

LDI is dood, lang leve LDI?

In discussies over het nieuwe pensioenstelsel wordt Liability Driven Investing regelmatig doodverklaard. We nemen immers afscheid van het FTK, de verplichtingen en de rekenrente. Maar tegelijkertijd is er de ambitie om een pensioenpot om te zetten naar een serie pensioenuitkeringen. Dat mechanisme is een redelijke beschrijving van het concept LDI.

In discussies over het nieuwe pensioenstelsel hebben we het niet vaak over het beleggingsbeleid, terwijl de contractskeuze juist een fundamentele samenhang met de investment beliefs heeft. Of meer specifiek: de keuze voor het beschermingsrendement.

We kunnen kiezen tussen twee smaken: het werkelijk rendement en het theoretisch rendement. Het laatste is alleen mogelijk onder het solidaire contract. Het werkelijk rendement is de enige optie onder het flexibele pensioencontract, maar is ook een alternatief onder het solidaire contract. De keuze tussen de twee soorten beschermingsrendement heeft directe gevolgen voor de portefeuilleconstructie en de governance. En die keuze heeft ook invloed op de loopbaanperspectieven van LDI-managers.

Bent u van de school van het optimaliseren van sharpe ratio's, dan wilt u ongetwijfeld het beleggingsuniversum zo groot mogelijk maken om te streven naar maximale diversificatie. Alle beleggingen stopt u dan in een onverdeelde portefeuille en u maximaliseert de sharpe ratio. Over het algemeen kiest u voor het solidaire contract met het theoretisch rendement. In deze opzet wordt de gehele tracking error van de LDI-portefeuille ten opzichte van de uit te betalen kasstromen doorgeschoven naar het overrendement. De LDI-manager heeft een zeer beperkte rol in deze opzet. Hij of zij is slechts de sluitpost van de portefeuille en zal vroeg of laat worden vervangen door een algoritme. Belangrijke kanttekening is dat iedere deelnemer dezelfde portefeuille krijgt. Slechts de allocatie ernaar zal variëren met leeftijd.

Bent u daarentegen een aanhanger van het Tinbergen-principe, dan zal het werkelijk rendement u meer aanspreken. Nobelprijswinnaar Jan Tinbergen doceerde dat er evenveel instrumenten als doelstellingen moeten zijn, omdat zich anders conflicten voordoen. Wilt u zowel rendement maken als veilige pensioenen uitkeren, dan zijn er twee portefeuilles nodig. U mandateert uw LDI-manager om binnen het risicobudget de juiste kasstromen in te kopen om de pensioenen uit te betalen. Naast deze brede matchingportefeuille zet u een rendementsportefeuille op, met name voor jongeren. Twee doelen, twee portefeuilles en twee sharpe ratio's.

Bijkomend voordeel voor mij persoonlijk als LDI-manager is dat de LDI-manager een interessante rol heeft. Meer dan nu worden bedrijfsobligaties en hypotheek direct in de portefeuilleconstructie opgenomen. Dit betekent ook dat jongeren en ouderen verschillende portefeuilles krijgen. Ouderen ontvangen een breder palet aan vastrentende waarden en jongeren met name groei-assets, mogelijk aangevuld met renteswaps voor een (stukje) kapitaalefficiënte renteafdekking.

Bovenstaande overwegingen raken aan de consistentie van het beleid. Kan een pensioenfonds wel een keuze maken voor beschermingsrendement zonder toets van de investment beliefs? Het solidaire contract met het theoretisch rendement kent nog een extra uitdaging qua doelmatigheid. Het theoretisch rendement creëert bijna volledige stabiliteit in uitkeringen door de gehele tracking error door te schuiven naar het overrendement. Dit kan prettig zijn voor gepensioneerden. Als vervolgens diezelfde gepensioneerden echter een significante blootstelling krijgen naar het volatiele overrendement in het kader van 'doorbeleggen', is deze stabiliteit niets waard. Het tekent het risico op inconsistenties tussen beleid en uitvoering en vraagt erom de investment beliefs al vroeg in het proces te betrekken. Deze LDI-manager wacht met spanning af. ■



Door **Jens van Egmond**,
Head of Europe
LDI Client Portfolio
Management bij
BlackRock en
Bestuurslid en
Voorzitter van de
Beleggingscommissie
van Stichting Sport-
fondsen Pensioenfonds