

Strakker rente-afdekkingsbeleid onder de Wtp niet nodig

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Het is niet noodzakelijk om vanuit de Wtp veel strakker te gaan sturen op rente-afdekking. De renterisico's moeten uiteraard wel beheerst en begrensd worden, want de toegezegde beschermingsrendementen voor de verschillende leeftijdscohorten moeten worden waargemaakt. Dat werd duidelijk tijdens de afsluitende paneldiscussie van het seminar dat Financial Investigator organiseerde over beleggen onder de Wtp.

De grote zaal van het Planetarium in Amsterdam is tot de laatste stoel volledig gevuld voor het seminar 'Beleggen onder de Wtp'. Het is duidelijk: het thema mag zich in warme belangstelling verheugen. Dat geldt ook voor het laatste onderdeel van het programma: de paneldiscussie over het rentebeleid onder de Wtp. Dagvoorzitter Evalinde Eelens legt panelleden Rik Albrecht, Cees Harm van den Berg (APG Asset Management), Jeroen van Bezooijen (PIMCO) en Aldrik Venemans (MN) een aantal prikkelende stellingen voor.

Stelling 1: Een ruim afdekkingsbeleid (met veel duration-, curve- en spreadrisico) onder de Wtp is prima te verantwoorden.

Cees Harm van den Berg: 'Het kan zeker passend zijn, maar het is vooral aan het pensioenfonds zelf om te bepalen waar het zich comfortabel bij voelt. Dat zeg ik omdat er vanuit de Wtp en de memorie van toelichting eigenlijk geen richting wordt gegeven aan hoe strak je het renteafdekkingsbeleid moet vastleggen. Er wordt in feite ook niets gezegd over hoeveel duration-, curve- en spreadrisico je mag lopen. Dus wat dat betreft, kan je als pensioenfonds prima doorgaan met de benadering die je onder het FTK hanteert. Je kunt een strakke of een vrij ruime opdracht aan je LDI-manager geven, dat past allemaal prima onder het nieuwe pensioencontract. Het enige wat De Nederlandsche Bank (DNB) van de pensioenfondsen vraagt, is om in ieder geval het stukje mismatch dat kan ontstaan door het lopen

van extra risico te onderbouwen, te begrenzen en te monitoren. Hopelijk komt er nog wat meer duiding vanuit DNB. Maar ik zie zeker geen aanleiding vanuit de Wtp om het rentebeleid om te gooien en veel strakker te gaan sturen op de renteafdekking. Een stukje mismatch is onder de Wtp toegestaan en kan ook waarde toevoegen voor de deelnemers.'

Rik Albrecht: 'De verschillende renterisico's moeten van tevoren goed in kaart worden gebracht, bijvoorbeeld door een LDI- of ALM-studie. Die risico's moeten natuurlijk beheerst en begrensd worden. Er dient op gestuurd te worden. Je wilt er zo goed mogelijk voor zorgen dat het toegezegde beschermingsrendement voor de leeftijdscohorten ook wordt waargemaakt.'

Stelling 2: In de SPR gaat de rentehedge naar 100% voor alle leeftijdscohorten.

Albrecht: 'In de SPR ga je naar 100% rentehedge voor alle leeftijdscategorieën. Ik zeg niet dat het beschermingsrendement voor iedereen 100% moet zijn. Dat kan 0% of 100% zijn, maar als je een beschermingsrendement toezegt – of dat nu veel of weinig is – dan moet je je portefeuille dusdanig inrichten, dat je het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk verdient. Doe je dat niet, dan kom je in de problemen. In de eerste plaats ontstaan herverdelingsrisico's, want je deelt het beschermingsrendement wel uit, maar verdient het niet. Het komt erop neer dat het beschermingsrendement voor de ouderen opgehoest moet worden door de jongeren. In de tweede plaats ontstaat een verkeerde voorstelling van zaken: je kunt beloftes die je hebt gedaan niet waarmaken. In principe zou je dit met derivatenconstructies kunnen repareren, maar je moet niet vergeten dat derivatenconstructies een duur woord is voor beleggen met geleend geld. Als je geld leent of derivaten gebruikt, moeten rentekosten worden betaald. Dat zijn allemaal dingen waar rekening mee moet worden gehouden. Dat, om een voorbeeld te noemen, het effectieve beschermingsrendement dat een deelnemer krijgt niet 80% maar 50% is, moet eerlijk naar de deelnemers worden gecommuniceerd, anders schend je een belangrijk moreel principe van eerlijke communicatie en het voorkomen >



VOORZITTER

Evalinde Eelens

Professioneel Pensioenfondsbestuurder en Intern Toezichhouder, Ravenna Consulting



Rik Albrecht

Professioneel bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie, Toezichthouder, diverse pensioenfondsen, Adviseur, Roccade Advies



Cees Harm van den Berg

Expert Strategist, APG Asset Management



Jeroen van Bezooijen

Executive Vice President, Head of EMEA Solutions, PIMCO



Aldrik Venemans

Senior Actuaris, Beleidsadviseur, MN

‘Een stukje mismatch is onder de Wtp toegestaan en kan ook waarde toevoegen voor de deelnemers.’

van misrepresentatie. Daar zal de AFM zeker een mening over hebben en de pers zal sommetjes gaan maken om te controleren of pensioenfondsen hun toezeggingen waarmaken. Dat wordt prijsschieten op de betreffende pensioenfondsen.’

Stelling 3: In de collectieve uitkeringsfase binnen de SPR is het noodzakelijk om de rentehedge aflopend per leeftijd in te richten.

Aldrik Venemans: ‘Veel pensioenfondsen denken dat een rentehedge van 100% noodzakelijk is om herverdelingen als gevolg van rentebewegingen te voorkomen. Als je een 80% rentehedge wilt inrichten voor de collectieve uitkeringsfase, maakt het nogal wat uit hoe je dat verdeelt over de verschillende leeftijds-categorieën, want het effect van een rentebeweging verschilt per leeftijd. Het gemaakte rendement hangt af van de openstaande duration. Een net gepensioneerde zou je misschien een rentehedge van wel 90% moeten geven en een honderdjarige helemaal geen, om gemiddeld op 80% uit te komen. Je moet dus de rentehedge afbouwen om herverdelings-effecten te voorkomen. Ik weet dat er allerlei ingewikkelde constructies worden bedacht om de herverdelingen binnen de wettelijke perken te houden. Ik vind dat je het aan de voorkant gewoon netjes moet houden en zeggen: ik ga het beschermingsrendement veel beter toedelen. Dus niet aan iedereen 80%, maar als gezegd bijvoorbeeld 90% aan de 67-jarigen en 0% aan de 100-jarigen. Dan heb je niet te maken met herverdelingseffecten.’

Stelling 4: In het nieuwe pensioenstelsel zijn swaps niet meer het instrument van keuze voor het beheer van renterisico.

Jeroen van Bezooijen: ‘Als je onder het FTK de verplichtingen volledig wilde afdekken voor het renterisico, moest de hele portefeuille bestaan uit langlopende obligaties. Dat wilde niemand. Aandelen waren immers ook in de rendementspor-

tefeuille gewenst. Door het gebruik van swaps had de portefeuillemanager de mogelijkheid om twee dingen uit elkaar te trekken. Er konden beslissingen worden genomen over de hoeveelheid aandelen ten opzichte van de afgedekte hoeveelheid renterisico. Dat werkte goed. Er zit wel een kostenpost aan het gebruik van swaps, want je moet ook collateral aanhouden om aan de margevereisten te kunnen voldoen. Nu we richting het nieuwe pensioenstelsel gaan, hebben we – zoals veel sprekers tijdens dit seminar hebben aangegeven – minder duration nodig. Dan heb je al die swaps eigenlijk niet meer nodig. De duration kan je opbouwen via de portefeuille van staatsobligaties.’

Van den Berg: ‘Ik ben het niet eens met de strenge stelling dat swaps er in het nieuwe pensioenstelsel allemaal uitgaan. We zijn ook in het nieuwe stelsel bezig met het optimaliseren van het beleggingsbeleid en een onderdeel daarvan kan zijn om met zo min mogelijk laagrenderende staatsobligaties een zo hoog mogelijk portefeuillerendement te creëren, passend bij de risicohouding van de deelnemers. Daarbij is echt nog wel een significante rol voor renteswaps weggelegd. Het betreft dus een combinatie van cash, minimaal benodigde staatsobligaties en renteswaps om aan de rentebeschermt te voldoen. De rest kan in credits en ook in alternatieve, illiquide beleggingscategorieën gestopt worden om een beter pensioenresultaat te genereren. Je gaat wel minder heel lange swaps gebruiken, omdat de looptijd van de beloofde bescherming voor het renterisico wat korter wordt.’

Venemans: ‘Wij zien dat de lange staatsobligaties vooral risico gaan opleveren in de matchingportefeuille en daarom minder zullen worden gebruikt. Uitgaande van het theoretisch beschermingsrendement is dat een onbeloofd risico. Wij hanteren liever swapconstructies en gebruiken de risicoruimte liever voor credits en hypotheek, omdat dan naar verwachting sprake is van een beloofd risico.’

Stelling 5: Het is wenselijk om tijdelijk (in het huidige FTK) voor meer renteafdekking te kiezen in aanloop naar het invaarmoment.

Van den Berg: ‘Een van onze klanten

‘Nu we richting het nieuwe pensioenstelsel gaan, hebben we minder duration nodig.’

heeft vorig jaar besloten om de renteafdekking richting het invaarmoment te verhogen. De rente was toen nog wat hoger en er was sprake van een voldoende hoge dekkingsgraad, waardoor het fonds veel transitiedoelen waar zou kunnen gaan maken. Vanwege de hoe dan ook bestaande onzekerheid, is ervoor gekozen aan de kant van de dekkingsgraad een stukje stabiliteit in te bouwen door de renteafdekking toch wel nadrukkelijk te verhogen en minder renterisico te lopen richting het invaarmoment. Deze beoogde stabiliteit in de ontwikkeling van de financiële positie heeft zich ook laten zien in het afgelopen halfjaar. Ik hoor dat meer pensioenfondsen misschien hun renteafdekking willen verhogen of dat al hebben gedaan. Het gaat hier om een wezenlijke stap in het besluitvormingsproces rondom de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel. Wij zagen de keuze tot het tijdelijk verhogen van de renteafdekking als een tactisch besluit richting het invaarmoment, maar daar was De Nederlandsche Bank het niet mee eens. De toezichthouder heeft ons naderhand gevraagd om bijvoorbeeld een aanvangshoudbaarheidsstoets te doen en met sociale partners nog een aantal besluitvormingsstappen te doorlopen. Dat hebben we gedaan.’

Venemans: ‘Onze visie is dat verhoging van de renteafdekking wel een tactisch besluit is. Het is tijdelijk en op een gegeven moment wordt er weer afgebouwd.’

‘Als je een beschermingsrendement toezegt, dan moet je je portefeuille dusdanig inrichten dat je het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk verdient.’

‘Wij zien dat de lange staatsobligaties vooral risico gaan opleveren in de matchingportefeuille.’

Het gaat om een tijdelijke afwijking van de strategie en dat moet je natuurlijk verantwoorden en netjes afspreken met de organen waarmee de strategie is afgestemd en misschien zelfs met de sociale partners, als de aanpassing leidt tot een vereist eigen vermogen buiten de afgesproken bandbreedte van de kortetermijnrisicohouding.’

Vanuit de zaal wordt gevraagd of er in het rentebeleid ook ruimte is voor een rentestafel en of je dan per staffel ook te maken hebt met een andere set van toedelingsregels. Van den Berg vindt dat er zeker ruimte bestaat voor dynamisch beleid: een dynamische rentestafel. Volgens Van Bezooijen is er niets op tegen om de toedelingsregels dynamisch aan te passen. Albrecht waarschuwt ervoor dat er niet met het beschermingsrendement ‘gespeeld’ mag worden, met name als het gaat om oudere deelnemers. ‘Ik weet niet hoe vaak je het beleid voor de toedeling van beschermingsrendement kunt aanpassen, maar ik denk dat dat zeer sporadisch gaat gebeuren en bovendien moet dat op basis van de risicohouding. Het toedelingsbeleid moet passen bij de risicohouding, niet bij een rentevisie.’

Evalinde Eelens vraagt zich af hoe de panelleden de rol van ALM-studies in de Wtp zien. Van Bezooijen zegt dat die natuurlijk blijven bestaan. ‘Het doorrekenen van verschillende scenario’s en wat de uitkomsten daarvan zijn, zal niet verdwijnen. Het beleid moet periodiek getoetst worden.’ Albrecht is het daarmee eens. ‘In het nieuwe contract is ook sprake van verplichtingen, namelijk verplichtingen die het pensioenfonds op zijn eigen schoulers legt. Sterker: deze quasi-verplichtingen nemen toe omdat het fonds niet alleen beschermingsrendementen, maar ook overrendementen toezegt. Als je overrendementen toezegt en je belegt helemaal niet in zakelijke waarden, dan gaat het mis.’ ■

IN HET KORT

Onder de Wtp kan een ruim renteafdeckingsbeleid passend zijn, maar het is aan het pensioenfonds zelf om te bepalen waar het zich comfortabel bij voelt.

Als een bepaald beschermingsrendement wordt toegezegd, moet de portefeuille dusdanig worden ingericht dat het toegezegde beschermingsrendement ook daadwerkelijk wordt verdiend.

Om herverdelingseffecten te voorkomen, moet in de SPR in de uitkeringsfase de rentehedge worden afgebouwd afhankelijk van de leeftijd van de deelnemers.

Lange staatsobligaties gaan vooral risico opleveren in de matchingportefeuilles en zullen dus minder worden gebruikt.