

Knowledge Investors

Knowledge Investors is een periodieke uitgave van Solutional Academy over actuele thema's in de vermogensbeheer sector



Onderzoek beheersing liquiditeitsrisico van illiquide beleggingen bij Nederlandse open-end beleggingsentiteiten

Door: Marijn Groen, Bart van der Weijden en Martin Stravers

Introductie

Op 12 juni 2018 publiceerden de Nederlandse Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een sectorbrief over het liquiditeitsrisico bij open-end beleggingsentiteiten. Een belangrijke conclusie in deze sectorbrief was dat de kwaliteit van de AIFMD fondsenrapportage in sommige gevallen substantieel tekortschoot. De AFM en DNB zullen in de toekomst meer aandacht besteden aan het verbeteren van de rapportagekwaliteit door onder andere extra controles uit te voeren gericht op eventuele tekortkomingen in de AIFMD fondsenrapportages en/of de aanwezigheid van een liquiditeitsmismatch.

Het liquiditeitsrisico wordt gedefinieerd als het risico dat beleggers niet binnen de overeengekomen termijn gebruik kunnen maken van hun terugbetalingsrecht. Dit onderwerp kwam onder meer in de belangstelling doordat Britse vastgoedfondsen, na het Brexit referendum in 2016, in de problemen kwamen toen beleggers massaal wilden uittreden. Als gevolg van de aard van de beleggingen van deze fondsen (illiquide vastgoedbeleggingen) kon niet aan het grote verzoek tot uittreding worden voldaan en besloten de beheerders de terugbetalingsrechten op te schorten. Het opschorten van terugbetalingen kan leiden tot negatieve gevolgen voor de beleggers maar ook voor andere partijen zoals andere beleggingsinstellingen en financiële instellingen. Daarom is het van belang de terugbetalingsrechten in overeenstemming te houden met de mate van liquiditeit van de beleggingen.

Wat zegt de wet over het liquiditeitsrisico?

De Europese richtlijn (AIFM-richtlijn 2011/61/EU) stelt bepaalde voorwaarden voor de beheersing van het liquiditeitsrisico door alle abi-beheerders (hierna 'fondsbeheerder'), met uitzondering van closed-end beleggingsinstellingen zonder hefboomfinanciering. Een algemene vereiste ten behoeve van de liquiditeit is het liquiditeitsbeheer (Artikel 16 van de AIFM-richtlijn). De fondsbeheerder maakt gebruik van een passend liquiditeitsbeheersysteem en stelt procedures vast die hem in staat stellen het liquiditeitsrisico te bewaken en te beheersen. De fondsbeheerder zal het liquiditeitsprofiel van de beleggingen moeten waarborgen in overeenstemming met de onderliggende verplichtingen (uittredingen en eventuele leningen). De fondsbeheerder zal ook regelmatig (ten minste eenmaal per jaar), onder zowel normale als uitzonderlijke omstandigheden, stresstests uit moeten voeren om het liquiditeitsrisico te beoordelen en te monitoren voor iedere beheerde beleggingsentiteit.

Solutional
VALUE THROUGH EXPERTISE

In 2013 heeft de Europese Commissie de gedelegeerde verordening gepubliceerd, waarin de eisen uit de AIFM-richtlijn concreter worden toegelicht en uitgewerkt. Deze verordening zegt onder andere dat ingeval een fonds in een andere instelling voor collectieve belegging belegt, de fondsbeheerder het liquiditeitsbeheer van desbetreffende beheerder dient te monitoren door onder meer periodiek na te gaan of de onderliggende instelling voor collectieve belegging wijzigingen heeft doorgevoerd in de terugbetalingsvoorwaarden (Het betreft artikel 47, eerste lid, onderdeel c van de AIFM-verordening).

N.B.: In deze bijdrage worden niet alle eisen die in de AIFM-richtlijn gesteld besproken.

Op welke manier kan liquiditeit worden gemanaged?

Het managen van liquiditeit kan complex zijn omdat door extreme marktomstandigheden significante uittredingen kunnen ontstaan. Daarnaast kunnen beleggingen niet altijd direct verkocht worden tegen een faire prijs, waardoor een liquiditeitsprobleem kan ontstaan. Het gevolg is dat beleggers langer op hun geld moeten wachten. De fondsbeheerder dient het liquiditeitsrisico regelmatig te beoordelen en kan voor het monitoren een liquiditeitsstresstest uitvoeren.

De Franse toezichthouder Autorité des marchés financiers (AMF) heeft in februari 2017 een handleiding uitgebracht op basis van onderzoek bij Franse (van kleine tot grote) vermogensbeheerders waarin diverse liquiditeitsstresstests worden besproken. Aan de hand van een "stresstest" kunnen vermogensbeheerders uittredingsscenario's simuleren en worden potentiële liquiditeitsproblemen inzichtelijk gemaakt. De Franse toezichthouder AMF geeft vier voorbeelden van terugbetalingsscenario's:

- Terugbetalingen op basis van een percentage van de verplichting
- Terugbetalingen op basis van de grootste beleggers
- Terugbetalingen op basis van historie
- Terugbetalingen op basis van een beleggersgedragsmodel

Wij illustreren het eerste terugbetalingsscenario aan de hand van een voorbeeld. Voor dit voorbeeld gaan we ervan uit dat:

- het fonds investeringen zal liquideren onder normale marktomstandigheden;
- het fonds investeringen zal liquideren zonder dat grote verstoringen van de portefeuilleallocatie zich voordoen;
- dat maximaal 20% van het gemiddeld dagelijkse volume verkocht kan worden op onderliggende markten.

Fonds	AuM (€m)	Uittredingsscenario's	10% uittreding	20% uittreding	30% uittreding	40% uittreding	50% uittreding
Aandelen Europa	1.353	Vermogen om te accepteren (als percentage van de uittredingen)	100,00%	99,50%	98,90%	97,90%	96,90%
		Vermogen om te accepteren (als percentage van de activa)	10,00%	19,90%	29,67%	39,16%	48,45%
Aandelen Frankrijk	350	Vermogen om te accepteren (als percentage van de uittredingen)	92,20%	83,40%	78,30%	73,40%	68,70%
		Vermogen om te accepteren (als percentage van de activa)	9,22%	16,68%	23,49%	29,36%	34,35%



Het voorbeeld laat zien dat wanneer 10 van de participanten wil uittreden, dit door Europese aandelen fondsen voor 100 kan worden geaccepteerd. Het is voor deze fondsen onder de gegeven omstandigheden mogelijk om 10 van de investeringen te liquideren. Fondsen met uitsluitend Frans georiënteerde aandelen, kunnen bij een verzoek tot uittreding van 10 hier slechts 92,20 van accepteren onder de gegeven omstandigheden. Het fonds kan 9,22 van de portefeuille voor deze uittredingsverzoeken liquideren. Dit betekent dat wanneer voor 10 aan uittredingsverzoeken binnen komen, het fonds investeringen moet liquideren tegen een lagere prijs of de gemiddelde liquiditeit van de portefeuille moet verminderen door de allocatie van de portefeuille te veranderen. Dit bedreigt echter het beginsel van eerlijke behandeling van beleggers. Om dit tegen te gaan kan een aantal maatregelen worden genomen:

- Het aanhouden van liquiditeitsreserves.
- Meer dan 10% verkopen van een meer illiquide investering om de gemiddelde liquiditeit van de portefeuille aan te passen.
- Het niet accepteren van de uittredingsverzoeken door bijvoorbeeld het toepassen van caps of gates.

Bovenstaand voorbeeld laat zien hoe een beheerder op een gestructureerde manier haar liquiditeitsrisico kan beheersen, gegeven verschillende scenario's. Voor de andere mogelijkheden geldt een soortgelijke opzet. Kernpunt hier is evenwel dat de variabelen die worden gebruikt onderhouden moeten worden, dus regelmatig benchmarken met historische data.

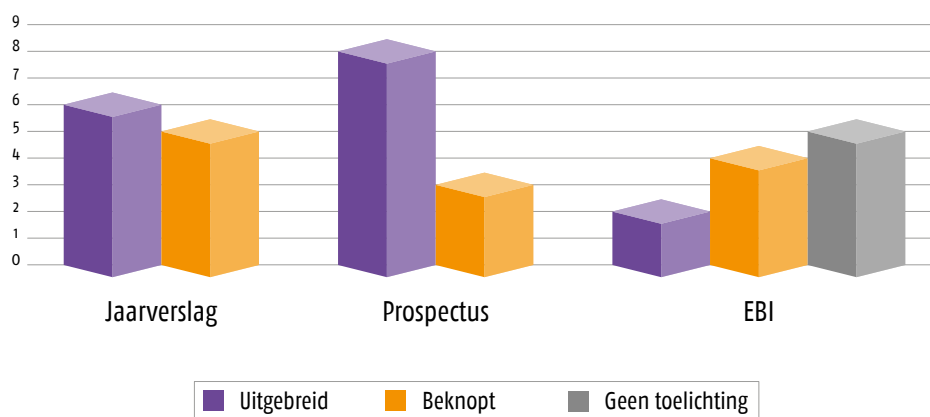
Hoe wordt het liquiditeitsrisico in het jaarverslag, prospectus en essentiële beleggersinformatie (EBI) verantwoord?

Aan de hand van 11 in Nederland publiekelijk aangeboden open-end beleggingsentiteiten hebben wij geïnventariseerd op welke manier het liquiditeitsrisico wordt verantwoord in het bestuursverslag en de jaarrekening, de prospectus en de Essentiële Beleggersinformatie (EBI). Alle onderzochte beleggingsentiteiten beschikken over illiquide beleggingen en/of semi-illiquide beleggingen. Dit betekent dat een liquiditeitsprobleem kan ontstaan indien beleggers, tegelijk of in grote hoeveelheid, uit willen treden en niet voldoende liquide middelen aanwezig zijn.

In het kader van de transparantievoorschriften dienen de fondsbeheerders informatie te verstrekken aan beleggers over het liquiditeitsrisico van het fonds en de terugbetalingsregelingen.

Wij hebben in ons onderzoek onderscheid gemaakt naar:

- Uitgebreide toelichtingen, waarin het liquiditeitsrisico in brede context benoemd wordt met eventuele uittredingsrestricties.
- Beknopte toelichtingen, waarin het liquiditeitsrisico slechts wordt gedefinieerd maar niet duidelijk is hoe de beheerder met het risico omgaat.
- Geen toelichtingen, waarbij het liquiditeitsrisico in het geheel niet wordt benoemd.





Uit onze inventarisatie blijkt dat in zes jaarverslagen het liquiditeitsrisico uitgebreid is beschreven en in vijf jaarverslagen is het liquiditeitsrisico beknopt beschreven.

In alle door ons onderzochte prospectussen is een toelichting op het liquiditeitsrisico teruggevonden. In acht prospectussen is het liquiditeitsrisico uitgebreid toegelicht en in de andere drie prospectussen is het beknopt toegelicht.

De essentiële beleggersinformatie laat een ander beeld zien. In vijf EBI's is geen toelichting op of vermelding van het liquiditeitsrisico gemaakt. Dit is opvallend te noemen omdat het over een belangrijk risico voor deze fondsen gaat. In twee EBI's is een uitgebreide toelichting gevonden en in de overige vier een beknopte.

Wat moet beter en wat gaat goed?

Uit ons onderzoek blijkt dat het liquiditeitsrisico bij alle onderzochte open-end beleggingsfondsen met illiquide beleggingen wordt benoemd in het jaarverslag en of in de prospectus.

Door middel van een stress tests, rekening houdend met illiquide beleggingen en uittredingsrestricties, kan de fondsbeheerder extreme situaties van uittredingen simuleren waardoor beleggers een goed beeld (transparantie) kunnen krijgen van de mogelijkheid van het fonds om binnen de gestelde termijnen aan uittredingsverzoeken te voldoen, zoals reeds gezien in de voorbeelden van AMF. Het is voor beleggers in sommige gevallen niet duidelijk aan welke uittredingsverzoeken het fonds moet voldoen. Bijvoorbeeld in situaties dat de fondsbeheerder aangeeft dat uittreding afhankelijk is van de beschikbare liquide middelen. In het jaarverslag van Triodos Groenfondsen wordt het liquiditeitsrisico erg goed toegelicht door onder andere een schema op te nemen dat is gericht op het op ordelijke wijze liquide maken van de beleggingsportefeuille. Onderstaand hebben wij het schema uit het jaarverslag van Triodos Groenfondsen opgenomen. Wat ons betreft is dit zowel informatief als relevant voor de beleggers.

Verwachte periode van het ongedwongen liquide maken van alle bezittingen tegen de reële waarde per ultimo 2017.

Periode	Soort investing	Bedrag	Percentage van fondsvermogen
Direct	Liquide middelen, obligaties en overige vorderingen	179.414	21,3%
Tussen 0 - 3 maanden	Leningen, middels aflossingen	31.697	3,7%
Tussen 3 - 6 maanden	Leningen, middels aflossingen	23.787	2,8%
Tussen 6 - 12 maanden	Leningen, middels aflossingen	21.572	2,5%
Langer dan 1 jaar	Leningen, middels aflossingen		
	Overige financiële activa door verkopen	590.924	69,7%
Totaal		847.394	100,0%

Uit ons onderzoek komen ook een aantal verbeterpunten naar voren. In meerdere jaarverslagen en prospectussen is aangegeven dat het liquiditeitsrisico beperkt wordt door het opleggen van restricties en voorwaarden. Wat deze restricties en voorwaarden zijn, is doorgaans niet aangegeven. Voorts kan beter worden benoemd wanneer restricties ten aanzien van de mogelijkheid tot uittreden worden geactiveerd.

De essentiële beleggersinformatie geeft inzicht in de aard en risico's van het fonds. In een aantal gevallen hebben wij het liquiditeitsrisico niet teruggevonden in de essentiële beleggersinformatie. Gezien het feit dat sommige beleggingsfondsen illiquide beleggingen aanhouden, is het opnemen van het liquiditeitsrisico hierin ons inziens relevant.



Solutional
VALUE THROUGH EXPERTISE

Conclusie en aanbevelingen

Op basis van onze deelwaarneming concluderen wij dat in het algemeen de informatie en verantwoording ten aanzien van liquiditeitsrisico voor verbetering vatbaar is. Het lijkt erop dat het liquiditeitsrisico an sich redelijk tot goed wordt beheerst (lees: in beginsel is er geen mismatch tussen de liquiditeit van de activa en de uittredingsmogelijkheden zoals gesteld in de fondsvoorwaarden). Vooral bij de fondsen met zeer illiquide beleggingen zien we dat hier behoorlijk wat aandacht aan wordt besteed in prospectus en jaarverslag. Voor fondsen met semi-illiquide (of een mix van liquide en illiquide) beleggingen zien wij dat het liquiditeitsrisico en liquiditeitsmanagement instrumenten al minder helder zijn beschreven.

Wij raden fondsbeheerders aan de consistentie van de voorwaarden van uittreding en liquiditeitsmanagement in de fondsdocumentatie te waarborgen en daar waar nodig aanvullende maatregelen te treffen. Hierdoor kan een liquiditeitsmismatch worden voorkomen.

Voorts raden wij aan de verantwoording in het jaarverslag (en EBI) verder te verbeteren door het opnemen van een tabel met liquiditeitsbuckets. Een dergelijke verantwoording is onder de internationale verslaggevingsstandaarden (IFRS) reeds verplicht. Tot slot roepen wij de Raad voor de Jaarverslaggeving op te overwegen een kwantitatieve toelichting inzake het liquiditeitsrisico in RJ 290 of RJ 615 op te nemen, zodat dit tot een betere en met IFRS vergelijkbare verantwoording zal leiden.

Solutional, 15 oktober 2018

