

Risicomanagement; nut of noodzaak?

Door Ralph van Daalen, 20/09/2016

Risicomanagement lijkt op dit moment welhaast het nieuwe modewoord onder institutionele beleggers. Toezichthoudende instanties eisen van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen dat er kleur bekend wordt op dit terrein en deze instellingen zijn derhalve en masse op zoek naar risicomangers. In dit artikel gaan wij in de op de functie die risicomanagement kan vervullen in de context van een beleggingsportefeuille en trachten we een antwoord te geven op de vraag of 'risicomanagement' slechts een populair containerbegrip is, of wellicht ook daadwerkelijk toegevoegde waarde biedt.

Risicomanagement kent verschillende verschijningsvormen. En dat tekent misschien ook wel meteen de moeilijkheid; waar begin je als belegger met het opstellen van je eigen aanpak ten aanzien van risicomanagement? Richt je je op de financiële risico's, of op de niet-financiële risico's?

Risicomanagement vraagt, smeekt bijna, om structuur. Een gestructureerde aanpak die begint met om je heen te kijken. In welke omgeving bevind ik mij als belegger? Om een pensioenfonds als voorbeeld te nemen: een gemiddeld Nederlands pensioenfonds heeft op dit moment te maken met een dekkinggraad van minder dan honderd procent¹, een premie-instrument dat aan kracht volledig verloren heeft en dat indexeren naar verwachting het komende decennium niet meer toekomt. Dan hijgt er vervolgens nog een toezichthouder in de nek van het bestuur met een welhaast verstikkend toetsingskader. Besturen genieten bovendien weinig tot geen draagvlak. Nieuwe, deskundige bestuursleden zijn bijna niet te vinden en de sponsors zijn de onzekere uitvoerings- en financieringsovereenkomsten ook liever kwijt dan rijk. Een gemiddeld pensioenfonds wordt aan alle kanten bedreigd. Alle hens aan dek dus.

Wellicht iets minder zwartgallig betreft de situatie van een particuliere belegger. Geen druk van een toezichthouder, maar wel van onzekere marktomstandigheden, alsmede wellicht verschillende belanghebbenden die allemaal een andere visie hebben op het onderliggende vermogen.

Een dergelijke **omgevingsscan** is een belangrijk startpunt. Daaropvolgend dient gekeken te worden naar de primaire en secundaire doelstellingen. Voor een pensioenfonds is dat eenduidig; het nakomen van de



¹ Een dekkinggraad van minder dan honderd procent betekent dat de (contante) waarde van de pensioenverplichtingen de waarde van de beleggingen overstijgt.

opgebouwde verplichtingen en liefst nog een beetje indexatie. Een secundaire doelstelling in de beleggingscontext kan zijn dat het pensioenfonds in kwestie voor zichzelf een voortrekkersrol ziet weggelegd om maatschappelijk verantwoord te beleggen.

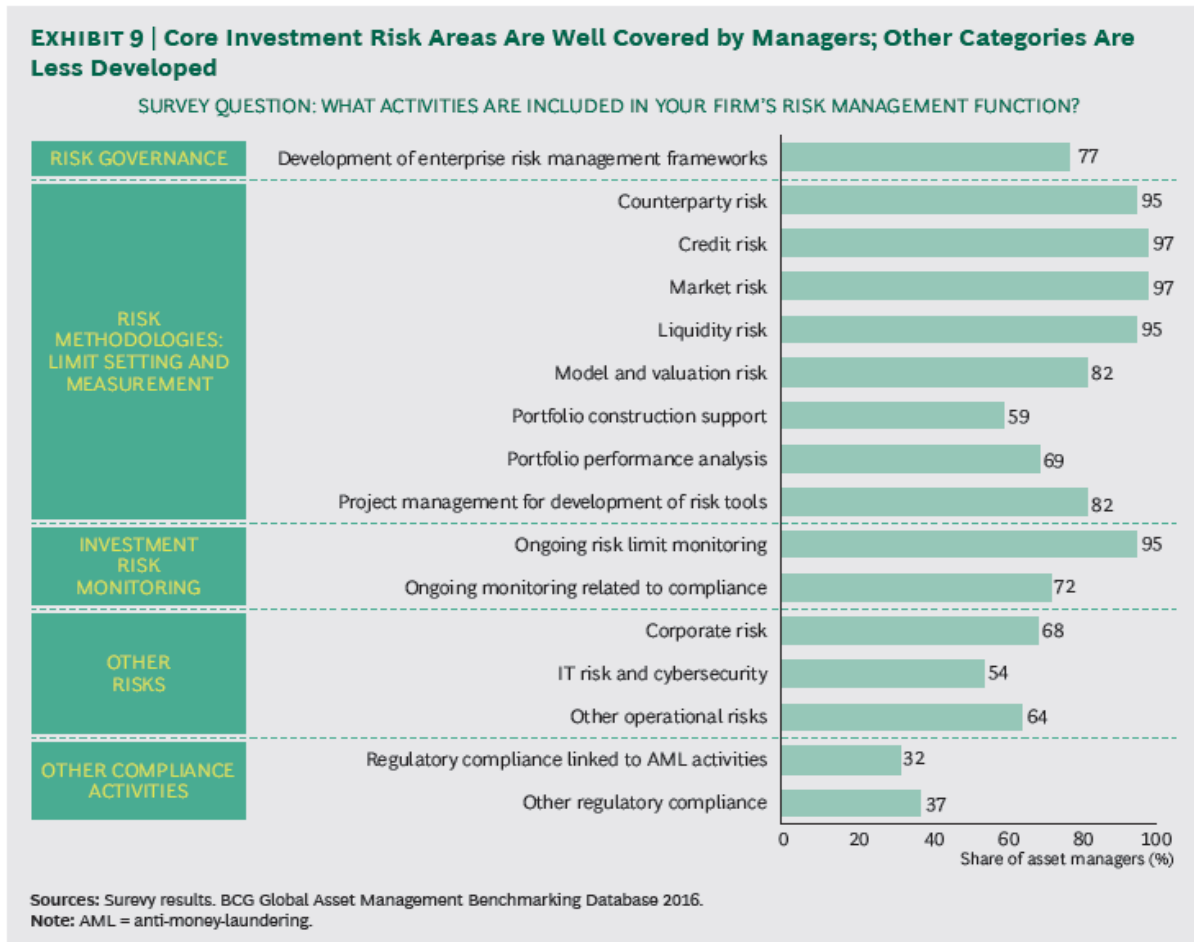
Voor een particuliere belegger is die doelstelling wellicht wat minder eenduidig. Daar waar de pensioenuitkeringen van een pensioenfonds nauwkeurig voorspelbaar zijn aan de hand van onder andere sterftetekansen, gehuwdheidsfrequenties en arbeidsongeschiktheidskansen, komt er bij de verwachte 'spending needs' van een particuliere belegger veel meer (sentiment) bij kijken. Toch is het noodzakelijk om daar goed over na te denken en om deze behoeften zo goed mogelijk in kaart te brengen.

De volgende stap is om events te bedenken die van invloed kunnen zijn op het behalen van de gestelde doelen. 'Scenarioanalyse' is daarvoor een krachtig instrument. Dat klinkt wellicht ingewikkelder dan het noodzakelijkerwijs hoeft te zijn. Pensioenfondsen hanteren de dekkingsgraad als een belangrijke graadmeter voor de financiële soliditeit. Deze dekkingsgraad is vooral afhankelijk van de actuele rentestand waarmee de pensioenverplichtingen verdisconteerd worden. Wat pensioenfondsen in feite doen is dat zij rekening houden met de actuele risicovrije rente als zijnde het toekomstig rendement op de nu aanwezige beleggingen. € 100 die over twee jaar uitgekeerd moet worden, hoeft nu dus nog niet volledig aanwezig te zijn, omdat het fonds mag veronderstellen dat het gedurende twee jaar de risicovrije rente verdient. Maar wat nu als die rente ineens plots daalt? Of dat de aandelen in de beleggingsportefeuille fors onderuit gaan? Wat dan? Dan moet het pensioenfonds een deel van het eigen vermogen aanwenden om aan de voorziening toe te voegen, om opgelopen (aandelen)verliezen te compenseren en / of te voorzien in een lager toekomstig rendement. Een combinatie kan natuurlijk ook. Door met dergelijke schokken 'te spelen', kan op intuïtieve wijze inzicht verkregen worden in de gevoeligheid van de balans van het pensioenfonds. Een dergelijk concept is natuurlijk ook 1-op-1 toepasbaar op de beleggingsportefeuille van een particuliere belegger. Wie had bijvoorbeeld voorzien dat Groot-Brittannië voor uittreding uit de EU zou stemmen...?

Minder eenvoudig is het om inzicht te krijgen in andersoortige financiële en niet-financiële risico's. Liquiditeitsrisico bijvoorbeeld. Tot op zekere hoogte wel te kwantificeren, maar wat als de nood aan de man komt en de beleggingsportefeuille moet op zeer korte termijn liquide gemaakt worden. Het is verstandig voor een belegger om zich van tijd tot tijd te vergewissen van de verwachte verhandelbaarheid van zijn of haar portefeuille. Nog lastiger betreft het uitbestedingsrisico; wat als de vermogensbeheerder omvalt? Of misschien nog wel belangrijker; wat als de custodian, of de tegenpartij in een derivatentransactie omvalt? Dat laatste is een risico dat ook zich daadwerkelijk gemanifesteerd heeft, toen Lehman Brothers in 2008 omviel.

Wat als uitbestedingspartners niet meer aan geldende wet- en regelgeving kunnen voldoen? Hoe snel kan ik dan als belegger weg met mijn portefeuille en welke kosten moet ik daarvoor maken? Moet ik periodiek een zogenaamd due diligence onderzoek uitvoeren om tot op zekere hoogte gerustgesteld te worden dat mijn beheerder of beheerders voldoen aan alle geldende kwaliteitsnormen en -standaarden? Niet onverstandig wellicht... Zo is er een hele waslijst aan risico's die komen kijken bij het beheren van een beleggingsportefeuille. Onderstaande illustratie uit een recent rapport van de Boston Consulting Group (hierna "BCG") geeft een mooi overzicht van verschillende risico's waarop een groot aantal vermogensbeheerders is uitgevraagd. De vraag van de

BCG was of de beheerders in kwestie de betreffende risico's op hebben genomen in hun eigen risicomangementraamwerk:




Bron: BCG, Doubling Down on Data, 2016.

Deze lijst is uiteraard niet limitatief en voor iedereen anders. Wat voor een particuliere belegger bijvoorbeeld een significant risico kan zijn, betreft concentratierisico. Kredietbescherming van een spaarkapitaal is in de regel beperkt, dus bij een bedrag hoger dan dat, is het zaak om gelden te spreiden (een beheersmaatregel). Dit kan ook gezien worden als een vorm van tegenpartijrisico. En zo zijn er nog meer risico's te bedenken die voor elke belegger weer een andere impact kunnen hebben.

Een ander risico dat voor particuliere beleggers belangrijk kan zijn (en geen onderdeel is van bovenstaande uitvraag van BCG), betreft het reputatierisico. Vertrouwen in de vermogensbeheerder en aanverwante partijen zoals een custodian, is essentieel. Impliciet of expliciet wordt daar door beleggers rekening mee gehouden. Een zeer belangrijk risico voor vermogensbeheerders dat zich vooral in negatieve zin kan manifesteren in de vorm van grote

The fragility of reputation

" It takes 20 years to build a reputation and five minutes to ruin it. If you think about that, you'll do things differently "

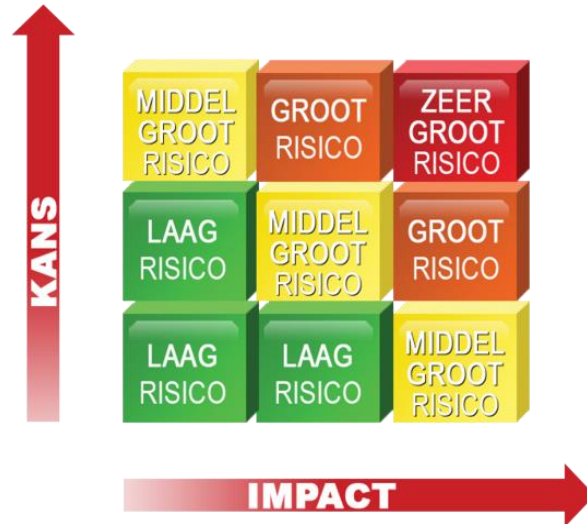


Warren Buffett
CEO Berkshire Hathaway

© Abbey Consulting 2011

verliezen, als de betreffende partij negatief in het nieuws komt.

Als alle relevante risico's in kaart zijn gebracht, is het zaak om deze te **beoordelen** (risk assessment). Dat heeft tot doel om de impact ervan in kaart te brengen. Een portefeuille die maar beperkt uit obligaties bestaat, heeft wellicht een groter aandelenrisico, dan dat het blootstaat aan het risico dat de rente, of creditspreads gaan stijgen. Ik pleit hier niet voor een rangschikking, maar het is wel zaak om een goed beeld te krijgen van welke risico's meer of minder impact hebben op de waarde van de onderliggende beleggingsportefeuille. Dat maakt immers dat investeringen in een



risicomangementraamwerk gericht ingezet kunnen worden. Een risicomatrix kan daarbij een nuttig instrument zijn. Risico's worden daarin geplot aan de hand van de verwachte kans dat de betreffende risico's zich manifesteren, in combinatie met de eventuele impact ervan.

Enmaal in kaart gebracht en beoordeeld, is de volgende stap in het risicomangementproces om na te gaan wat de **reactie** op de verschillende risico's is. Risico's kunnen immers geaccepteerd worden, vermeden worden, dan wel gemitigeerd worden. In de context van een beleggingsportefeuille is het als belegger bijvoorbeeld goed om na te gaan of een risico naar verwachting beloond of onbeloond wordt. Veel pensioenfondsen beschouwen rente- en valutarisico als onbeloonde risico's. Blootstelling daaraan levert naar verwachting niet structureel een risicopremie op en daarom worden deze risico's door dergelijke beleggers afgedekt. Daarbij is vaak een randvoorwaarde dat dit efficiënt en zonder al te hoge kosten uitgevoerd kan worden. Wordt aan deze randvoorwaarden niet voldaan, dan is afdekking niets minder dan het paard achter de wagen spannen en worden dergelijke risico's geaccepteerd, dan wel vermeden (door bijvoorbeeld louter in de eurozone te beleggen). Van aandelenrisico wordt echter algemeen verondersteld dat dit een beloond risico is, dat daarmee ook geaccepteerd wordt omdat er een risicopremie tegenover staat. In sommige gevallen is de financiële positie van de belegger dermate kwetsbaar dat er alsnog mitigeringsmaatregelen genomen worden, bijvoorbeeld in de vorm van putopties.



Richtlijnen ten behoeve van de risicobeheersing vormen een cruciale vervolgstap. Intuïtief zijn mandaatrichtlijnen wellicht het eenvoudigst te interpreteren. Een aandelenbeheerder mag in een mandaat bijvoorbeeld niet minder dan 50 namen aanhouden, mag qua regionale allocatie niet meer dan x% afwijken van de benchmark en moet ook qua sectorallocatie binnen y% van de benchmark blijven. Een beheerder van een obligatiemandaat moeten leningen in de portefeuille verkopen als de kredietwaardigheid omlaag gaat en mag in een actief bedrijfsobligatiemandaat niet meer dan z% in High Yield obligaties beleggen. Pensioenfondsen zien streng toe op het aantal tegenpartijen dat in swaptransacties gebruikt worden en vereisen ook dat er op dagbasis kwalitatief hoogwaardig onderpand wordt uitgewisseld. Allemaal voorbeelden van beheersmaatregelen die voortvloeien uit alle voorgaande stappen.

Uitbestedingsrisico is ook een risico waarvoor beheersmaatregelen van kracht kunnen zijn. Organisaties en beleggingsteams worden gemonitord en als er zich ontwikkelingen voordien die de continuïteit van de dienstverlening in gevaar brengen, kan dat leiden tot het nemen van afscheid van een dergelijke uitbestedingspartner. Ten aanzien van niet-financiële risico's geldt dat deze meer en meer aan aandacht winnen. Vermogensbeheerders worden in toenemende mate gevraagd naar hun beleid ten aanzien van conflicts of interest, maatregelen om witwassen te voorkomen, dan wel hoe omgegaan wordt met sanctiewetgeving, belastingontwijking en -ontduiking. Hoe staat het met de bescherming van privacygevoelige gegevens die door klanten worden verstrekt? Hoe heeft de beheerder zich beschermd tegen cybercrime? En hoe voorkomt de beheerder dat het personeel zich waagt aan maatschappelijk onverantwoord handelen? Op dergelijke risico's wordt door institutionele beleggers in toenemende mate toegezien.



Gesteund door toezichthouders moeten dienstverleners kleur bekennen en openheid van zaken geven over dergelijke risico's en hun beheersmaatregelen. Beleggers verzamelen deze informatie en bundelen die vervolgens in hun risicorapportages.

Zoals hiervoor al even kort aangestipt, is het als belegger zaak om periodiek inzicht te krijgen in de verschillende risico's waaraan de beleggingsportefeuille blootstaat. Een dergelijke **rapportage** moet goede, maar vooral ook relevante stuurinformatie over de risico's bevatten, aangevuld met vergelijkend materiaal van voorliggende periodes. Op basis van een ideale risicorapportage kan de belegger inschatten welke ontwikkelingen er zich in de portefeuille hebben voorgedaan. Dergelijke rapportages moeten ook voorzien in risico-overschrijdingen, maar ook in het eventueel onbenut laten van strategisch ingezette risicobudgetten. Als een actieve aandelenbelegger bijvoorbeeld de ruimte van de belegger krijgt om x% van de benchmark af te wijken, maar hij of zij doet dat in onvoldoende mate, dan moet ook dat uit een dergelijke rapportage blijken. Zelfde geldt voor scenarioanalyses.

Een dergelijke risicorapportage stelt de eindbelegger in staat om de risico's en risicomangementraamwerk te **bewaken**. Het is een nuttig instrument om te monitoren. Als risico's vervolgens uit de pas lopen, dan is het zaak om tijdig en adequaat in te grijpen. Ten aanzien van uitbestedingsrisico's kan een belegger ertoe besluiten om periodiek een zogenaamde due dilligence te plannen. In een dergelijk onderzoek worden met name de operationele processen en richtlijnen onderzocht. Het periodiek beoordelen van ISAE- of AAF-rapportages, waarin uitbestedingspartners verantwoording afleggen over de kwaliteit van hun processen, afgetekend door een accountant, is in dat kader 'low hanging fruit'. Het doorlopen van alle hiervoor genoemde stappen moet de belegger inzicht hebben verschaft in de relevante risico's, wat de mogelijke impact van het blootstaan van deze risico's is op de waarde van de onderliggende beleggingsportefeuille, op basis waarvan het op deze risico's heeft gereageerd, door deze te accepteren (beloonde risico's), vermijden (onbeloonde risico's) of mitigeren (vaak door omstandigheden). De periodieke risicorapportage mag daarom niet onverhoopt tot grote verassingen leiden.

Een helder en robuust risicomangementraamwerk waarin al deze zaken continu terugkomen, stelt de belegger in staat om de (beleggings- en uitbestedings)activiteiten die het inzet om zijn of haar doelstellingen te realiseren, te beheersen. Risicomangement is een doorlopend proces, nooit afgerond en vraagt om een kritische, waakzame houding.

Andreas Capital is een betrokken vermogensbeheerder die graag met u meedenkt over de vormgeving van uw eigen, relevante risicomangementraamwerk. Op het gebied van vermogensbeheer leveren wij maatwerk in een geïntegreerde totaalaanpak. Zo stellen wij in gezamenlijkheid de randvoorwaarden voor het portefeuillebeheer met u vast. Waarom? Omdat ons commitment precies hetzelfde is als het uwe.



Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.