

De tweede jeugd van balansmanagement

Inleiding

Binnenkort viert de rentehedge – groot geworden door het eerste FTK in het midden van het eerste decennium van deze eeuw – zijn tienjarig bestaan. Slechts een enkeling zal hierin aanleiding zien voor een feestje. Toch heeft de rentehedge zijn werk gedaan en de nominale aanspraken van miljoenen deelnemers behoed voor diepere kortingen in tijden van aanhoudende economische tegenwind.

De introductie van rentehedging markeerde tevens het begin van integraal balansmanagement bij pensioenfondsen. Bezittingen en verplichtingen konden als één geheel worden beheerd, met een centrale rol voor renterisicomanagement. De financiële industrie speelde hierop in en introduceerde met succes herkenbare risicomanagementproducten onder de noemer ‘Liability Driven Investing’ (LDI).

Dit succes kende echter ook een keerzijde: renterisicomanagement werd een op zichzelf staand product, met eigen risico- en rendementsdoelstellingen. Daarmee verdween de strategische component van risicomanagement naar de achtergrond. Bovendien lopen de belangen van fonds en beheerder bij veel renterisicomanagementproducten niet langer parallel. Lang niet alle pensioenfondsen ervaren renterisicomanagement als een nuttig instrument voor het bereiken van hun doelstelling – het veiligstellen van pensioenen. De spagaat tussen nominaal en reëel sturen heeft renterisicomanagement bovendien nog verder onder druk gezet.

Tijd dus om terug te gaan naar de tekentafel. Juist nu de pensioensector bezig is met hervormingen die de lange termijn houdbaarheid van ons pensioenstelsel moeten waarborgen verwachten we van balansmanagement eenzelfde verjongingskuur. Balansmanagement moet weer volledig in dienst komen te staan van de strategie van het pensioenfonds. De centrale vraag van dit artikel is daarom: hoe kunnen de rimpels van balansmanagement worden gladgestreken, met een beter realiseerbare pensioenambitie als resultaat?

Om te beginnen staan we stil bij het ‘waarom’ van balansmanagement. Vervolgens beschrijven we een drietal manieren waarop balansmanagement kan worden benaderd. We spreken een voorkeur uit voor de benadering waarbij de risico- en rendementsdoelstellingen van het pensioenfonds zo veel mogelijk gescheiden worden beheerd. Hiermee wordt de koppeling tussen strategie en

balansmanagement hersteld en zijn pensioenfondsen goed voorbereid op de herziening van het pensioenstelsel. We sluiten af met vier belangrijke uitgangspunten voor de implementatie, die volgen uit een benadering van balansmanagement in dienst van de strategische doelstellingen.

Waarom doen pensioenfondsen aan balansmanagement?

Voor velen is een aanvullend pensioen van essentieel belang om na pensionering te voorzien in de elementaire levensbehoeften. In het huidige systeem is enige mate van ‘nominale zekerheid’ daarom een belangrijk doel van pensioenfondsen. Dit gaat echter lang niet altijd samen met koopkrachtbehoud, voor de meeste pensioenfondsen een minstens zo belangrijke doelstelling.

Zeker met het oog op de lange termijn herziening van het FTK moeten pensioenfondsen expliciet aangeven hoe ze deze twee hoofddoelstellingen met elkaar in evenwicht brengen. In het herziene FTK komt dit bijvoorbeeld tot uiting in een vastgelegd kortings- en indexatiebeleid, met een duidelijk uitsmeerbeleid dat op de lange termijn consistent moet zijn.

Een expliciet contract maakt het mogelijk om de balans strakker aan te sturen, omdat de doel-

Balansmanagement moet weer volledig in dienst komen te staan van de strategie van het pensioenfonds

stellingen immers beter meet- en stuurbaar zijn. Balansmanagement moet zorgdragen voor de verbinding tussen de doelstellingen van dit expliciete contract, de risicohouding, de marktrisico's en de daadwerkelijke invulling van de balans. Ook in het herziene FTK zit hier het bestaansrecht van de rentehedge.

Balansmanagement is natuurlijk niet nieuw voor pensioenfondsen. Gegeven de veranderingen in het pensioenstelsel is het evenwel nodig om opnieuw

Auteurs
Janwillem Engel¹
Bart Oldenkamp
Mark Petit

te bezien welke vorm van balansmanagement het meest toekomstbestendig is.

Eisen aan balansmanagement

Voordat we balansmanagement toekomstbestendig kunnen inrichten, moeten we eerst stilstaan bij de eisen die fondsen aan balansmanagement moeten stellen om te komen tot een houdbaar pensioencontract.

In dienst van de strategie

Allereerst dient balansmanagement de strategische doelstellingen van het fonds. Bij de uitvoering van het beleid ontstaat altijd het risico dat de belangen van deelnemers en uitvoerders niet volledig gelijkgericht zijn. In het beheer van het pensioenfonds komt dit er doorgaans op neer dat de risicohouding van de uitvoerder anders is dan die van de deelnemers van het fonds.

Flexibele inrichting

Ten tweede moet de invulling van de balans kunnen worden aangepast aan veranderende doelstellingen. Een fonds dat er goed voor staat, heeft nu

eenmaal meer aandacht voor koopkrachtbehoud dan een fonds in onderdekking dat de nominale waarde van de verplichtingen zo veel mogelijk wil beschermen. Verschuivingen in het relatieve belang van doelstellingen vraagt om flexibiliteit.

Eenvoud en transparantie

Ten slotte moet balansmanagement zo veel mogelijk complexiteit uitsluiten. Complexiteit kan leiden tot een gebrek aan transparantie en verminderde beheersbaarheid, waarmee nieuwe risico's worden geïntroduceerd. Ook staat complexiteit kosten-transparantie in de weg.

Drie benaderingen voor balansrisicomanagement

Momenteel hanteren pensioenfondsen in de praktijk drie benaderingen van balansmanagement. We bespreken de voor- en nadelen van elk van die benaderingen, met de hierboven genoemde eisen aan balansmanagement in het achterhoofd.

De langetermijnportefeuille

De oorsprong van de eerste aanpak voor balansmanagement ligt in de periode vóór de invoering van het eerste FTK en begint met het inzicht dat alle pensioenfondsen doelstellingen hebben die op de lange termijn zijn gericht. Om de langetermijnverplichtingen na te komen wordt een statische risk appetite vastgelegd, waarmee de assetallocatie gericht is op de lange termijn. De weg naar die lange termijn toe is minder van belang. Bij het balansmanagement gaat men daarom uit van een visie op 'langetermijnevenwichtsniveaus' van financiële marktvariabelen. Het beheersen van renterisico blijft in een dergelijk kader ondergewaardeerd, omdat het qua risicopremie niet of nauwelijks zou bijdragen aan het langetermijnresultaat.

Deze aanpak heeft voordelen omdat de sturing een statisch karakter heeft. Dit leidt tot een minder complexe balans. Bovendien is deze aanpak ook voor grotere fondsen goed uitvoerbaar, ondanks de omvang van de portefeuille. Het grootste nadeel is het negeren van kortetermijnrisico's. Een heftige crisis of een periode van juist aanhoudend lage rentes kunnen beide verstreckende gevolgen hebben. Balansmanagement zonder oog voor kortetermijnrisico's kan leiden tot aanhoudend tegenvallende pensioenresultaten, met een onevenwichtige verdeling over verschillende generaties als gevolg.

De derivatenoverlay

Veel pensioenfondsen onderkennen de mogelijk negatieve impact van kortetermijnrisico's wel degelijk. In hun balansmanagement vullen zij hun langetermijnportefeuille aan met een derivatenoverlay. Deze overlay wordt dusdanig geconstrueerd dat het renterisico op een vooraf expliciet gedefinieerd niveau wordt afgedekt, mogelijk afhankelijk van het actuele renteniveau of de financiële situatie van het fonds.

Deze aanpak is ontstaan in de overgang naar het eerste FTK, een decennium geleden. Veel fondsen besloten het renterisico op de balans voor een groter



Mark Petit (l) en Janwillem Engel (r)

De impact van regelgeving

Sinds de kredietcrisis is er veel veranderd in de financiële wereld. Zeker op het gebied van regelgeving. Onder leiding van (inter)nationale politici spoelt er een ware golf aan nieuwe wet- en regelgeving over de financiële wereld heen. De Nederlandse pensioensector heeft daardoor ook te maken met grote veranderingen.

Deze nieuwe regelgeving heeft een forse impact op het balansmanagement van pensioenfondsen. We gaan kort in op drie belangrijke onderdelen van nieuwe regelgeving.

Toezichtskader

Veranderingen in het toezichtskader spelen op zowel korte als lange termijn. De UFR implementatie heeft als gevolg dat het gat tussen sturen op marktwaarde en sturen binnen het FTK groter is geworden. Voor het veiligstellen van strategische doelstellingen leidt de economische blik op de balans tot het beste resultaat. Tevens gaat de pensioensector vanaf 2015 de discussie aan over de lange termijn houdbaarheid van ons pensioenstelsel. Hoe gaat het pensioencontract er in de toekomst uit zien? Wordt het individueel of collectief en gaan we richting een duaal contract met 'harde' en 'zachte' rechten? De uiteindelijke richting heeft straks vergaande impact op balansmanagement, bijvoorbeeld wat betreft de mate waarin rente- en inflatierisico's expliciet afgedekt gaan worden.

EMIR en Dodd Frank Act

Sinds de kredietcrisis is de derivatenwereld rigoureus veranderd en is nieuwe regelgeving onder de noemers EMIR en Dodd Frank van kracht geworden. Het is nog te vroeg om de structurele impact op bijvoorbeeld transactiekosten en liquiditeit in te schatten. Fondsen doen er dan ook goed aan deze ontwikkelingen actief te blijven volgen en tijdig in te spelen op veranderingen. Zodoende zorgen fondsen ervoor dat ze te allen tijde gebruik kunnen maken van de meest kostenefficiënte oplossingen. Ondanks de ingezette verandering is de verwachting dat derivaten een vooraanstaande rol blijven spelen in de uitvoering van effectief risicomanagement.

Basel 3 en Solvency 2

Ook regelgeving die specifiek gericht is op banken en verzekeraars kan impact hebben op pensioenfondsen. Via strengere eisen aan kapitaal en kapitaalratio's wordt het aanhouden van specifieke assets ontmoedigd. Hiermee kan 'de waardering' van deze assets – voor banken en verzekeraars – drastisch wijzigen. Door toename van de zogenaamde 'liquiditeitspremie' zouden dergelijke assets voor pensioenfondsen juist interessant kunnen zijn. Binnen de matchingportefeuille biedt dit een mooie bron van extra rendement, zonder dat er extra kredietrisico genomen wordt.

deel af te dekken dan de vastrentende portefeuille al deed. Bij de implementatie van de rentehedge lieten ze de vastrentende portefeuilles echter vaak onaangetast. Met behulp van rentederivaten brachten ze de renteafdekking op het gewenste niveau.

De voordelen van deze aanpak zijn de goed beheersbare uitvoeringskosten, terwijl de mogelijkheid van dynamisch (afdekkings-)beleid blijft bestaan. Daarentegen kan de risicodoelstelling onder druk komen te staan. Het doel van de vastrentende portefeuille blijft het genereren van rendement, bij gebrek aan koppeling met de risicodoelstelling van de overlay. Risicovollere portefeuilles als credits en high yields blijven in de vastrentende portefeuille, waardoor discussie ontstaat over wat wel en niet meetelt in de renteafdekking. Voor een aantal fondsen was dit één van de oorzaken waarom de nominale dekkingsgraad zich in de crisis minder voorspelbaar gedroeg dan verwacht.

Het scheiden van obligatieportefeuille en overlay kan bovendien ook tot extra kosten leiden. Het durationbeleid van de onderliggende obligatieportefeuille wordt immers afgestemd op het vermogen van de beheerder om outperformance te genereren, in plaats van op de match met de verplichtingen. Het gevolg is een toename van transactiekosten door de grotere behoefte aan derivatentransacties.

Derivatenoverlays worden veel gebruikt door (middel)grote pensioenfondsen. Voor kleinere fondsen hebben vermogensbeheerders standaardoplossingen ontwikkeld: LDI-fondsen. Met deze fondsen kunnen pensioenfondsen komen tot een

renteafdekking die aansluit bij hun verplichtingenstructuur. Renteafdekking verandert daarmee in een vermogensbeheerderproduct met zijn eigen risico- en rendementsdoelstellingen, die niet altijd in lijn liggen met die van het pensioenfonds. Zo vereisen LDI-fondsen bij rentebewegingen transacties om de duration constant te houden, terwijl voor het pensioenfonds een 'buy-and-hold-aanpak' zou volstaan. Hierdoor worden onnodige kosten gemaakt.

De matching- en returnportefeuille

Een derde stroming in het balansmanagement gaat uit van een expliciete tweedeling van de balans in een matching- en een returnportefeuille. Zo voorkomt men 'vertroebeling' en worden de twee hoofddoelstellingen via twee separate sturingsinstrumenten beheerst.²

De 'matchingportefeuille' – obligaties, derivaten en cash – fungeert als het fundament om de gewenste mate van nominale zekerheid te waarborgen. De 'returnportefeuille' is een bron van extra rendement in dienst van de indexatieambitie, waarbij gericht marktrisico's worden genomen. Via deze twee instrumenten worden beide strategische hoofddoelstellingen nagestreefd.

Het nadeel van deze aanpak is dat er in de praktijk altijd afhankelijkheden blijven bestaan tussen beide portefeuilles. Moeten hoogwaardige credits met een goede rating een plaats krijgen in de matching- of in de returnportefeuille? Het voordeel van deze aanpak van balansmanagement is dat het belang van beide doelstellingen, nominale

zekerheid en koopkrachtbehoud, altijd duidelijk blijft. Deze scheiding leidt bovendien tot een betere governance, voldoende flexibiliteit en een significante verlaging van de complexiteit van de balans.

Bovendien sluit een splitsing van het vermogen over een matching- en een returnportefeuille goed aan bij de lopende discussie rond de lange termijn toekomst van ons pensioenstelsel. Één van de mogelijke richtingen is een ‘dual contract’, bestaande uit een combinatie van ‘harde’ en ‘zachte’ rechten. In een dergelijk contract kunnen de verzekeringsharde aanspraken goed worden gewaarborgd door de matchingportefeuille, terwijl de returnportefeuille zorgdraagt voor de zachte aanspraken. ‘Matching en return’ bereidt pensioenfondsen daardoor goed voor op de toekomst van ons pensioenstelsel.

Optimaal balansmanagement: stabiele zekerheid

Rekeninghoudend met de eerder genoemde eisen aan balansmanagement – zo laag mogelijke complexiteit, verbinding met de strategie van het fonds en het faciliteren van flexibiliteit – doen pensioenfondsen er goed aan hun balansmanagement vorm te geven aan de hand van een matching- en returnportefeuille.

Welke stappen moet een fonds doorlopen om dat te bereiken? De eerste stap is dat het bestuur de twee hoofddoelstellingen concreet maakt: hoeveel nominale zekerheid wil het de deelnemers bieden en welke verwachtingen zijn er ten aanzien van koopkrachtbehoud? Dit is de ‘ambitie’. Vervolgens bepaalt het bestuur haar risicohouding (de ‘risk appetite’) en vertaalt deze in een concreet geformuleerd ‘risicobudget’. Hieruit volgt een expliciete allocatie van vermogen aan de matching- en de returnportefeuille. Het is essentieel dat het bestuur gedurende dit proces veelvuldig gebruikt maakt van scenarioanalyse. Zo kan worden vastgesteld of de gemaakte keuzes ook in extreme scenario’s het gewenste resultaat opleveren.

De matchingportefeuille is in deze benadering het ‘anker’ voor het pensioenfonds: een stabiel en veilig fundament, ook in tijden van financieel-economisch zwaar weer. Anders gezegd: de matchingportefeuille is de veilige belegging voor het pensioenfonds. De matchingportefeuille moet stabiele zekerheid leveren zodat de minimale pensioenbeloftes onder alle omstandigheden kunnen worden nagekomen. Dit heeft implicaties voor de invulling van de matchingportefeuille, want ‘zekerheid’ en ‘stabieleit’ moeten op de balans zowel aan de activazijde als aan de passivazijde worden gewaarborgd.

De beleggingen uit de matchingportefeuille (de activazijde) moeten hiervoor zeer kredietwaardig zijn. Pensioenfondsen hebben immers betalingsverplichtingen op het moment dat pensioenen ook daadwerkelijk betaald worden. Ten tweede zal de matchingportefeuille waardeontwikkelingen aan de passivazijde van de balans moeten compenseren. Een hoge mate van correlatie met de pensioenverplichtingen is dus een vereiste. Dit

betekent dat de matchingportefeuille twee hoofddoelstellingen heeft: cashflowzekerheid creëren en het mitigeren van renterisico ten opzichte van de pensioenverplichtingen.

Pas wanneer de matchingportefeuille voor de gewenste stabiele zekerheid zorgt kan worden vastgesteld hoe de returnportefeuille moet worden ingevuld. Het resultaat van deze benadering is een stabiele en robuuste balans, die de uitgesproken pensioenambitie ook in negatieve scenario’s kan realiseren.

Uitgangspunten voor constructie van de matchingportefeuille

In het laatste deel van dit artikel staan we stil bij de implementatie van de matchingportefeuille. Het leidend principe is dat die implementatie zo veel mogelijk in dienst moet staan van de strategie van het pensioenfonds. De volgende uitgangspunten zijn van wezenlijk belang.

- De portefeuilleconstructie vindt top-down plaats en wordt integraal vormgegeven.
- Pensioenverplichtingen gelden expliciet als benchmark.
- Risicomanagement speelt een centrale rol.
- Rendement wordt geoptimaliseerd binnen een risicokader.

We lichten deze uitgangspunten hieronder verder toe.

Top-downbenadering en integrale vormgeving

Alle onderdelen van de matchingportefeuille vormen samen een geheel en dienen hetzelfde doel. Het is dus niet optimaal om verschillende deelportefeuilles te hebben die allemaal een eigen benchmark en mandaatrichtlijnen hebben en verdeeld zijn over diverse managers. Een top-downbenadering en een integrale vormgeving verhogen daarentegen de effectiviteit en bieden tevens de mogelijkheid om de transactie- en beheerskosten te verlagen.

Pensioenverplichtingen expliciet als benchmark

Uit de hoofddoelstelling die het bestuur heeft vastgesteld – een bepaalde mate van nominale zekerheid – volgt intuïtief de keuze voor de benchmark in het vermogensbeheer van de matchingportefeuille: de pensioenverplichtingen. Dit betekent dat de risico- en rendementskarakteristieken van de matchingportefeuille volledig worden afgestemd op de pensioenverplichtingen. Het gebruik van specifieke ‘asset benchmarks’ leidt tot inefficiënte portefeuilles.

Centrale rol voor risicomanagement

Risicomanagement is niet alleen van strategisch belang, maar speelt ook een prominente rol op het niveau van individuele portefeuilles. Voor de matchingportefeuille betekent dit vooral dat kredietrisico zo veel mogelijk wordt vermeden. Stabiele zekerheid is alleen te realiseren als de portefeuille een zeer hoge mate van cashflowzekerheid biedt. Dit betekent dat slechts obligaties worden

opgenomen die zijn uitgegeven door zeer kredietwaardige uitgevers (veelal staatsgerelateerd). Vooraf wordt dus qua kredietrisico een duidelijke streep in het zand getrokken: tot hier en niet verder. ‘Kredietrisico’ wordt op deze manier niet expliciet aangewend als bron van extra rendement.

Concentratierisico verdient ook aandacht bij het construeren van de matchingportefeuille. Veel pensioenfondsen hebben een aanzienlijke allocatie naar Nederlandse en Duitse staatsobligaties die volledig is gericht op één enkel stress-scenario, de

De matchingportefeuille zal expliciet de rol van risicovrije asset class gaan spelen, met de verplichtingen als enige relevante benchmark

Eurocrisis. Wat is de impact van andere scenario’s, zoals een geleidelijk herstel in Europa? Doorgaans wordt het nemen van concentratierisico niet beloond met extra rendement. Pensioenfondsen doen er daarom goed aan kritisch te kijken naar deze allocatie en te streven naar een betere diversificatie over uitgevende landen, instanties en instrument-types.

Een derde bron van risico die aandacht verdient is het basisrisico in de matchingportefeuille, dat ontstaat omdat pensioenverplichtingen via de euro-swapcurve worden gewaardeerd, in plaats van de rentetermijnstructuur die voortvloeit uit obligaties. De waardeverandering van de matchingportefeuille kan hierdoor op de kortere termijn afwijken van die van de pensioenverplichtingen.

Het is niet ongebruikelijk om een dergelijk risico te beheersen door middel van een ‘tracking-error-restrictie’ in het mandaat van de vermogensbeheerder. Deze oplossing dient echter niet de doelstelling van balansmanagement: de geboden ruimte kan ook worden gebruikt als discretionaire ruimte voor de beheerder. Bovendien zijn kortetermijnfluctuaties van de waarde tussen matchingportefeuille en verplichtingen van ondergeschikt belang, tenzij de uitgangssituatie de gewenste mate van cashflow-zekerheid bedreigt. Om toch enige greep te krijgen op het basisrisico kan een aanvullende scenarioanalyse voor de middellange termijn worden gebruikt.

Optimalisatie van rendement binnen risicokader

Elke portefeuilleconstructie vereist een afweging tussen risico en rendement (inclusief kosten), en dat geldt ook bij de samenstelling van een matchingportefeuille. Het stellen van harde eisen aan het relatieve rendement van de matchingportefeuille

leidt echter al gauw tot onnodige risico’s – wat een recept is voor teleurstellingen. Expliciet streven naar het bijhouden van het rendement op de portefeuille van kasstromen van pensioenverplichtingen is al een hele prestatie en leidt tot een realistischer kader.

Evenals bij het beheersen van concentratierisico speelt diversificatie ook bij het optimaliseren van het rendement een grote rol. Kiezen uit een breed spectrum van beschikbare instrumenten, uitgevende instanties en looptijden leidt tot een beter en stabielere rendement. Uiteraard moeten dan wel strikte eisen worden gesteld aan de kredietwaardigheid.

Pensioenfondsen doen er bovendien goed aan te onderzoeken hoeveel ruimte er bestaat voor minder liquide beleggingen. Met behulp van bijvoorbeeld hypotheek- of obligaties die worden uitgegeven door agencies, supra-nationals en sub-sovereigns kunnen pensioenfondsen profiteren van een extra ‘liquiditeitspremie’. Dit is zeker een mogelijkheid als er al een aanzienlijke allocatie naar liquide aandelen en obligaties bestaat. Uiteraard moet ook hier weer aan de minimale eisen omtrent kredietwaardigheid zijn voldaan voordat een allocatie naar minder liquide beleggingen kan worden overwogen.

Conclusie

Met het oog op de toekomst van ons pensioenstelsel – met pensioencontracten met expliciete doelstellingen in het verschiep en mogelijk opgebouwd uit harde en zachte rechten – doen pensioenfondsen er verstandig aan hun balansmanagement opnieuw onder de loep te houden. Een scheiding van de balans in een matching- en returnportefeuille ligt hierbij het meest voor de hand: dit levert de beste combinatie op van flexibiliteit, eenvoud en effectiviteit in het kader van de strategie.

De matchingportefeuille moet volledig in dienst komen te staan van het bieden van het gezochte niveau van zekerheid en zal expliciet de rol van risicovrije asset class gaan spelen. Dit vereist een integrale benadering bij het construeren van de matchingportefeuille, met de verplichtingen als enige relevante benchmark. De inrichting van de returnportefeuille komt vervolgens in dienst te staan van de indexatiedoelstelling.

Een dergelijke inrichting van balansmanagement bereidt pensioenfondsen beter voor op de toekomst, maar ook dan is er nog veel werk aan de winkel. Er zijn andere richtlijnen nodig voor mandaten die binnen de matchingportefeuille vallen. Ook de vermogensbeheerder moet zijn werk anders gaan doen. Deze inspanningen zullen op langere termijn worden beloond met een beter haalbaar pensioen en minder teleurstellingen. ■

Noten

- 1 De auteurs zijn werkzaam bij Cardano. Drs. Mark Petit CAIA is Co-Head of Strategic Risk Solutions, Drs. Janwillem Engel is Strategic Risk Adviser en Dr. Bart Oldenkamp is Directeur Cardano Nederland.
- 2 Een aantal fondsen hanteert ook de terminologie ‘matching- en returnportefeuille’ terwijl er in de praktijk voor de matchingportefeuille naast risico- ook outperformancedoelstellingen gelden. In dit artikel gaan we ervan uit dat de risico- en rendementsdoelstellingen van de matching- en returnportefeuilles strikt zijn gescheiden.