securitisaties voldoen aan strenge eisen van toezichhouders, waaronder een uit meerdere stappen bestaand proces om de STS-criteria te verifiëren (zoals uiteengezet in de zogeheten securitisatieverordening).¹¹

⁷ Deze criteria zijn beschikbaar via https://assets.foleon.com/eu-central-1/de-uploads-7e3kk3/22890/innovation_digitalisation_slides.dedf85192f5c.pdf en https://assets.foleon.com/eu-west-2/uploads-7e3kk3/22890/sustainability_guarantee_layout.3fa120984a1d.pdf.

⁸ Per Q3 2023. Bron: De Nederlandsche Bank (DNB).

⁹ Liquiditeit kan beter zijn voor beleggers in hypotheekfondsen. Omdat de hypotheekleningen een substantieel bedrag aan inkomsten genereren (als gevolg van hypotheekbetalingen en aflossingen), kan er in de loop van de tijd voldoende contant geld beschikbaar komen om de uitstap van fondsdeelnemers te faciliteren.

¹⁰ Voor beleggers die niet te maken hebben met hoge kapitaalvereisten voor securitisaties (bijvoorbeeld particuliere beleggers of liefdadigheidsinstellingen) kan het hoogrentende segment van de markt voor securitisaties ook interessant zijn.

¹¹ Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/themas/belangrijke-europese-wet-en-regelgeving/securitisatie-verordening> voor meer informatie.

**Krediet-
faciliteiten en
fondsfinanciering**



Een andere categorie zijn kredietfaciliteiten en fondsfinanciering. Wij richten ons hierbij met name op leningen aan private equity fondsen. Kredietfaciliteiten zijn leningen gedurende de beleggingsperiode van het fonds waarbij gebruik wordt gemaakt van de nog niet opgenomen toezeggingen van beleggers. Deze leningen zijn kortlopend en hebben een laag kredietrisico, met een rating van AA of A. De kredietsterkte komt voort uit zowel de sterke kapitaalspositie van de beleggers als aanvullende beschermingsmaatregelen.¹²

Een andere mogelijkheid is fondsfinanciering met een (zeer) lage LTV (*loan-to-value*) voor private-equityfondsen. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de aanwezige beleggingen in het fonds. Deze leningen hebben doorgaans een looptijd van drie tot zes jaar en hebben een LTV van 10 – 20% en een rating van A/BBB. De kredietsterkte is afgeleid van de lage LTV en structurele bescherming.

**Leningen met
staatsgarantie**



Deze categorie biedt toegang tot leningen aan regionale en lokale overheden, sociale-woningbouwverenigingen en projectfinancieringsleningen gegarandeerd door exportkredietinstellingen of multilaterale ontwikkelingsbanken. Door de staatsgarantie is het kredietrisico voor deze leningen vergelijkbaar met dat van staatsobligaties, terwijl beleggers een aantrekkelijke illiquiditeitspremie ontvangen. Over het algemeen is de liquiditeit via een secundaire markt beperkt, waardoor deze strategie vooral interessant is voor institutionele buy-and-hold-beleggers. Deze strategie is ook zeer geschikt voor duurzaam beleggen, gericht op verschillende SDGs, bijvoorbeeld door de ontwikkeling van sociale woningbouw te financieren, of specifieke duurzame en/of sociale projecten in ontwikkelingslanden. Twee belangrijke categorieën binnen deze strategie zijn WSW-leningen en ECA-leningen.

WSW-leningen zijn leningen aan Nederlandse woningbouwverenigingen die vallen onder het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW). De verplichtingen van WSW worden uiteindelijk gegarandeerd door de Nederlandse centrale overheid. Dit zijn zeer aantrekkelijke beleggingen voor een renteafdeckingsportefeuille, gezien de veilige, stabiele en voorspelbare kasstromen. Bovendien genereren deze leningen een aantrekkelijke illiquiditeitspremie ten opzichte van staatsobligaties en bieden ze de mogelijkheid om te beleggen met (maatschappelijke) impact.

Leningen van exportkredietagentschappen (ECA) zijn leningen die sociale en duurzame projecten in ontwikkelde en opkomende markten kunnen financieren, zoals sociale huisvesting, hernieuwbare energie en gezondheidszorg. Zij profiteren van een volledige garantie van een centrale overheid met een hoge kredietrating via een exportkredietagentschap.¹³ Gezien de complexiteit en de hoge toetredingsbarrières bieden ECA-leningen een aanzienlijke premie ten opzichte van staatsobligaties, terwijl ze ook diversificatievoordelen bieden. Ten slotte zijn zowel beleggingen met variabele en een vaste rente beschikbaar.

**Duurzame
infrastructuur-
projecten**



Deze categorie heeft betrekking op de financiering van apparatuur, faciliteiten en netwerken die essentiële openbare diensten leveren. Deze beleggingen genereren doorgaans voorspelbare, contractuele en/of gereguleerde inkomsten voor een lange termijn. Infrastructuur biedt vaak ook een zekere mate van inflatiebescherming, afhankelijk van de specifieke investering.

De opkomst van infrastructuur als beleggingscategorie wordt ondersteund door structurele trends, zoals de oproep van overheden aan particuliere investeerders om infrastructuurprojecten mogelijk te maken. In het bijzonder hebben de EU en nationale overheden zich gecommitteerd aan de energietransitie, in lijn met het klimaatakkoord van Parijs. Dit leidt tot een groeiende pijplijn van projecten op het gebied van hernieuwbare energie en schone technologie.

Er bestaan diverse mogelijkheden om in infrastructuur te investeren, variërend van onder meer hernieuwbare energie, circulaire economieën, schoon vervoer, energie-efficiëntie, e-mobiliteit, groene waterstof en energieopslag. Beleggers kunnen hierbij beleggen in leningen met een vaste of variabele rente. Strategieën die meer gericht zijn op hernieuwbare infrastructuur en de energietransitie (windenergie, zonne-energie en nieuwe technologieën) zijn ook beschikbaar.

De stabiele, langetermijn- en voorspelbare kasstromen maken infrastructuurleningen een goede kandidaat voor een renteafdeckingsportefeuille.¹⁴ Ze zijn doorgaans ook zeer illiquide, waardoor ze het meest geschikt zijn voor langetermijnbeleggers.

¹² Voor fondsfinanciering heeft structurele bescherming betrekking op de manier waarop het investeringsplan is gestructureerd (bijv. via convenanten en clausules rondom wanbetaling).

¹³ Deze ECA's worden dus volledig gegarandeerd door hun respectieve centrale overheden

¹⁴ Van toepassing op leningen met een vaste rente.

Verzekerd krediet



Verzekerd krediet biedt beleggers toegang tot alternatieve beleggingen met aanvullende maatregelen om het risico te verminderen. Hierdoor wordt een aantrekkelijk rendement, in combinatie met een hoog rendement op kapitaal, mogelijk. Bij deze strategie wordt belegd in leningen waarbij het kredietrisico wordt verzekerd door verzekeringsmaatschappijen met een AA- of A-rating. Hierbij wordt gebruikgemaakt van een proces in twee stappen. Ten eerste worden beleggingen (leningen, obligaties of gestructureerde financieringstransacties) aangetrokken via ontwikkelings- en commerciële banken. Vervolgens wordt het onderliggende onderpand beoordeeld door het team van krediet-, ESG- en verzekeringsexperts van Aegon AM. Als de gestelde zekerheden aan strenge criteria voldoen, wordt het kredietrisico overgedragen aan verzekeringsmaatschappijen met een AA- of A-rating.

De verzekeringsmaatschappijen nemen dan tot 100% van het kredietrisico van de onderliggende lening op zich in ruil voor een verzekeringspremie. De belegger profiteert zodoende van een dubbele zekerheidsstelling: ten eerste is er het onderpand voor de hoofdsom- en rentebetalingen en ten tweede zijn er de verzekeringsmaatschappijen bij niet-betaling van het onderpand.

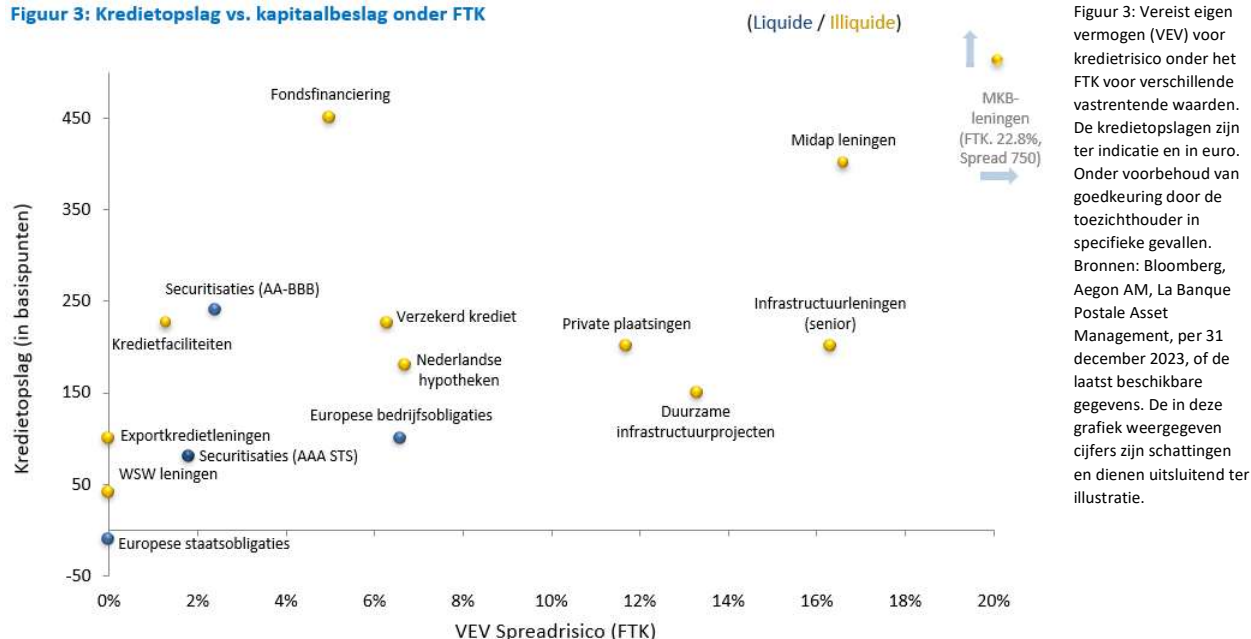
Deze categorie heeft een sterk diversificatieprofiel in vergelijking met andere vastrentende beleggingen, door een breed spectrum aan verzekeringsmaatschappijen en divers onderliggend onderpand. Transacties kunnen leningen omvatten uit verschillende landen, sectoren en typen debiteuren, waaronder onder andere opkomende markten, bedrijven, securitisaties, infrastructuur en projectfinanciering. Beleggers kunnen de typen onderpand van hun voorkeur selecteren en de rendementsvereisten optimaliseren, afhankelijk van de risicobereidheid en portefeuilledoelstellingen.

Verzekerde kredieten bieden een extra spread ten opzichte van traditionele beleggingen. De liquiditeit via een secundaire markt is echter beperkt, wat ook deze strategie het meest interessant maakt voor langetermijnbeleggers. Verzekerd krediet biedt ook de mogelijkheid om leningen met sterke sociale en ecologische kenmerken te selecteren. Er zijn ook mogelijkheden waarbij het onderliggende onderpand (sterk) aansluit bij de SDG's, vooral binnen de opkomende markten – bijvoorbeeld Goede gezondheid en welzijn (SDG 3), Goede banen, duurzame economische groei en eerlijke verdeling van welvaart (SDG 8) en Duurzame industrie, innovatie en infrastructuur (SDG 9).

Kapitaalsvereisten onder het Financieel Toetsingskader (FTK)

Alternatieve vastrentende waarden zijn vaak aantrekkelijk als het gaat om het (verwachte) rendement ten opzichte van het vereiste kapitaal. In figuur 3 vergelijken we de kapitaalsvereisten voor de verschillende strategieën die we in dit artikel hebben geïntroduceerd. We gaan hierbij uit van het vereiste eigen vermogen voor kredietrisico, cf. de regels van het Financieel Toetsingskader (FTK) voor Nederlandse pensioenfondsen. Ter vergelijking worden ook de resultaten voor twee traditionele, liquide categorieën (Europese staats- en bedrijfsobligaties) getoond in figuur 3.

Figuur 3: Kredietopslag vs. kapitaalbeslag onder FTK



Figuur 3: Vereist eigen vermogen (VEV) voor kredietrisico onder het FTK voor verschillende vastrentende waarden. De kredietopslagen zijn ter indicatie en in euro. Onder voorbehoud van goedkeuring door de toezichthouder in specifieke gevallen. Bronnen: Bloomberg, Aegon AM, La Banque Postale Asset Management, per 31 december 2023, of de laatst beschikbare gegevens. De in deze grafiek weergegeven cijfers zijn schattingen en dienen uitsluitend ter illustratie.

Uit figuur 3 blijkt duidelijk dat de meeste alternatieve vastrentende strategieën relatief kapitaalefficiënt zijn. Hiermee bedoelen we een hogere kredietopslag bij een vergelijkbaar vereist eigen vermogen, of een lager vereist eigen vermogen bij een vergelijkbare kredietopslag, vergeleken met traditionele, liquide beleggingscategorieën. Het toevoegen van deze strategieën zal echter doorgaans leiden tot minder liquide portefeuilles, zodat beleggers voldoende ruime illiquiditeitsbudgetten moeten hebben om hieraan tegemoet te komen. Het is ook belangrijk om in gedachten te houden dat de looptijd van de beleggingen een belangrijke rol speelt bij de berekening van het vereiste eigen vermogen. Een langere looptijd impliceert immers een hoger vereist eigen vermogen onder het FTK. Langetermijnbeleggers als pensioenfondsen kunnen dit echter compenseren met langlopende beleggingen die zijn afgestemd op de verplichtingen (bijvoorbeeld infrastructuurleningen, WSW-leningen en onderhandse plaatsingen).

N.B. De Nederlandse MKB-leningen vallen buiten de schaal van deze grafiek vanwege de hoge kredietopslag voor deze categorie.

Illiquide beleggingen onder het nieuwe pensioenstelsel

Illiquide beleggingen vormen voor veel pensioenfondsen een belangrijk onderdeel van de beleggingsportefeuille. De eerste inzichten van onze experts bij Aegon AM geven aan dat:

- De ruimte voor illiquide beleggingen binnen de solidaire premieregeling vergelijkbaar is met de situatie onder het huidige pensioenstelsel.
- Door de verschillende mandaten is er onder de flexibele premieregeling in beginsel minder ruimte voor illiquide beleggingen.
- Bij de flexibele premieregeling is vooral de optimalisatie van het beleggingsbeleid van belang.

Conclusies

Alternatieve vastrentende waarden zijn in de afgelopen jaren een belangrijk onderdeel geworden van de portefeuilles van institutionele beleggers. Deze beleggingen geven toegang tot nieuwe markten, zoals directe leningen aan consumenten via woninghypotheken of via securitisaties van consumentenkrediet. Dit diversifieert traditionele vastrentende portefeuilles, met hun grote nadruk op staats- en bedrijfsobligaties. Veel alternatieve vastrentende waarden bieden ook een aantrekkelijke illiquiditeitspremie vergeleken met liquide leningen. Beleggers met langetermijnverplichtingen hebben doorgaans een aanzienlijk budget voor illiquide beleggingen en kunnen deze premie dus 'oogsten' met beleggingen die goed in hun renteafdekkingsportefeuille passen.

Alternatieve vastrentende waarden zijn ook zeer geschikt voor duurzaam beleggen. Deze categorie financiert vaak projecten die geen gemakkelijke toegang hebben tot de kapitaalmarkten en anders minder financiering zouden krijgen. Kansen voor verantwoord, duurzaam en impactbeleggen zijn op veel terreinen te vinden. Duurzaam beleggen in bijvoorbeeld infrastructuur is nu al een grote trend. Er zijn ook mogelijkheden beschikbaar op het gebied van hernieuwbare energiebronnen, waterzuivering, communicatie en mobiliteit, zowel in ontwikkelde als opkomende landen.

Vanuit een kapitaalsoogpunt worden veel alternatieve vastrentende waarden ook gunstig behandeld. Voorbeelden hiervan zijn hypotheken, verzekerde onderhandse leningen, leningen van exportkredietinstellingen en andere illiquide leningen met staatsgarantie.

Alternatieve vastrentende strategieën vertonen kortom een grote verscheidenheid in termen van spreiding, risico, liquiditeit, looptijd en mogelijkheden voor verantwoord beleggen. Hierdoor kunnen beleggers die categorieën kiezen die het beste bij hun specifieke beleggingsbehoeften passen, door rekening te houden met de verschillende kenmerken.

Aegon AM is sterk in vastrentende waarden en maakt deel uit van de Aegon Groep, een van de leidende financiële dienstverleners ter wereld. Aegon AM heeft een vermogen van EUR 289 miljard onder beheer.¹⁵ Aegon AM biedt oplossingen voor zowel liquide als illiquide strategieën en publieke en private markten, zowel voor beleggingen met een korte als een lange looptijd.

Met ruim EUR 80 miljard aan belegd vermogen in Alternative Fixed Income is Aegon AM een van de toonaangevende vermogensbeheerders voor deze beleggingscategorie in de institutionele markt.

Aegon AM biedt de mogelijkheid om alle investment-grade strategieën te integreren in de LDI-portefeuilles van onze klanten, waardoor een geïntegreerde vastrentende oplossing wordt geboden.

Aegon AM's duurzame oplossingen

Er is een evolutie gaande in producten en diensten met een duurzaamheidsthema, waardoor een groeiend aantal bedrijven wordt verleid om oplossingen te bieden voor belangrijke uitdagingen op het gebied van duurzaamheid. Wij zijn van mening dat dit ook aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden biedt, een beter rendement kan opleveren en tegelijkertijd kan bijdragen aan een meer duurzame wereld.

Onze duurzame strategieën zijn gericht op een reeks beleggingsmogelijkheden die bijdragen aan een of meer duurzaamheidsuitdagingen of -trends. Ons toegewijde Verantwoord Beleggen (RI) team leidt de ontwikkeling van onze RI-methodologie en adviseert over de bepaling van het beleggingsuniversum. De processen voor deze activiteiten kunnen variëren, afhankelijk van de belegging, maar er is meestal een commissie of discussiegroep bij betrokken onder voorzitterschap van een RI-teamlid om de consistentie en geloofwaardigheid van het duurzaamheidsvoorstel van de strategie te garanderen. Voor elke in aanmerking komende uitgevende partij wordt een uitgebreide duurzaamheidsanalyse uitgevoerd, waardoor voldoende betrokkenheid bij duurzame economische activiteiten wordt gegarandeerd en er geen significante schade wordt toegebracht aan andere milieu- en sociale doelstellingen.

¹⁵ Per 30 september 2023.

Disclosures

For Professional Investors only and not to be distributed to or relied upon by retail clients.

The principal risk of this product is the loss of capital. Please note that the investments underlying this particular strategy are illiquid and investors should consider fully the consequences of investing in illiquid assets. Other risks will be present. The materiality of these risks will be accounted for in the mandate which will be governed by an investment management agreement.

All investments contain risk and may lose value. Responsible investing is qualitative and subjective by nature, and there is no guarantee that the criteria utilized, or judgement exercised, by any company of Aegon Asset Management will reflect the beliefs or values of any one particular investor. Responsible investing norms differ by region. There is no assurance that the responsible investing strategy and techniques employed will be successful. Investors should consult their investment professional prior to making an investment decision.

Opinions and/or example trades/securities represent our understanding of markets both current and historical and are used to promote Aegon Asset Management's investment management capabilities: they are not investment recommendations, research or advice. Sources used are deemed reliable by Aegon Asset Management at the time of writing. Please note that this marketing is not prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing by Aegon Asset Management or its employees ahead of its publication.

All data is sourced to Aegon Asset Management (a trade name of Aegon Investment Management B.V.) unless otherwise stated. The document is accurate at the time of writing but is subject to change without notice. Data attributed to a third party ("3rd Party Data") is proprietary to that third party and/or other suppliers (the "Data Owner") and is used by Aegon Investment Management B.V. under license. 3rd Party Data: (i) may not be copied or distributed; and (ii) is not warranted to be accurate, complete or timely. None of the Data Owner, Aegon Investment Management B.V. or any other person connected to, or from whom Aegon Investment Management B.V. sources, 3rd Party Data is liable for any losses or liabilities arising from use of 3rd Party Data.

Aegon Asset Management UK plc is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Aegon Investment Management B.V. (Chamber of Commerce number: 27075825) is registered with the Netherlands Authority for the Financial Markets as a licensed fund management company. On the basis of its fund management license Aegon Investment Management B.V. is also authorized to provide individual portfolio management and advisory services. Aegon AM NL also operates through branches in Germany and Spain. These branches are regulated by the BaFin (Germany) and CNMV (Spain) based on the home-host state supervision rules.

Past performance does not predict future returns. Outcomes, including the payment of income, are not guaranteed.

Please note that not all sub-funds and share classes may be available in each jurisdiction. This content is marketing and does not constitute an offer or solicitation to buy any fund(s) mentioned. No promotion or offer is intended other than where the fund(s) is/are authorized for distribution.

Please visit <https://www.aegonam.com/en/contact/> for an English summary of investor rights and more information on access to collective redress mechanisms

AdTrax: 6303681.3. Expiry Date: 31-03-2025