

Middelen verdelen in een marktwaardewereld en het fenomeen van portable everything

Nieuwe uitdagingen vragen om passende antwoorden. Door de Pensioenwet krijgen pensioenfondsen te maken met verplichtingen op marktwaarde, vervolgens de daaruit voortkomende zichtbaarheid van tot op dat moment verborgen risico's en in potentie grote jaarlijkse fluctuaties van de dekkingsgraad en de kostendekkende premie.

Dit artikel gaat in op een alternatieve aanpak van de middelenverdeling voor pensioenfondsen. Met behulp van de uitkomsten van de ALM studie voor De Eendragt laten we zien dat de geboden oplossingen het dekkingsgraadirisico reduceert tot vrijwel nihil onder gelijktijdige maximalisatie van de rendementspotentie. Zowel in een één periode als in een multiperiode raamwerk leidt de gekozen aanpak tot aanzienlijk grotere indexatiezekerheid en een substantieel lager en meer stabiel premieniveau.

Marktwaarde dilemma's

Evenals in een 'vaste rekenrentewereld' hebben pensioenfondsen anno 2007 te maken met de voorziening pensioenverplichtingen (VPV) en de algemene reserve (AR). De waarde van de beleggingen ten opzichte van de VPV levert grosso modo de dekkingsgraad op. In het verleden steeg de VPV min of meer alleen met actuariële oprenting door gebruik te maken van een vaste rekenrente. Met de invoering van de marktwaardegedachte voor de verplichtingen kan de VPV jaarlijks sterke uitslagen vertonen. Hoe hoger de rentegevoeligheid (*duration*), des te harder zal de VPV dalen bij een rentestijging en vice versa. Een gemiddeld pensioenfonds heeft een *duration* van 12 tot 15. De kapitaalmarktbevingingen gedurende 2005 en 2006 zouden de verplichtingen dus met 10 tot 12% hebben laten stuiten.

Philip Menco
Algemeen directeur
De Eendragt
Pensioen N.V.



De actief zijde van de balans bevat doorgaans 35 tot 50% vastrentende waarden met normaliter een *duration* van 5 à 6. Van aandelen, vastgoed en andere beleggingscategorieën valt de rentegevoeligheid niet eenduidig vast te stellen, zodat die buiten beschouwing blijven.

Stel de rente daalt over de hele linie (curve) met 1%, dan zouden de verplichtingen bij een fonds met een *duration* van 14 met dit percentage stijgen, terwijl de bezittingen die voor 45% uit obligaties met een *duration* van 5 bestaan ceteris paribus $0,45 \cdot 5 = 2,25\%$ toenemen.

Niet voor niets rekent de toezichhouder, DNB, het (nominale) *mismatch* risico pensioenfondsen zwaar aan en komt dit in veelvoud tot uitdrukking in de buffer-eisen. In feite maakt de marktwaarde waardering van de VPV een risico manifest dat altijd al bestond, echter tot dat moment verscholen bleef dankzij de onevenwichtige waardering van bezittingen en verplichtingen. Helaas voor de hele Nederlandse pensioenfondsector komt de omschakeling van vaste rekenrente naar marktwaarde op een moment dat de kapitaalmarktrente historisch gezien weer op een normaal niveau staat in plaats van een relatief hoog peil. Dat had immers de mogelijkheid geboden om een aantrekkelijke rekenrente, dus lage VPV, te fixeren en daarmee ook de algemene reserves en de dekkinggraad een eenmalige impuls te geven. Met die extra ruimte had een deel van de vergrijzingsproblematiek kunnen worden opgevangen.

Opvallend veel pensioenfondsen worstelen momenteel met de *duration* problematiek. We zien fondsen die bewust het grote risico nemen in de verwachting dat de rente wel verder zal stijgen. Anderen dekken geheel of gedeeltelijk het risico af. De performance cijfers over 2006 zullen wat dat betreft boekdelen spreken, hetgeen overigens pleit voor een vergelijking op gelijkwaardige basis.

In feite gedragen fondsen die het verschil in rentegevoeligheid tussen bezittingen en verplichtingen niet indekken zich als gokkers en speculanten. Als een fonds 100% van zijn geld belegt in één risicovolle beleggingscategorie, bijvoorbeeld aandelen opkomende markten, onder het argument dat het management hier de hoogste opbrengst verwacht, vindt eenieder dat een toonbeeld van roekeloos gedrag. Hetzelfde fonds dat hoopt op een rentestijging, achten we als prudente schatkistbewaarder

bezig. Het risico dat dit fonds neemt, is misschien wel groter dan in eerstgenoemde voorbeeld.

Afgezien van de verwachting dat de rente verder zal stijgen, lijkt een belangrijke drijfveer om de *duration* niet in te dekken, dat dit mogelijk gepaard zal gaan met een substantieel lagere beleggingsopbrengst. Bij een dekkinggraad op marktwaarde van 130% zit immers 77% van de beleggingen vast in obligaties die anno 2007 na kosten niet veel meer dan 4% opleveren. En bovendien is dat rendement actuarieel ook nog vereist. Met de resterende 23% moet het fonds enerzijds de indexatie zien te realiseren en anderzijds ook nog de sponsor plezierien met een aanvaardbare premie.

Voor een deel valt in dit spanningsveld te voorzien door gebruik te maken van derivaten in plaats van fysieke beleggingen in obligaties, zogeheten *duration* mandjes en andere prijzige verlokkingen uit de vermogensbeheerderswereld. Hoewel cashflow *matching* alle risico's volledig dicht, legt deze methode een groot beslag op het vermogen. Met een combinatie van obligaties en *overlays*, zoals renteswaps valt al het grootste rentegevoeligheidsgat te stoppen. Een meer geavanceerde strategie berust op *swaptions* in plaats van swaps. Deze opties op renteswaps beschermen in hoge mate bij een rentedaling, maar zorgen voor een stijging van de algemene reserve bij een oplopende rente. Het verlies op deze *swaptions* zal in dat scenario namelijk achterblijven bij de waardedaling van de VPV. Ter illustratie, De Eendragt zag in 2006 dankzij de rentestijging haar voorzieningen met ruim € 64 miljoen verminderen, terwijl de *swaptions* portefeuille met slechts € 12 miljoen terugliep. Het verschil kwam ten goede aan de algemene reserve.

Splits de beleggingsportefeuille

Merkwaardig genoeg benaderen pensioenfondsen hun passiefzijde wel als VPV plus AR, maar zien zij aan de actiefzijde van de balans één grote pot beleggingsgeld staan. Ze meten daarvan het rendement en soms het risico, alsof het één geïntegreerd geheel betreft.

Pensioenfondsen, maakt u los van die gedachte en sta eens open voor de volgende suggestie. Splits de beleggingen in twee delen: een bedrag nodig voor de verplichtingen en een vrij beschikbaar gedeelte. En belangrijker, neem in het beklemdede gedeelte geen enkel risico, maar zorg dat dit continu meebeweegt met de VPV (met een extra buffer van 5%). Risico hoort alleen thuis in het vrije deel.

Het bekleemde vermogen heeft een identieke *duration* als de verplichtingen en zal dus volledig met de VPV meebewegen, ongeacht de ontwikkeling van de rentestand. Op het moment dat de splitsing tot stand komt, bevriest dat uiteraard wel de beginwaarde van de verplichtingen, maar, zoals we later zullen zien, niet de algemene reserve, dus de dekkingsgraad. Gezien het niveau van de kapitaalmarktrente per primo 2007 kunnen veel pensioenfondsen nog een kleine “dekkingswaardewinst” maken op hun VPV ten opzichte van de 4% of iets lagere rekenrente van begin 2006.

Het overige, niet bekleemde bedrag, staat ter beschikking om risico mee te nemen, dus geld te verdienen. Door deze middelen als risicobudget te beschouwen, ontstaat bovendien de mogelijkheid om het rendement uit additionele bronnen op beheerste wijze te vergroten.

Grafisch ziet de nieuwe middelenverdeling er dus als volgt uit.



Beleggen met het risicobudget

Het vrij beschikbare vermogen staat ter beschikking om rendement mee te generen dat tegemoet moet komen aan de doelstellingen van het pensioenfonds, zoals indexatie, premiereductie en een hogere dekkingsgraad. Alvorens dit geld te beleggen, dient eerst het risicobudget te worden bepaald en ingevuld. Dat laatste gebeurt niet alleen met de beleggingen in het vrije stuk, maar eventueel ook met risico's in het VPV deel. Denk daarbij aan bijvoorbeeld het risico van derivaten om de *duration* in de VPV af te dekken, maar ook aan andere mogelijkheden die later in dit artikel aan bod komen. Voorop staat dat *alle* risico's in de hele beleggingsportefeuille in dit deel thuis horen en *geen enkel* risico in het onderste segment. Ieder pensioenfonds dient zelf ex ante te bepalen

welk risico nog aanvaardbaar is. Denk daarbij aan een percentage dat in enig jaar met 95% of 99% zekerheid niet mag worden overschreden.

Vervolgens valt niet te ontkomen aan het maken van ramingen voor het rendement, de standaarddeviatie en de correlatie met andere beleggingen van iedere afzonderlijke beleggingscategorie. Het verleden biedt hier maar beperkt houvast. Bij ALM studies gebruikt men veelal een periode van 25 jaar. De representativiteit daarvan valt helaas te betwijfelen voor de toekomst. Gezien de dalende trend in de volatiliteit en de toenemende verwevenheid van markten, dus hogere correlaties van de rendementen, achten wij een historische periode van zes tot tien jaar daarvoor meer geschikt. Het ramen van toekomstige rendementen blijft giswerk, maar is in feite ondergeschikt aan de risicofactoren. Neem de totale opbrengst ook vooral na kosten. In veel gevallen maken hoge beheervergoedingen een belegging een stuk minder aantrekkelijk dan in eerste instantie voorgespiegeld of verwacht.

Vooraf correlaties hebben een zwaarwegende invloed op het portefeuillerisico. Hoe dichter bij nul, des te beter, luidt hier het motto. Een portefeuille bestaande uit vier even grote beleggingen met ieder een risico van 20% en een onderlinge correlatie van 25% heeft een standaarddeviatie van 13,2%.

Beschouw hoogcorrelerende portefeuilles bestaande dus als blokken waartussen juist een lage samenhang moet bestaan. Het loslaten van traditionele verdelingen blijkt daarbij in de praktijk op veel psychologische weerstand te stuiten. We lijken allemaal verslaafd aan dure aandelen, die nu juist een hoog risico en onderling ook nog hoge correlaties kennen. Helaas bieden veel alternatieve beleggingen, zoals *hedge funds*, *private equity* en beursgenoteerd vastgoed in de praktijk geen verbetering, omdat deze categorieën, zeker in tijden van crises, naar een hoge correlatie met aandelen tenderen. Niet-beursgenoteerd vastgoed, risicovolle obligaties en grondstoffen vormen in dat opzicht betere spreiders.

Wie werkelijk op zoek gaat naar laagcorrelerende producten, komt al snel tot de ontdekking dat vooral speciale derivaten zich daarvoor lenen. Gelukkig komen dit soort alternatieven in toenemende mate beschikbaar. Maar ook hier geldt, dat er schrikbarend weinig koren onder het rijkelijk aanwezige kaf staat en dat deze producten weer hun eigen specifieke risico's kennen.

'Portable everything'

De charmes van de gesplitste portefeuille gaan helaas ten dele verloren onder de omvang van het risicoloze deel ten opzichte van het vrij belegbare. Om bij het eerder gebruikte rekenvoorbeeld te blijven, bij een dekkingsgraad van 130% op marktwaarde, verhoudt de VPV zich tot de algemene reserve als 100 staat tot 30, of feitelijk als 105 tot 25. Minder dan 20% van het totaal behoort dus tot het vrije vermogen. Wie met dit percentage gemiddeld 8% netto rendement behaalt, realiseert dus op totaal niveau een extra opbrengst van 1,54% (2% op 130). De bulk van het geld zit vast in het beklemd vermogen en levert daar doorgaans vooral kosten op.

Deze constatering berust ten dele op een traditionele benadering van rendement en risico. Met het beklemd gedeelte kan namelijk wel degelijk een extra opbrengst worden verwezenlijkt, zolang deze en het bijbehorende risico maar in het andere budget vallen. Wij noemen dat *portable risk*, want het risico staat geheel los van de in het vrije gedeelte aanwezige beleggingen en valt naar hartenlust te verschuiven naar een ander risicobudget.

Maak bij voorkeur gebruik van *portable alpha*. Dit is kort gezegd een rendement dat wordt behaald met beleggingen die zich onafhankelijk gedragen van een onderliggende index. Zo benut De Eendragt een aanzienlijk stuk van haar vastrentende portefeuille in het VPV deel om *portable alpha* mee te genereren. Overigens gebeurt dat in een geïntegreerd mandaat van fysieke beleggingen, *indexfutures* en andere derivaten. Door de hefboomwerking naar het vrij belegbare gedeelte werken rendement, maar uiteraard ook risico daar flink door. Althans, theoretisch, want de correlatie met de rest van de daar aanwezige beleggingen ligt opmerkelijk laag. Juist dat maakt *portable alpha* zo aantrekkelijk: het is een fantastische manier om het risico te verlagen bij een bepaald verwacht rendement, of omgekeerd de opbrengst te verhogen bij een ongewijzigd risico. In het geval van De Eendragt stijgt het op het vrij vermogen behaalde rendement met ruim 1%, terwijl de portefeuille standaarddeviatie met minder dan 0,6% toeneemt. Een soortgelijke verhouding komt niet alleen uit korte termijn berekeningen, maar ook uit de ALM modellen met een horizon van 25 jaar. Een bedrag van € 100 geeft over 25 jaar bij 7,5 of 8,5% rendement een eindwaarde van respectievelijk € 610 en € 769 (een verschil van 26%). In ALM context vergroot dat

bovendien substantieel de kans op indexatie en premiereductie.

Splitsing actieven en niet-actieven

De Eendragt onderscheidt zich sinds 1982 al van andere pensioenfondsen door de actieven in een ander depot te houden dan de niet-actieven. In het geval van De Eendragt ging het zelfs om 16 actieven en 1 groot niet-actieven compartiment. Wie met pensioen gaat, in de WAO terecht komt of tot de gewezen deelnemers gaat behoren, stapt automatisch over van het depot van de sponsor naar het algemene niet-actieven compartiment en komt daarmee voor rekening en risico van het fonds zelf. Ook in de hoedanigheid van verzekeraar blijft deze splitsing bestaan.

Deze aanpak heeft verschillende voordelen. In de eerste plaats draagt het bij aan een oplossing voor het dilemma van de intergenerationele solidariteit. De actieve deelnemers betalen immers geen premie meer voor de niet-actieven. Als voorts het beleggingsbeleid wordt gesplitst hebben beide groepen naast hun eigen rendement-risico criteria ook hun eigen indexatie en eventueel daarmee samenhangende buffereisen. Voor de IFRS berekening vallen de niet-actieven – doorgaans het leeuwendeel van de deelnemers – buiten de cijfers. De onderneming draagt deze staart die de hond doet kwispelen niet langer mee. Wel moeten van de accountant voor deze constructie ondoordringbare muren tussen beide groepen staan.

De splitsing van actieven en niet-actieven verdient meer aandacht dan deze nu krijgt. Pensioenfondsen en hun sponsors zouden er goed aan doen minder te kijken naar de "hoe veeg ik mijn eigen straatje schoon" DC regeling van de buurman en zelf meer creativiteit aan de dag te leggen om in te spelen op de eigen situatie.

Resultaten in ALM context

Uiteraard zullen de uitkomsten van het hier gepresenteerde beleid van geval tot geval sterk verschillen. Pensioenfondsen hebben immers uiteenlopende dekkingsgraden, een andere samenstelling van de beleggingen, zien zich beperkt in de mogelijkheden om in derivaten te handelen en maken ook nog gebruik van diverse vermogensbeheerders. Daarnaast hebben veel fondsen al een keuze gemaakt voor de afdekking van de *duration*. Niet iedere strategie leent zich voor *portable risk*, sowieso een schaars product.

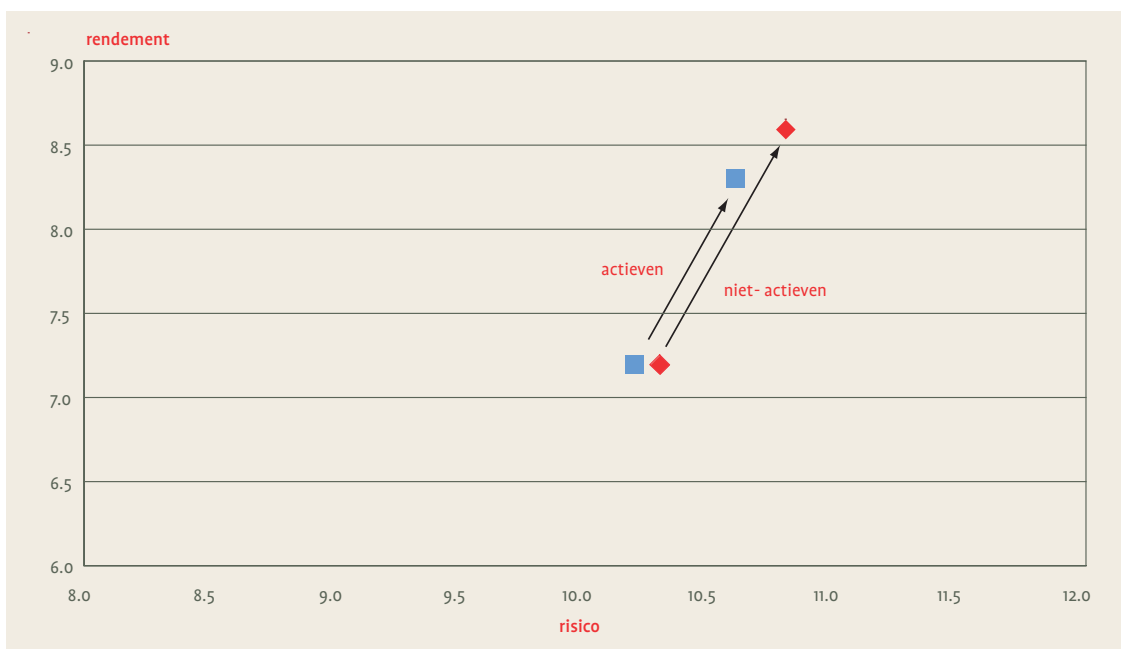
Toch willen wij u niet onthouden welke invloed de beleidskeuzes hebben op de uitkomsten van een door ORTEC recent voor De Eendragt gemaakte ALM studie. Hierbij dient opgemerkt dat De Eendragt beschikt over een ruime dekkingsgraad en naast een separate algemene reserve voor zowel de actieven als de niet-actieven ook nog zijn volledige vrije eigen vermogen inzet ten gunste van de deelnemers en de aangesloten ondernemingen. Daarnaast heeft de pensioenverzekeraar haar hele verzekeringsverplichting afgedekt met obligaties, aangevuld met een *duration overlay* in de vorm van *swaptions*. Circa tweederde van de obligatieportefeuille maakt deel uit van een product dat bestaat uit een combinatie van vastrentende waarden en *portable alpha*. Uiteraard vallen de opbrengst en het risico daarvan in het vrije gedeelte. In dit geval betreft dat ruim 30% van het totale vrije vermogen. De middelenverdeling van laatstgenoemde stuk ziet er ook wat ongebruikelijk uit. Bij de niet-actieven zit 30% in een gediversifieerde aandelenportefeuille, 60% in niet-beursgenoteerd vastgoed en de rest in hoogrentende obligaties. De actieven hebben een zo mogelijk nog ongebruikelijkere mix. Hier worden de genoemde beleggingscategorieën aangevuld met een forse portie synthetisch *zero correlation fund*. Een combinatie van deposito's en een mandje aan *indexfutures* zonder enige correlatie met de rest van de beleggingen zorgt voor een

rendement van naar verwachting meer dan 10% per jaar bij een standaarddeviatie van ruim 8%. De uitkomsten van de ALM studie houden overigens met de laatstgenoemde toevoeging nog geen rekening. In de eerste plaats laten we het effect zien van de *portable alpha* op de uitkomsten over langere termijn (25 jaar), uitgaande van conservatieve ORTEC aannames ten aanzien van rendement, risico en onderlinge correlaties.

Het rendement en de standaarddeviatie van de niet-actieven ligt een fractie hoger door enerzijds de gebruikte aannames en anderzijds het hogere percentage *portable alpha* in samenhang met de veel grotere verplichtingen (in geld en als percentage) dan bij de actieven. Op korte termijn ziet dezelfde grafiek met een wat minder sombere kijk op de risico's, hogere rendementsverwachtingen voor vastgoed en een wat aangepaste covariantiematrix er als volgt uit.

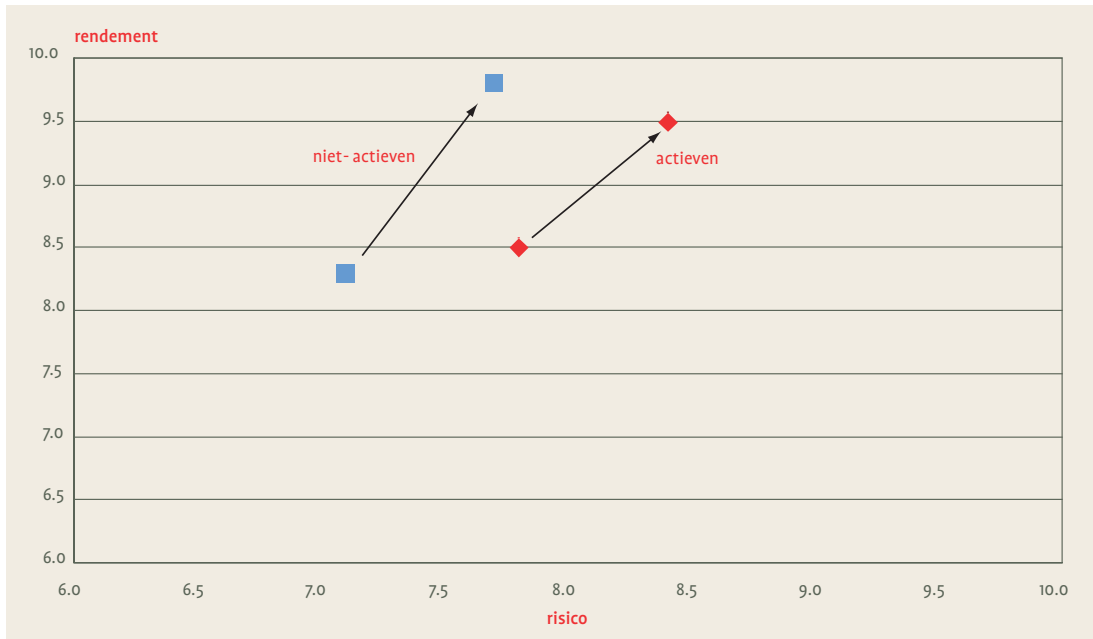
ORTEC heeft voor De Eendragt berekend welke gevolgen de gekozen strategie op termijn van 5 jaar en 25 jaar heeft voor een aantal belangrijke variabelen. De *duration* afdekking van de verplichtingen met in dit geval een opslag van 5,9% zorgt er voor dat de dekkingsgraad van de verplichtingen op marktwaarde (theoretisch) nooit kan dalen tot onder het vereiste, en tevens afgedekte minimum. De bezittingen

Figuur 2: gevolgen van de toevoeging van *portable alpha* op een 25 jaar horizon



Bron: ORTEC

Figuur 3: gevolgen van de toevoeging van portable alpha over een drie jaar horizon



Bron: De Eendragt Pensioen N.V.

zullen immers altijd precies in de pas hiermee blijven lopen.

Verder zien we dat de gemiddelde dekkingsgraad over 25 jaar door toevoeging van *portable alpha* stijgt van 136,6 naar 142,7%. Vooral bij de actieven neemt deze aanzienlijk toe.

De Eendragt heeft in de afgelopen 25 jaar onverkort haar 100% indexatie-ambitie voor de niet-actieven weten waar te maken. Het moge niet verbazen dat dit principe ook in de toekomst hoge prioriteit heeft en het beleggingsbeleid daarop aansluit. Met de ingezette strategie lijkt dat ook mogelijk. Binnen een 95% betrouwbaarheidsinterval kan tenminste 94% van de indexatie-ambitie worden gerealiseerd ten opzichte van circa 90% zonder *portable alpha*. Daarbij moet opgemerkt dat De Eendragt de toekomstige inflatierisico's met *inflation linked swaps* heeft afgedekt en daardoor voor de komende 30 jaar een redelijke schatting kan maken van de feitelijk reeds ingekochte indexatiekosten (circa 2,2%).

De aangesloten ondernemingen streven alle een uitstekend pensioen voor hun medewerkers na, maar dan natuurlijk wel tegen een zo laag mogelijke prijs. Ook dat komt met gebruik van de gehanteerde beleggingsstrategie dichterbij. De eerste jaren daalt de kostendekkende premie gemiddeld met 40%, terwijl op lange termijn het voordeel nog altijd ruim 22% bedraagt. De afname houdt verband met de

gekozen streefdekkingsgraad die lager ligt dan het gemiddelde begin 2007.

Samenvatting en conclusies

In dit artikel wordt aan pensioenfondsen een aantal aanbevelingen gedaan ter zake hun beleggingsbeleid die bijdragen aan een substantiële vermindering van de risico's onder behoud van rendement.

- splitsen van de beleggingen overeenkomstig de verplichtingen en de algemene reserve
- het elimineren van alle risico's in het gedeelte dat overeenkomt met de verplichtingen
- het nemen van risico in het vrije stuk van de beleggingsportefeuille
- het gebruik van een zorgvuldig samengesteld en toegewezen risicobudget
- het gebruik van *portable alpha* en *portable risk* om te kunnen profiteren van de hefboom mogelijkheden van het risicovrije deel.

Ieder pensioenfonds heeft zijn eigen prioriteiten en doelstellingen die om een passend antwoord vragen. De hier gepresenteerde strategieën pretenderen geenszins de wijsheid in pacht te hebben. Wel bevatten ze bruikbare ideeën die afwijken van het gangbare. En ook hier geldt het principe van de *portable everything*.