

BALANSMANAGEMENT: HOEVEEL ILLIQUIDE BELEGGINGEN KUNNEN PENSIOENFONDSEN AAN?

Door Sibrand Drijver

Veel pensioenfondsen hebben de omvang van hun illiquide beleggingen de afgelopen jaren verhoogd. Dit roept de vraag op hoeveel illiquide beleggingen pensioenfondsen aankunnen, zonder dat het risicoprofiel substantieel wijzigt na een financiële schok. Het Investment Solutions Center van TKP Investments en Aegon Asset Management doet hier onderzoek naar.

ONDERZOEK NAAR MAXIMALE OMVANG IN ILLIQUIDE BELEGGINGEN

De omvang van beleggingen door pensioenfondsen in hypotheek en andere illiquide categorieën, zoals private equity en private debt, is de laatste jaren fors gestegen. Deze stijging komt mede door de lage rentes, waardoor pensioenfondsen op zoek zijn gegaan naar aanvullende manieren om rendement te genereren. Omdat pensioenfondsen in het algemeen een zeer lange beleggingshorizon hebben, kunnen de deelnemers

profiteren van de zogenaamde illiquiditeitspremie: een additionele compensatie voor het langdurig ter beschikking stellen van kapitaal.

Natuurlijk zitten er grenzen aan de hoeveelheid illiquide beleggingen die een pensioenfonds aankan. Het pensioenfonds zal immers altijd aan zijn verplichtingen moeten kunnen voldoen. Dit zijn zowel verplichtingen uit hoofde van toegezegde pensioenen, als verplichtingen als gevolg van onderpanduitwisseling indien bepaalde risico's met derivaten zijn afgedekt. Dit laatste speelt in het bijzonder onder de European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Ook kan er een probleem ontstaan met het herbalanceren van de beleggingsportefeuille. Doordat er grenzen zitten aan de omvang van de illiquide beleggingen, is de logische vraag: waar ligt die grens? De toezichthouder spreekt in dit kader over de 'illiquidity risk appetite'.

Hoewel het antwoord op deze vraag per pensioenfonds verschilt, worden in ons onderzoek handvatten aangereikt om deze vraag te beantwoorden. In de kern komt het neer op het modelleren van het beleid van het specifieke pensioenfonds dat beschouwd wordt, het vaststellen van de mate van liquiditeit

van beleggingscategorieën en het definiëren van scenario's. Hieronder wordt op deze drie aspecten ingegaan. Daarna wordt beargumenteerd dat de gehanteerde methode prudent is.

MODELLEREN BELEID PENSIOENFONDS

Nadat een pensioenfonds zijn doelstellingen heeft geformuleerd, volgt het vaststellen van de risicohouding. Deze risicohouding is een natuurlijk vertrekpunt voor het definiëren van de strategische beleggingsportefeuille, inclusief onder- en bovengrenzen. Op deze manier wordt voorkomen dat de beleggingsportefeuille te veel af kan wijken van de oorspronkelijke doelstellingen. Om te toetsen hoeveel illiquide beleggingen een pensioenfonds aankan, wordt expliciet rekening gehouden met deze grenzen. Hoewel er mogelijk nog steeds voldoende geld beschikbaar is voor het doen van betalingen, kan er namelijk wel een situatie ontstaan waarbij de beleggingsportefeuille niet meer aansluit bij de oorspronkelijke doelstellingen.

Voor deze analyse zijn niet alleen de strategische beleggingsportefeuille en de verwachte pensioenuitkeringen van belang. Ook het beleid inzake het afdekken van specifieke risico's, zoals rente- en valutarisico, is relevant. Veel



Sibrand Drijver

pensioenfondsen hebben bijvoorbeeld een dynamisch beleid met betrekking tot het afdekken van het renterisico. Bij een (voldoende grote) rentestijging zullen deze pensioenfondsen meer renteswaps afsluiten, wat weer gevolgen heeft voor de vereiste liquiditeitsbehoefte in geval van een verdere rentestijging.

CLASSIFICEREN BELEGGINGSCATEGORIEËN

In de praktijk is er sprake van een geleidelijke schaal waarop beleggingen geclassificeerd kunnen worden als (il)liquide. Enkele beleggingen kunnen binnen enkele dagen tegen marktconforme prijzen worden verkocht. Voor andere categorieën geldt een periode van enkele weken, maanden of zelfs jaren. In het kader van dit onderzoek is ervoor gekozen om beleggingscategorieën aan te duiden als óf liquide óf illiquide. Als illiquide zijn aangemerkt: directe investeringen in hypotheek, private equity, private debt en direct vastgoed.

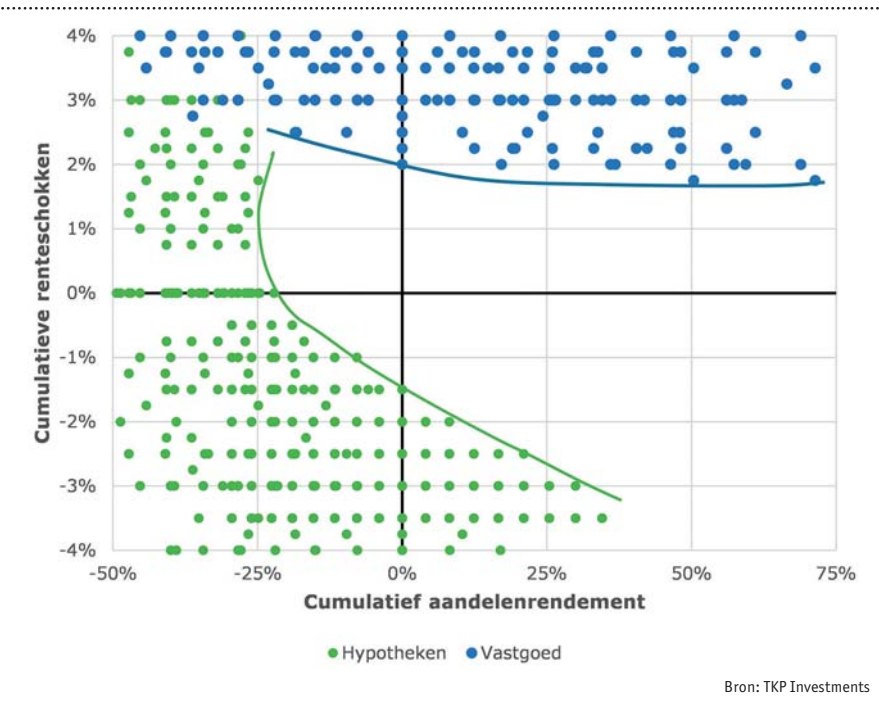
SCENARIO'S WAARIN GEVOELIGHEID NAAR FACTOREN WORDT GETEST

Binnen het model zijn scenario's ontwikkeld voor veranderingen in de rente, vreemde valuta, aandelen en credit spreads. Dit zijn de factoren waar de meeste pensioenfondsen het gevoeligst voor zijn. Per periode wordt er een gedefinieerde schok toegepast.

BEREKENING GRENS ILLIQUIDE BELEGGINGEN

Het model blijft net zo lang de gedefinieerde schok per periode doorvoeren, totdat niet meer geherbalanceerd kan worden naar de strategische gewichten wanneer de beleggingsportefeuille buiten de gestelde grenzen komt. In iedere periode wordt na een schok het pensioenfondsspecifieke beleid toegepast. Er wordt bijvoorbeeld gekeken of de mate van renteafdekking moet worden aangepast na een rentestijging. Ook wordt de valuta-afdekking uitgevoerd conform het beleid. Uiteraard wordt rekening gehouden met de pensioen-uitkeringen en de benodigde liquide middelen om aan de onderpand-verplichtingen te voldoen.

Figuur 1: Cumulatieve aandelen- en renteschok waarbij allocatie illiquide beleggingen niet meer geherbalanceerd kan worden binnen de strategische bandbreedtes



In Figuur 1 worden de uitkomsten getoond van het model voor een specifieke casus. Hierbij is gekozen voor een allocatie van 40% illiquide beleggingen. Naast de omvang van de cumulatieve schokken is ook inzichtelijk gemaakt welke beleggingscategorie ervoor zorgt dat de beleggingsportefeuille niet meer binnen de gestelde strategische grenzen kan worden gestuurd. Het gebied in de grafiek waarin geen punten staan, leidt modelmatig niet tot liquiditeitsproblemen. Door dergelijke figuren te tonen voor verschillende percentages illiquide beleggingen, kan ingeschat worden welke omvang passend is bij een gegeven beleid van een specifiek pensioenfonds.

PRUDENTE AANNAMES IN VERBAND MET KASSTROMEN BINNEN FONDSEN

Binnen het model worden beleggingen aangeduid als liquide of illiquide. Dit betekent dat er gewerkt wordt met prudente, ofwel voorzichtige aannames. Er wordt namelijk géén rekening gehouden met de kasstromen die de als illiquide bestempelde beleggingscategorieën genereren. Voor bijvoorbeeld investeringen in directe hypotheek

kunnen deze kasstromen relatief groot zijn. Zo zullen er gelden binnenkomen in verband met reguliere rentebetalingen en aflossingen. Daarnaast kan er ook nog sprake zijn van vervroegde aflossingen. Deze gelden worden vaak binnen een fonds herbelegd, maar klanten kunnen er ook voor kiezen deze kasstromen aan te wenden voor betalingen.

SAMENVATTING EN CONCLUSIES

Veel pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren hun exposure naar illiquide beleggingen (fors) verhoogd. Dit roept de vraag op hoeveel ruimte er is voor dergelijke beleggingen. Om deze vraag te beantwoorden, is er binnen TKP Investments een model ontwikkeld dat rekening houdt met het specifieke beleid van het pensioenfonds en met schokken op de financiële markten. Uit de analyses blijkt dat voor veel pensioenfondsen geldt dat een grotere allocatie naar illiquide beleggingen niet tot liquiditeitsproblemen leidt. «

Dit artikel is geschreven door Sibbrand Drijver, Senior Medewerker Investment Strategy bij TKP Investments.