



VOOR PROFESSIONELE BELEGERS

CASH FLOW DRIVEN INVESTMENT: OUDE WIJN IN NIEUWE ZAKKEN OF TOCH MEER?

Het is een beproefd recept voor pensioenfondsen: de beleggingsportefeuille wordt verdeeld in een matching- en rendementsportefeuille. De matchingportefeuille is bedoeld om de verplichtingen af te dekken en de rendementsportefeuille moet voor extra rendement zorgen. Deze tweedeling maakt het vraagstuk van verplichting-gedreven beleggen of liability-driven investing (LDI) overzichtelijker. Tegelijkertijd is het wellicht kunstmatig omdat ook de rendementsportefeuille vaak beleggingen in vastrentende waarden bevat. Dit zijn vaak bedrijfsobligaties van een lagere kredietkwaliteit die typisch een hoge correlatie met de beurskoers van de uitgevende bedrijven hebben en daarmee eerder als aandelenrisico kunnen worden gezien. Deze obligaties zijn natuurlijk ook gevoelig voor renteveranderingen.

Momenteel zien we bij Britse pensioenfondsen een trend om deze tweedeling aan de kant te zetten of, om preciezer te zijn, te vervangen door een driedeling met als toevoeging een Cash Flow Driven Investment (CDI) portefeuille. Het idee hierachter is vrij intuïtief: het matchen van verplichtingen met vastrentende waarden met een lagere kredietwaardigheid binnen een "buy-and-maintain" strategie. Met deze aanpak kan meer kredietrisico worden genomen, zolang de verplichting en het inkomen dat de vastrentende waarde genereert goed op elkaar zijn afgestemd. Door het matchen van verplichtingen en inkomsten is het zelfs mogelijk om liquiditeitsrisico te nemen: de inleg kan voor meerdere jaren vastgezet worden, maar zolang er voldoende rente op hetzelfde moment wordt uitgekeerd als er aan pensioenverplichtingen moet worden voldaan, is dit geen probleem.

OVER WAT VOOR EEN SOORT VASTRENTENDE WAARDEN HEBBEN WE HET?

De meer liquide beleggingscategorieën zijn bedrijfsobligaties, zowel investment-grade als high-yield, en obligaties uit opkomende markten (bedrijfs- en staatsobligaties). Minder liquide categorieën zijn bijvoorbeeld hypothecaire leningen, leningen voor het midden- en kleinbedrijf (SME-leningen) en leningen die gelinkt zijn aan infrastructuur en commercieel vastgoed. Mede gedreven door de huidige lage rentestand beleggen Nederlandse pensioenfondsen al langer in een aantal van deze assets. Is het concept van CDI dan geen oude wijn in nieuwe zakken? Wij denken van niet: het vernieuwende van de CDI portefeuille is dat deze onderdeel van de matchingportefeuille is. Veel pensioenfondsen zien deze meer risicovolle belegging als onderdeel van de rendementsportefeuille. Voordat we hier verder op in gaan, diepen wij eerst het concept verder uit.

De CDI portefeuille kan dus uit minder liquide beleggingen bestaan. Zoals gezegd, hierbij is het belangrijk dat verplichtingen en rentebetalingen goed matchen. Natuurlijk geldt dit ook voor de meer liquide beleggingen. Als er sprake is van een goede matching, is het niet nodig om bijvoorbeeld obligaties (of zelfs illiquide leningen) te verkopen om aan de verplichtingen te voldoen. Hierdoor wordt een "buy-and-maintain" strategie mogelijk, waarbij het niet nodig is om de portefeuille aan te passen als gevolg van – tijdelijke – beursschommelingen. Het risico dat overblijft in de portfolio is het wanbetalingsrisico. Dit kan door middel van een goede screening, due diligence en een goed gespreide portfolio beperkt worden.



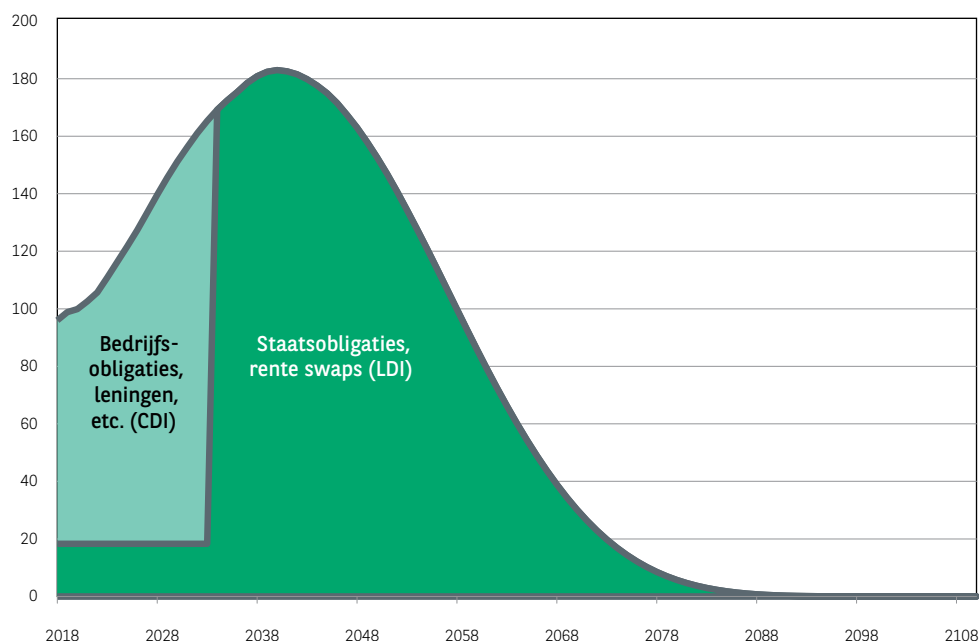
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**

CDI: DE DERDE DEELPORTEFEUILLE

Als we de traditionele matchingportefeuille de LDI portefeuille noemen en de rendementsportefeuille RP, hebben we met CDI drie deelportefeuilles. De LDI portefeuille blijft nodig voor het afdekken van de langlopende verplichtingen. Daarnaast vormen staatsobligaties, die een onderdeel zijn van de LDI portefeuille, onderpand voor het gebruik van derivaten (in de LDI, CDI of RP portefeuille). De LDI en CDI portefeuilles vormen samen de nieuwe matchingportefeuille. Figuur 1 illustreert hoe de LDI en CDI portefeuille gecombineerd kunnen worden: simpel gezegd dekt de LDI portefeuille vooral het durationrisico af en de CDI portefeuille vooral het cash flow risico. Deze nieuwe matchingportefeuille genereert naar verwachting een hoger rendement dan de LDI portefeuille alleen. De risicovollere RP kan hierdoor kleiner worden.

FIGUUR 1: HOE LDI EN CDI TE COMBINEREN?



Bron: BNP Paribas Asset Management, februari 2018

EEN ELEGANT CONCEPT...

We vinden de gedachte achter een CDI portefeuille elegant. Als het vermogen van een pensioenfonds moet groeien, en liefst harder dan de verplichtingen, dan moet het fonds risico's nemen. De CDI portefeuille spitst de risico's toe op het verplichtingsprofiel van het fonds. Zo kan het fonds beter rekeninghouden met zijn (typisch) langere beleggingshorizon en meer profiteren van de premie voor het liquiditeitsrisico door meer in minder liquide beleggingscategorieën met vaak een hoger rendement te beleggen.

Zoals gezegd, beleggen veel Nederlandse pensioenfondsen al langer in assets die eerder thuishoren in de CDI portefeuille. Nu vallen deze beleggingen in de RP; in de berekening van vereiste dekkingsgraad moet de rentegevoeligheid van deze beleggingen echter wel worden meegenomen. Het CDI concept biedt ons inziens een mooi raamwerk om op een meer geïntegreerde manier rekening te houden met dit type beleggingen. Voor ons is het CDI concept geen oude wijn in nieuwe zakken.

...DAT VERDER ONDERZOEK VEREIST

Blijft de vraag of het echt past binnen het wettelijke Financiële Toetsing Kader (FTK). Wat is bijvoorbeeld de impact op de vereiste dekkingsgraad? Met de verschuiving naar de CDI portefeuille neemt het aandelenachtige risico van de RP af, maar wat is het netto-effect? Verder werkt het huidige FTK, anders dan in de UK, met een officiële discountcurve. Er kan alleen sprake zijn van een goede matching als er voldoende correlatie is tussen de officiële discountcurve en de CDI portefeuille. In het Britse stelsel is dit minder relevant; door grotere flexibiliteit bij de keuze van de discountcurve kunnen Britse pensioenfondsen zich meer richten op het matchen van de verplichting in plaats van de relatieve rentegevoeligheid ten opzichte van de discountcurve. Wij staan sympathiek tegenover dit idee; het kan een interessant element zijn om mee te nemen in de discussie over een nieuw Financiële Toetsing Kader.

Is, los van het FTK, een CDI aanpak überhaupt een goede optie voor elk pensioenfonds? Waarschijnlijk is een CDI portefeuille vooral iets voor gesloten fondsen met beperkte premie-inkomsten.

Kortom, het concept van een CDI portefeuille biedt ons inziens een mooi raamwerk om op een meer geïntegreerde manier vastrentende waarden met een lagere kredietkwaliteit en/of liquiditeit op te nemen in de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds. Deze beleggingen zijn ook een mogelijkheid om aan te sluiten bij de wens van de publieke opinie om meer (rechtstreeks) in de reële economie te beleggen. Daarnaast biedt het rechtstreekse karakter van de beleggingen pensioenfondsen een mogelijkheid om een extra duurzaam accent of een extra inflatiehedge in de portefeuille in te brengen.

Er is ons inziens sprake van een verfrissende kijk op de portefeuille-indeling. Meer onderzoek is nodig om beter inzicht te krijgen of het concept past binnen het Nederlandse toezichtkader nu en in de toekomst. En zo ja, hoe dit concept het beste kan worden ingepast en welke pensioenfondsen er het meeste baat bij hebben.



VOOR MEER INFORMATIE, CONTACT

+31-20-5275223



Joost Höppener

Head of Sales Netherlands
BNP Paribas Asset Management
joost.hoppener@bnpparibas.com



Koye Somefun

Head of Multi Asset & Solutions
in Quant Research Group
BNP Paribas Asset Management
koye.somefun@bnpparibas.com



Maurice Kraaijenbrink

Senior Solutions Designer
in Multi Asset,
Quantitative & Solutions
BNP Paribas Asset Management
maurice.kraaijenbrink@bnpparibas.com

Ga voor meer beleggingsexpertise naar
bnpparibas-am.nl of investors-corner.bnpparibas-am.com

Dit materiaal is uitgegeven door BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam).

Dit materiaal dient enkel ter informatie en is:

1. geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven, en
2. geen beleggingsadvies.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten. De in dit materiaal opgenomen opinies zijn het oordeel van BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. op het gespecificeerde moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**