

Liquiditeitsrisico: voelen pensioenfondsen nattigheid?

Nederlandse pensioenfondsen hebben het steeds moeilijker om aan de verwachtingen van deelnemers te voldoen. De cocktail van markt-, krediet- en langlevensrisico, tezamen met de verminderde weerbaarheid door rijper wordende deelnemersbestanden en zich terugtrekkende sponsors, maakt dat pensioenfondsen voorzichtiger moeten opereren. Financiële markten bieden weinig soelaas: tijdelijke oplevingen ten spijt moeten institutionele beleggers rekening houden met fundamentele onzekerheid als gevolg van hardnekkige systeemrisico's die de ontwikkelde economieën op dit moment kenmerken.

Bestuurders en toezichhouders vragen daarom om steeds meer transparantie over risico's en dragen daarmee bij aan de trend naar veiligere beleggingen. Een groot deel van de doorsnee pensioenfondsportefeuille bestaat vandaag de dag uit obligaties met de hoogst mogelijke kredietwaardigheid, aangevuld met liquide beleggingen in zakelijke waarden, zoals aandelen uit ontwikkelde markten. Minder liquide beleggingen maken slechts een beperkt deel uit van de balans, alleen al vanwege de mindere transparantie die dat soort beleggingen met zich meebrengt.

Een dergelijke inrichting van de balans zorgt er – gezien de grote onzekerheid – tenminste voor dat pensioendoelstellingen op kortere termijn niet uit het oog worden verloren. Slechts weinig pensioenfondsen zullen hiermee echter in staat zijn om de huidige aanspraken op een langere horizon te waarborgen onder uiteenlopende economische scenario's. Naast structurele oplossingen zoals aanpassing van het pensioencontract is de opdracht aan fondsen op zoek te gaan naar een mix van risico's op de balans die wel kan bijdragen aan het bereiken van dergelijke doelstellingen.

Binnen de mogelijke oplossingsrichtingen neemt de liquiditeitspremie als bron van toegevoegde waarde een aparte plaats in. De verplichtingen zijn immers over een lange horizon gespreid, wat vanuit een matchinggedachte mogelijkheden biedt voor minder liquide beleggingen. Implementatie hiervan vraagt echter om een robuuste beheersomgeving die menig pensioenfonds afschrikt. De achterliggende vraag – in welke mate zou een pensioenfonds gebruik kunnen maken van illiquide beleggingen – komt daardoor vaak niet aan de orde. Om de toegevoegde waarde voor minder liquide beleggingen

op waarde te kunnen schatten, zouden de kosten van een robuustere beheersomgeving vergeleken moeten worden met de opbrengsten die deze beleggingen kunnen genereren.

Dit artikel poogt daarom een gestructureerd raamwerk aan te bieden aan de hand waarvan pensioenfondsen liquiditeitsrisico op de balans in kaart kunnen brengen. Tevens kan met behulp van zo'n raamwerk worden vastgesteld welke ruimte de balans toestaat voor illiquide beleggingen – belangrijke input voor de discussie over illiquide beleggingen aan de bestuurstafel.

Na een korte analyse van liquiditeitsrisico bij pensioenfondsen wordt het genoemde raamwerk gepresenteerd. Dit raamwerk bestaat uit drie delen: naast gebruik van een meerjarige liquiditeitsprognose vormen zowel een externe als interne robuustheidsanalyse een belangrijk element van het raamwerk. In de externe analyse ligt de nadruk op robuustheid ten aanzien van economische onzekerheid, terwijl de interne analyse kijkt naar factoren die het fonds van binnenuit kunnen beïnvloeden, zoals eventueel benodigde ruimte voor aanpassingen in het beleggingsbeleid of het wegvallen van het premieinstrument.

Hoeveel een pensioenfonds kan beleggen in illiquide assets komt vaak niet aan de orde

Vervolgens wordt het raamwerk toegepast op een tweetal gestileerde fondsen. Met behulp van dit raamwerk kunnen uitspraken worden gedaan over de mate waarin en de plek binnen de portefeuille waar illiquide beleggingen een rol kunnen spelen, bezien vanuit het perspectief van liquiditeitsmanagement op balansniveau.

Liquiditeitsrisico in kaart brengen

Liquiditeitsrisico treedt op wanneer het vermogen van een fonds om te voldoen aan zijn betalingsverplichtingen in gevaar komt en het daardoor

Auteurs
Bart Oldenkamp¹
Kiona Halma
Joost de Bakker



Joost de Bakker (l),
Kiona Halma (m) en
Bart Oldenkamp (r)

noodzakelijk wordt om beleggingen tegen een significante afslag te verkopen. Omvangrijke betalingsverplichtingen zijn voor een pensioenfonds bijvoorbeeld uitkeringen van pensioenen en onderpandverplichtingen bij gebruik van derivatentransacties ter reductie van rente- en valutarisico op de balans.

De standaardaanpak om liquiditeitsrisico te meten is om de behoefte aan liquiditeit in kaart te brengen in een extreem scenario.² Ook de toezichthouder wijst op het belang van een dergelijke aanpak.³ Gezien de vele veranderingen waaraan pensioenfondsen worden blootgesteld, is het van belang deze algemene richtlijn nader vorm te geven, en om te expliciteren wat kwalificeert als een ‘extreem scenario’. Niet alleen de onzekerheid in de economische omgeving speelt hierbij een rol. Ook toekomstscenario’s die gericht zijn op het beleid of de pensioenregeling van het fonds zelf moeten hierbij worden meegenomen.

Verder betekenen de steeds rijper wordende deelnemersbestanden dat een momentopname bij het beheren van liquiditeitsrisico niet volstaat. In plaats daarvan moet de benodigde liquiditeit op meer horizons worden ingeschat. Zo zal bij een fonds waar pensioenuitkeringen de binnenkomende premies overstijgen (‘netto betalende’) de benodigde liquiditeit zich ongunstiger ontwikkelen dan bij een relatief jong fonds – wat verstrekken gevolgen heeft voor de ruimte voor minder liquide beleggingen op de balans.

Deze observaties geven aanleiding tot het volgende raamwerk voor het beheersen van liquiditeitsrisico:

- Vaststellen van beperkt aantal meerjarige economische scenario’s
 - In kaart brengen van de meerjarige liquiditeitspositie per relevant scenario
 - Uitvoeren robuustheidsanalyse aan de hand van fondsspecifieke toekomstscenario’s
- Hieronder worden de elementen één voor één kort toegelicht.

Economische scenario’s

De benodigde liquiditeit is sterk afhankelijk van de realisatie van het economische scenario. De liquiditeitsbehoefte uit hoofde van rentederivaten kan bijvoorbeeld sterk uiteenlopen wanneer scenario’s met sterk dalende en sterk oplopende rentes met elkaar worden vergeleken. Een robuuste analyse gaat daarom uit van een beperkte doch diverse verzameling economische scenario’s voor kernvariabelen als rente, aandelen, inflatie en valuta.

In dit artikel wordt ter illustratie enkel gekeken naar een (extreem) stagflatiescenario. Een stagflatiescenario lijkt op de omgeving in de Westerse wereld van eind jaren ’70. De prijzen van onder meer huizen en grondstoffen gingen toen sterk omhoog, terwijl de economische groei stagneerde. Brazilië kampte afgelopen jaar ook met dergelijke omstandigheden. In zo’n scenario stijgt de inflatie over een vijfjaarsperiode sterk (in het voorbeeld in dit artikel met 3,5 procentpunt), neemt de nominale rente in mindere mate toe (met 2,5 procentpunt) en dalen de zakelijke waarden (met -30%). Daarnaast veronderstellen we een daling van de eurokoers ten opzichte van de US dollar, zoals

bijvoorbeeld in 2008 het geval was rondom de val van Lehman (-25%).

Pensioenfondsen kunnen meer met illiquide assets dan vaak wordt gedacht

Stijgende rente en dalende eurokoers zorgen voor een daling in de waarde van de obligaties en de derivaten. De bijkomende negatieve rendementen op zakelijke waarden zorgen voor een kleinere omvang aan verkoopbare beleggingen tegen redelijke prijs – al met al een extreem, maar niet ondenkbaar, scenario als liquiditeitsrisico in ogenschouw wordt genomen.

Meerjarige liquiditeitsprognose

Het tweede element in het raamwerk is het maken van de liquiditeitsprognose. Om de trend in de liquiditeitsbehoefte van fondsen die bijvoorbeeld netto betaler zijn goed te analyseren, wordt gewerkt met een horizon van minimaal vijf jaar. Het afzetten van beschikbare tegen benodigde liquiditeit onder uiteenlopende marktomstandigheden is goed vergelijkbaar met de manier waarop bijvoorbeeld banken liquiditeitsrisico monitoren. Vanuit de Basel III regelgeving⁴ dienen banken hun liquiditeitsrisico op deze wijze in kaart te brengen.

De prognose wordt bepaald door bij het huidige beleid de balans van het fonds voor de komende vijf jaar te ontwikkelen aan de hand van de eerder gekozen economische scenario's. Hierbij worden de betalings- en onderpandverplichtingen, alsmede de beschikbare liquiditeit, door de tijd heen bijgehouden en grafisch weergegeven. Tussentijds betaalde of ontvangen cash (zoals pensioenuitkeringen) wordt opgeteld en meegenomen naar volgende jaren.

Voor een specifiek economisch scenario wordt voor een voorbeeldfonds de prognose getoond in figuur 1. De transparante staven geven voor elk jaar de beschikbare liquiditeit weer op basis van op dat moment beschikbare assets op de balans. De gekleurde staven geven per jaar de benodigde liquiditeit weer. In elk jaar kan de verhouding tussen 'beschikbaar' en 'benodigd' worden gedefinieerd als de liquiditeitsratio. Voor dit fonds bedraagt de liquiditeitsratio in jaar vijf cumulatief bijna 300%. Hierbij zijn zowel de binnengekomen premies als de uitkeringen van de afgelopen vijf jaar opgeteld. Bij een ratio van 100% is de beschikbare liquiditeit maar net genoeg om in de behoefte te voorzien. Als de benodigde liquiditeit ruimschoots wordt gedekt door beschikbare liquiditeit, dan is het fonds voor dit specifieke scenario voldoende liquide belegd. Een liquiditeitsratio van 300% is hoog, temeer daar wordt uitgegaan van een vrij ongunstig scenario.

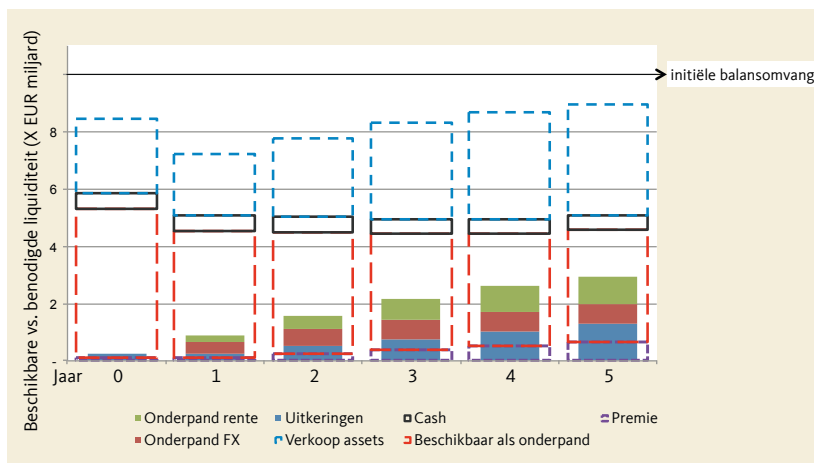
De beschikbare liquiditeit in figuur 1 bestaat om te beginnen uit de balanswaarde van hoogwaardige euro-staatsobligaties, die direct als onderpand

bruikbaar zijn.⁵ Kasstromen die voortkomen uit reeds bestaande (il)liquide beleggingen kunnen ook worden toegevoegd. Daarnaast kunnen bezittingen als aandelen of hoogwaardige credits/bedrijfsobligaties worden verkocht, om te voorzien in de benodigde liquiditeit. Hierbij wordt verondersteld dat het gedeelte van deze bezittingen dat zonder afslag op de balanswaarde kan worden verkocht, geleidelijk toeneemt met de betreffende horizon, afhankelijk van de omvang van de balans en juridische structuur van de beleggingen. Bij een langere verkoopperiode hoeven beleggingen niet in een bulk verkocht te worden en kunnen passende kopers gevonden worden, waardoor de afslag afneemt.

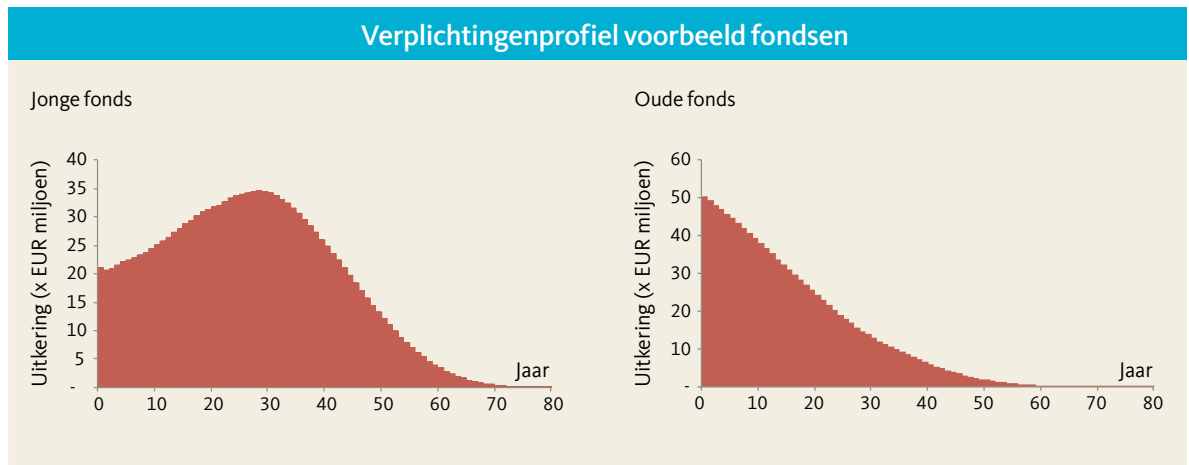
Ten slotte kunnen binnenkomende premies en cash als beschikbare liquiditeit worden beschouwd. Ter verduidelijking zijn premies apart gegroepeerd en worden die niet elk jaar volgens de geldende beleggingsmix omgezet in assets. Voor de binnenkomende premies is voorts een cumulatieve weergave van toepassing. Zo bestaan de premies in de staaf van jaar vijf zowel uit premies die in dat jaar zijn ontvangen, als uit premies die in alle daarvoor beschouwde jaren zijn ontvangen. Wat betreft de benodigde liquiditeit worden de uitkeringen, net zoals de ontvangen premies, cumulatief weergegeven. Hierdoor is te zien dat de benodigde liquiditeit als gevolg van uitkeringen door de tijd heen toeneemt. Ook eventueel toe te kennen indexatie wordt hieraan toegevoegd. De behoefte die voortvloeit uit onderpandverplichtingen hangt nauw samen met het beschouwde scenario. Een toename van de swaprente leidt in het stagflatiescenario bijvoorbeeld tot onderpandverplichtingen uit hoofde van renteswaps, anders dan in een deflatiescenario waarin de rente juist daalt.⁶

Figuur 1 laat zien dat in het voorbeeld de beschikbare liquide beleggingen ruimschoots voldoen om de geprojecteerde betalingsverplichtingen te dekken. In theorie kan het verschil tussen de waarde van de beschikbare liquide beleggingen en de geprojecteerde betalingen in het meest stringente scenario gezien worden als de additionele ruimte die aan minder liquide beleggingen kan

Figuur 1 Voorbeeld meerjarige liquiditeitsprognose in stagflatiescenario



Figuur 2 Verplichtingenprofiel 'jonge' en 'oude' fonds



worden toegewezen. In de praktijk gaat dit echter niet op: er spelen een aantal additionele factoren een rol, die te maken hebben met de aard van het pensioenfonds zelf.

Robuustheidsanalyse aan de hand van fondsspecifieke scenario's

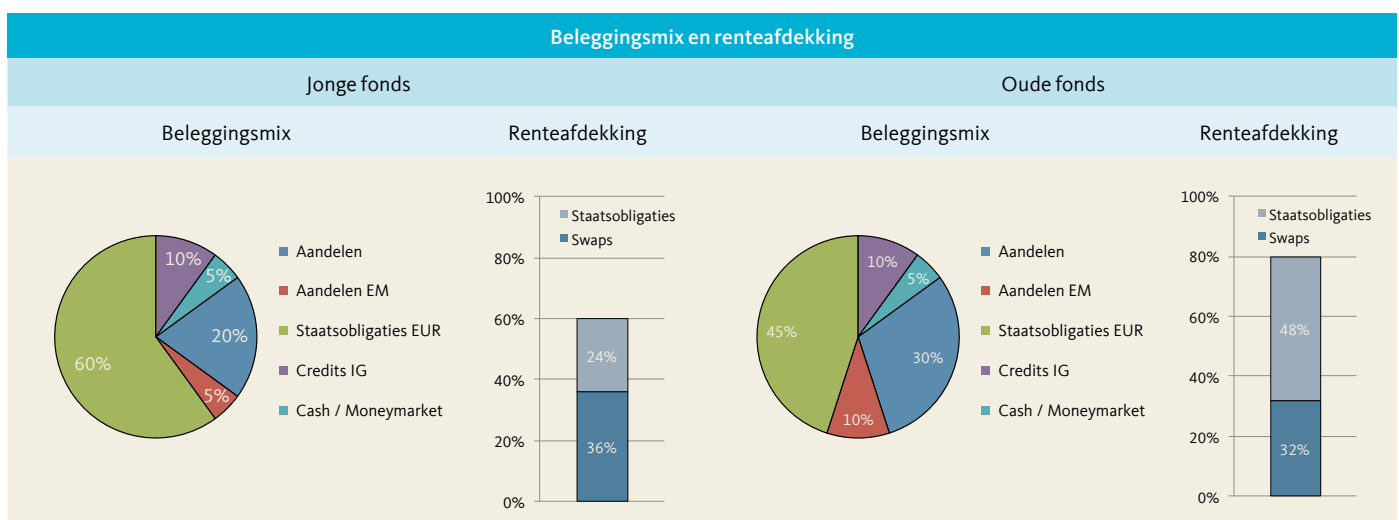
Tot nu toe gaat de beschreven aanpak uit van het huidige beleid van het pensioenfonds – de huidige beleggingsmix en het rente- en valutarisicobeleid. Aangezien veranderingen in het strategisch beleid forse impact hebben op de liquiditeitsplanning, reserveert het pensioenfonds idealiter ook ruimte voor dergelijke veranderingen. Een concrete stresstest is het verhogen van de rente- en/of valutaafdekking. De additionele renteswaps en valuta-derivaten leiden tot potentieel grotere onderpandverplichtingen. Door deze stappen op te nemen in de liquiditeitsanalyse wordt voorkomen dat het fonds, als gevolg van liquiditeitsrisico, in bepaalde marktscenario's slechts beperkt af kan wijken van het huidige beleid.

Matching krijgt bij management van liquiditeitsrisico een nieuwe betekenis

Ook andere factoren, zoals het beleid voor het herbalanceren, kunnen het aanhouden van extra ruimte in de liquiditeitsprognose noodzakelijk maken. Indien er een reële mogelijkheid bestaat dat het fonds op termijn wordt gesloten voor nieuwe toetreders of dat een collectieve waardeoverdracht plaatsvindt, heeft dit ook impact op de liquiditeitsprognose.

Het hierboven beschreven raamwerk wordt in het vervolg toegepast op een tweetal sterk verschillende fondsen: een 'jong' en een 'oud' fonds. Voor beide fondsen wordt het raamwerk als leidraad gebruikt om een inschatting te maken van de liquiditeitsbehoefte en van de mogelijke ruimte voor minder liquide beleggingen.

Figuur 3 Beleggingsmix en renteafdekking 'jonge' en 'oude' fonds



Liquiditeitsruimte voor oud en jong

De verschillen tussen beide fondsen worden direct duidelijk in figuur 2, dat de toekomstige pensioenverplichtingen weergeeft. Het oude fonds betaalt ruim 40% van zijn uitkeringen in de komende 10 jaar. Dit fonds is gesloten, wat betekent dat van premie-inkomsten geen sprake is. Voor het jonge fonds valt slechts 16% van de pensioenaanspraken in de komende 10 jaar. Verder zijn bij het jonge fonds premie-inkomsten en uitkeringen initieel in evenwicht. Voor beide fondsen geldt dat de balans een omvang heeft van 10 miljard euro; de dekkingsgraad bedraagt bij aanvang 104%.⁷

Het beleggings- en risicomanagementbeleid is zo gekozen dat dit past bij de levensfase van de fondsen. Het risicoprofiel van het jonge fonds is hoger dan dat van het oude fonds, door een hogere allocatie naar zakelijke waarden en een lagere renteafdekking. Figuur 3 toont voor beide fondsen deze beleggingsmix en de hoogte en opbouw van de renteafdekking.⁸

Verder dekken beide fondsen hun valutarisico volledig af.⁹ Tot slot wordt in dit voorbeeld aangenomen dat de fondsen enkel over beleggingen beschikken die in aanmerking komen als beschikbare liquiditeit.

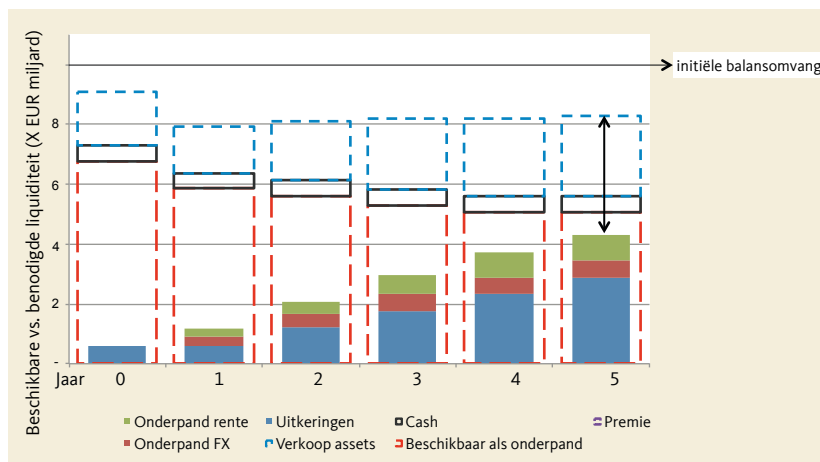
Liquiditeitsprognose van het 'oude' fonds

Figuur 4 geeft de meerjarige liquiditeitsprognose weer voor het oude fonds in het stagflatiescenario. Hierin is te zien dat uitkeringen de grootste liquiditeitspost vormen, zoals ook mag worden verwacht voor een 'oud' fonds. De behoefte aan onderpand uit rentederivaten is relatief beperkt, door de beperkte omvang en duration van de renteswaps. Na jaar vijf is de liquiditeitsruimte in dit scenario het kleinst, maar met een liquiditeitsratio van 209% is nog steeds ruimschoots liquiditeit beschikbaar om in de behoefte te voorzien.

Onder het gehanteerde scenario en beleid bedraagt de (theoretische) liquiditeitsruimte zoals in figuur 4 aangegeven met een pijl, ongeveer 35% op de initiële balans. Als deze ruimte nu volledig zou worden toegewezen aan illiquide beleggingen, dan blijft op basis van deze prognose voldoende liquiditeit over om in dit scenario in de behoefte te voorzien. Dit zou echter betekenen dat na optreden van het stagflatiescenario de balans vrijwel volledig illiquide belegd is, hetgeen de weerbaarheid van het fonds significant reduceert. Indien het fonds ex-ante vastlegt dat hiervoor een buffer gehanteerd moet worden van 15% liquide beleggingen, blijft er 20% ruimte voor illiquide beleggingen.

Als we tevens meenemen dat het fonds gedurende de vijf jaar ruimte wil overhouden voor aanpassingen van het beleid, zoals het verruimen van de rente- of valutahedge, dan neemt de beschikbare ruimte voor illiquide beleggingen af van 20% tot maximaal 15%. De conclusie blijft echter dat ook oude fondsen nog een deel van hun activa kunnen

Figuur 4 Meerjarige liquiditeitsprognose van het 'oude' fonds in stagflatiescenario



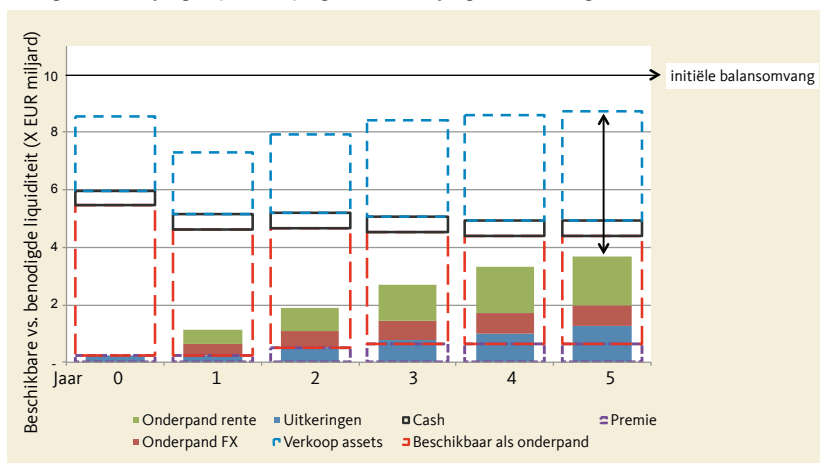
beleggen in minder liquide assets, mits de liquiditeitsplanning goed in het oog wordt gehouden.

Liquiditeitsprognose van het 'jonge' fonds

De liquiditeitsprognose voor het jonge fonds wordt weergegeven in Figuur 5: Meerjarige liquiditeitsprognose van het 'jonge' fonds in stagflatiescenario. Als robuustheidscheck is hierin reeds een stop op de premie-inkomsten verwerkt vanaf het derde jaar. De netto liquiditeitsbehoefte uit uitkeringen minus premies blijft echter beperkt.

Wat opvalt is dat de rente- en valutaderivaten een aanzienlijke liquiditeitsbehoefte vormen, voornamelijk gedreven door de hogere duration van de renteswaps. Met een liquiditeitsratio van 226% heeft echter ook het jonge fonds ruimschoots voldoende liquiditeit beschikbaar. De ruimte voor illiquide beleggingen bedraagt in de huidige allocatie circa 30%, uitgaande van een extra buffer aan liquide beleggingen van 15%. Voor relatief jonge fondsen betekent dit voldoende ruimte om een aanzienlijk deel van de activa in minder liquide assets te beleggen. Waar de allocatie van illiquide beleggingen veelal tussen 7 en 15% bedraagt, verwachten wij dat menig fonds ruimte heeft om deze positie uit te breiden.

Figuur 5 Meerjarige liquiditeitsprognose van het 'jonge' fonds in stagflatiescenario



Liquiditeitsruimte als onderdeel van strategie

Illiquide assets in een matching-portefeuille

Op basis van de meerjarige liquiditeitsprognoses kunnen illiquide assets een plek innemen in een pensioenfondsportefeuille. In de praktijk werkt de veelal strikte onderverdeling in een matching- en returnportefeuille een toewijzing van illiquide assets aan de returnportefeuille in de hand; denk hierbij aan vastgoed, private equity, infrastructuur en hedge funds. Illiquide beleggingen kunnen echter ook goed in de matchingportefeuille worden opgenomen, mits overige risico's beperkt zijn en er sprake is van een doordachte liquiditeitsplanning. Hierbij kan worden gedacht aan vastrentende (onderhandse) leningen. Dergelijke assets worden voor pensioenfondsen alleen maar interessanter, gezien de regelgeving voor andere financiële instellingen. De introductie van Basel-III maakt dat banken meer aandacht schenken aan beheersing van liquiditeitsrisico, dat zich veelal op een kortere horizon afspeelt dan bij pensioenfondsen. Gezien de voorgeschreven toeslagen op minder stabiele funding zijn banken juist bereid een liquiditeitspremie te betalen voor stabiele, langdurige funding.¹⁰

Deze liquiditeit kunnen pensioenfondsen gezien de aard van de verplichtingen uitstekend bieden, tegen een aantrekkelijke premie. Volgens de Bank for International Settlements (BIS) kan de premie die banken bereid zijn te betalen al snel oplopen tot tientallen basispunten.¹¹ Met name (semi-overheids)papier waarvoor geen omvangrijke publieke markt is, maar waar wel een garantie van een Europees kernland onder ligt, kan een effectief onderdeel uitmaken van een matchingportefeuille. Pensioenfondsen zouden er verstandig aan doen direct of indirect met partijen in contact te treden die op zoek zijn naar dergelijke lange funding.

Nattigheid?

Dit artikel schetst een raamwerk voor monitoring van liquiditeitsrisico voor pensioenfondsen. Een meerjarige liquiditeitsprognose, onder een beperkte doch diverse verzameling van economische en fondsspecifieke scenario's, vormt de basis van dit raamwerk. De voorbeelden brengen naar voren dat een pensioenfonds veelal substantiële ruimte heeft voor het nemen van liquiditeitsrisico. Waar de allocatie van illiquide beleggingen veelal tussen 7 en 15% bedraagt verwachten wij dat menig fonds ruimte heeft om deze positie uit te breiden, en zo liquiditeitspremie op te strijken. De matchingportefeuille is dan bij uitstek een geschikte plek op de balans voor illiquide beleggingen. ■

Noten

- 1 De auteurs zijn werkzaam bij Cardano.
- 2 Zie bijvoorbeeld de Handreiking integraal risicomangement voor pensioenfondsen van de Pensioenfederatie, 20 juni 2012, p. 64.
- 3 Zie bijvoorbeeld een Q&A over liquiditeitsrisico uit hoofde van derivatenposities, <http://www.toezicht.dnb.nl/3/50-221976.jsp>.
- 4 Zie bijvoorbeeld <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>. Onder het voorgestelde Basel-III framework brengt de 'Liquidity Coverage Ratio' in kaart of een bank voldoende liquide middelen heeft om onder diverse marktomstandigheden aan cash outflows te voldoen voor de komende 30 kalenderdagen.
- 5 Doorgaans hebben pensioenfondsen met hun tegenpartijen in een Credit Support Annex (CSA) afgesproken dat als onderpand hoogwaardig staatspapier wordt gebruikt. Verder wordt verondersteld dat geen securities lending van toepassing is.

- 6 Betalingen die gedurende de beschouwde periode voortvloeien uit derivatentransacties worden bij de onderpandverplichting opgeteld of daarvan afgetrokken.
- 7 Dit is gelijk aan de gemiddelde dekkingsgraad van de Nederlandse pensioenfondsen per eind februari 2013, zoals gepubliceerd door DNB: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/statistisch-nieuwsbericht/dnb287019.jsp>.
- 8 Figuur 3 laat zien dat de rentegevoeligheid van de bondportefeuille van het jonge fonds 2,4% bedraagt van de rentegevoeligheid van zijn nominale verplichtingen. Voor het jonge fonds impliceert dit een duration van ongeveer 11 voor de bondportefeuille. Deze duration bedraagt voor het oude fonds ongeveer 9. Beide fondsen houden hoogwaardige euro-staatsobligaties aan als onderdeel van de rentehedge.
- 9 Het jonge en oude fonds hebben respectievelijk 25% en 20% van hun

- vermogen gealloceerd aan beleggingen genoteerd in buitenlandse valuta.
- 10 Zo wordt een bank via een maatstaf als Net Stable Funding Ratio (NSFR) gevoelig voor de stabiliteit van funding die ze aanwendt ter ondersteuning van haar business.
- 11 Zie <http://www.bis.org/fsi/fsipapers10.pdf>, p. 32.