

VOORZITTER:

Rutger van Asselt, *Sprenkels & Verschuren*

DEELNEMERS:

Carolien van Eggermond, *Bestuurder en Toezichthouder*

Wiebe Hofstra, *Pensioenfonds Achmea*

Haitse Hoos, *Asset Advisors*

Hans de Ruiter, *Pensioenfonds TNO*

Walther Schapendonk, *onder andere pensioenfonds*

Openbare Bibliotheken

Jan Willem van Stuijvenberg, *Van Stuijvenberg*

Financial Services

Raymond Verstraelen, *Achmea Investment Management*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management.



RISICOBEBEHEER VORMT BASIS VAN LDI

Door Hans Amesz

Bij LDI (liability driven investing) gaat het om beleggingen die erop gericht zijn voldoende activa te vergaren om zowel huidige als toekomstige verplichtingen te kunnen dekken. Het vertrekpunt zijn de kasstromen.



Wat moeten we onder LDI verstaan?

Haitse Hoos: 'Alles wat de rente- of balansrisico's afdekt, in de breedste zin van het woord. Dat kan van variëren van swaps tot credits en alles wat aan kasstromen verwant is, inclusief de operationele kant.'

Walther Schapendonk: 'Als het puur gaat om het afdekken van kasstromen of rentevergoedingen, noemen we dat LDI.'

Hans de Ruiter: 'Het vertrekpunt zijn de kasstromen, verbonden aan de verplichtingen. Daar probeer je op aan te sluiten. Het is onderdeel van ADI, ambition driven investing, dat gaat over de hele balans van het pensioenfonds.'

Carolien van Eggermond: 'Het is met name gericht op de

nominale verplichtingen, dus toch meer aan de vastrentende kant. In de praktijk komt het erop neer dat er specifieke portefeuilles worden geconstrueerd, waarin meestal staatsleningen en derivaatachtige producten zitten.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'LDI is de invulling van risicobeheer van beleggingen versus verplichtingen, waarbij de verplichtingen zowel nominaal als reëel kunnen zijn. Renterisicomanagement door middel van swaps is het meest gangbaar, maar het begrip is veel breder.'

Raymond Verstraelen: 'LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds; meestal rates, credits, hypotheek en swaps.'

> **Rutger van Asselt** is sinds 2008 als partner werkzaam bij Sprenkels en Verschuren, waar hij verantwoordelijk is voor beleggings- en risicomanagementadvies aan pensioenfonds en stichtingen. Daarvoor was hij bijna tien jaar werkzaam bij ABN AMRO, in de laatste jaren in de dealingroom binnen sales. Daar hield hij zich bezig met het structureren van derivatenoplossingen voor institutionele beleggers. Hij begon zijn carrière bij ABN AMRO binnen risk management, gericht op het kwantificeren van kredietrisico op derivatenportefeuilles. Hij is in 1997 afgestudeerd in de technische natuurkunde aan de Technische Universiteit Delft.





> Carolien van Eggermond is onafhankelijk professional, na 25 jaar bancaire ervaring in derivaten, credit structuring, treasury en finance (bij Rabobank en JP Morgan) en sinds enige jaren actief als expert bij diverse organisaties in verschillende rollen (onder andere bij BpfBouw, SNSReaal Pensioenfonds, Notarissen pensioenfonds, TCX, SAREF Hypotheekfondsen en bij Nationale Hypotheek Garantie).

Wat zijn de belangrijkste actuele ontwikkelingen op LDI-gebied?

Hoos: 'Er zijn partijen die enkel gebruikmaken van swaps om cash flows af te dekken. Er zijn ook partijen die zeggen: we hebben een soort streefrenteafdekking en die volgen we in grote lijnen, maar we willen ook extra rendement uit de beleggingsportefeuille halen en daar gaan we dus actief mee om.'

Schapendonk: 'Vanwege de lage rente zie je nu een discussie ontstaan binnen pensioenfondsbesturen of een meer actieve beleggingsbenadering gewenst is.'

De Ruiter: 'Bij de ontwikkelingen op LDI-gebied speelt de lage rente zeker een rol. Op een groot deel van het instrumentarium zitten negatieve rentes. Die instrumenten zou ik willen vermijden. Aan de andere kant komen er nieuwe instrumenten in beeld die je ook goed zou kunnen toepassen binnen een LDI-portefeuille en die een beter rendementsprofiel kennen.'

Van Stuijvenberg: 'Door de steeds moeizamere 'search for yield' komt actief LDI langzaam op. In onze sector – die doorgaans terughoudend met actief is – is actief LDI wellicht een betere keuze dan actief fixed income. Dit omdat er bij actief LDI belegd

wordt tegen een benchmark die op het einddoel van het pensioenfonds is gebaseerd: de verplichtingen. Deze setup geeft een betere risk/return incentive-structuur. Verder zie ik hernieuwde interesse in swaptions – die lange tijd een 'no go area' waren – en in 'inflation linked swaps'.'

Verstraelen: 'Er is onder klanten veel vraag naar een integrale aanpak van het renterisico, dus naar één portefeuille van swaps, bonds en cash die ook rekening houdt met credits en hypotheek. Door de hoge correlaties biedt een integrale LDI-aanpak zeker voordelen. Swaptions kunnen goede instrumenten zijn om in te zetten. Je moet dan echter wel goed begrijpen wat de waarde van het instrument drijft om uiteindelijk niet voor verrassingen te komen staan.'

Zijn pensioenfondsbesturen voldoende deskundig op dit gebied?

Hoos: 'Sommige besturen hebben beperkte beleggingskennis, maar zijn financieel breed onderlegd en kunnen scenario's doorrekenen. Daarmee kom je een heel eind.'

Schapendonk: 'Het probleem is vaak dat besturen een nogal korte looptijd hebben. Dan wordt er anders afgewogen dan oorspronkelijk de bedoeling was. Swaption- en optiestrategieën zijn heel kennis- en tijdsintensief. Besturen moeten de tijd hebben en zorgen voor continuïteit. Bij dat laatste gaat het vaak mis.'

Van Stuijvenberg: 'Besturen en fondsen die swaptions te complex vinden, laat ik graag zien dat andere instrumenten in de portefeuille minstens zo complex zijn en – in tegenstelling tot swaptions – niet voortdurend ter discussie staan. Ik zie regelmatig dat zogenaamd complexe oplossingen worden verworpen met als voornaamste argument dat deze niet aan het bestuur zijn uit te leggen. Mijn ervaring is echter dat, wanneer je er de tijd voor neemt, dergelijke oplossingen goed uitlegbaar zijn. Ik vind het jammer wanneer een goed voorstel het niet haalt vanwege veronderstelde 'onuitlegbaarheid'.'

Van Eggermond: 'Soms zijn de oplossingen zo complex, dat het beter is ze niet toe te passen.'



Wiebe Hofstra: 'Die ervaring heb ik ook. Je kunt eindeloos veel dingen bedenken, maar je moet wel een afweging maken. Die kan zijn: wij kiezen hier niet voor, omdat we onze aandacht liever aan andere zaken besteden.'

Van Stuijvenberg: 'Stel, een pensioenfonds wenst – uit hoofde van een rentevisie – een lagere renteafdekking, maar deze past niet binnen het vereist eigen vermogen. In dat geval kunnen swaptions prima uitkomst bieden. Swaptions zijn naar mijn visie altijd tijdelijk en zetten – tegen betaling van een premie – de upside open, terwijl de downside beschermd blijft.'

Hofstra: 'De vraag is of het reëel is om van een bestuur van een pensioenfonds te verwachten dat het op de korte termijn een uitgesproken rentevisie heeft.'

De rente is gigantisch gedaald. Lukt dat discussies uit, ondanks het feit dat pensioenfondsen geen rentevisie mogen hebben?

Hofstra: 'Wij zijn dat aan het bestuderen en maken daarbij gebruik van de economische studies van Achmea, die uitgaan van een andere rentevisie dan in het verleden. De vraag is: hoe vertalen we dat in onze renteafdekking?'

Van Eggermond: 'Als wij denken dat de marktrente structureel op een lager niveau is gekomen, heeft dat niets met visie te maken, maar gewoon met de marktverwachting. Als daar uitkomt dat de renteafdekking wellicht omhoog zou moeten, gebeurt dat vooral vanuit je ALM- en risicomanagement-optiek.'

Hoos: 'Als pensioenfondsbestuur kan je een rentevisie hebben, maar die moet heel erg goed onderbouwd zijn. Ik geloof meer in scenariodenken. Als je scenario's hebt die ongewenst zijn, ga je die afdekken.'

De Ruiter: 'Ons vertrekpunt is: wat is op dit moment de neutrale rente? Dat is in beginsel de rente bij volledige werkgelegenheid en stabiele prijzen, het renteniveau waarbij de economie noch gestimuleerd noch afgeremd wordt. We hebben onderzoek gedaan waaruit blijkt dat de neutrale rente structureel een stuk

LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds; meestal rates, credits, hypotheek en swaps.

lager is. Die ontwikkeling is al twintig, dertig jaar gaande. Het zijn primair de structurele factoren die de rente op een veel lager punt hebben gebracht: de afnemende groei in de arbeidsbevolking en de productiviteit.'

Hoos: 'Inderdaad. De rente is eeuwenlang laag geweest, met uitzondering van de jaren tachtig. De huidige lage rente is helemaal niet zo gek.'

De Ruiter: 'De rente is wel laag geweest, maar niet zo laag als nu. Een groot deel van de rentecurve zit onder de nullijn. Dat is niet normaal en was het ook in het verleden niet.'

Van Stuijvenberg: 'Een pensioenfonds dat veertig procent afdekt, heeft een open rentepositie van zestig procent en in mijn zienswijze dus een impliciete rentevisie. Als je het echt zwart-wit zou stellen, heeft elk fonds dat niet volledig is afgedekt wel een rentevisie.'

Van Eggermond: 'Je moet ook naar de dekkingsgraad kijken. Het stukje boven de honderd zou je sowieso niet hoeven af te dekken.'

Van Stuijvenberg: 'Het hangt ervan af hoe je wilt afdekken. Sommige partijen dekken de verplichtingen af, andere willen de dekkingsgraad afdekken.'

Verstraelen: 'Je moet scenario's gebruiken om een goede inschatting te maken van de risico's die je wilt afdekken, ook bij de huidige lage rente. De grote vraag naar obligaties heeft ook de basis tussen swaps en obligaties, dus de swapspread, vergroot. Ik zie veel discussies binnen besturen over de vraag of men hier zelf actief op in moet spelen of ruimte aan de LDI-manager moet laten.'

> **Wiebe Hofstra** is Manager Balans- en Vermogensbeheer bij het bestuursbureau van Pensioenfonds Achmea. Hij is verantwoordelijk voor beleidsvoorbereiding en -uitvoering op financieel gebied. In die rol stuurt hij de dienstverleners van Pensioenfonds Achmea voor het vermogensbeheer aan. Hij werkt sinds 2011 bij Pensioenfonds Achmea. De eerste jaren als risicomanager en vanaf de overgang naar eigen beheer in 2014 in de huidige rol. Hiervoor werkte hij 10 jaar als toezichthouder op pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank. Onlangs rondde hij het programma Certified Pensioenexecutive Vermogensbeheer bij de Erasmus Universiteit af.





> **Haitse Hoos** is 25 jaar actief op het gebied van institutioneel vermogensbeheer. Hij is afgestudeerd als econometrist op het gebied van risicomodellen. Na Lombard Odier (kwantitatief en risico manager) en Interpolis (hoofd vastrentend) werd Hoos CIO bij VGZ, verantwoordelijk voor het eerste fiduciaire mandaat. Door de vele vragen op het gebied van (fiduciair) vermogensbeheer, bestuursondersteuning en risicomanagement en zijn ervaring als vermogensbeheerder heeft hij Asset Advisors opgericht. Van hieruit vervult hij verschillende rollen: van RvT-lid, bestuurder, beleggingscommissielid tot adviseur.

Welke veranderingen treden op in niveaus van swapspreads? Wat betekent dit voor pensioenfondsen die van renteafhankelijke producten gebruikmaken?

Verstraelen: 'Nu de Europese Centrale Bank (ECB) weer gaat praten over een nieuw opkoopprogramma, kun je eigenlijk niets anders verwachten dan dat de swapspread structureel groter blijft dan we in het verleden hebben gezien. Sowieso hebben toezichthouders de banken en andere financiële instellingen verplicht om grotere kapitaalbuffers aan te houden. Dat heeft de vraag naar liquide assets, zoals staatsobligaties, sterk verhoogd.'

Van Eggermond: 'Die swapspread is een afgeleide van wat je cash vangt. Het is lastig om een asset manager ruimte te geven, want hij heeft bijna geen spread en het is heel lastig om een benchmark af te spreken. Je kunt het spel zeker spelen, maar je moet er heel voorzichtig mee zijn en bepalen hoeveel aandacht je eraan wilt geven.'

Schapendonk: 'Het is meer een discussie aan de adviseurskant dan aan de kant van de pensioenfondsbesturen.'

Zien pensioenfondsen meer voordeel in het gebruik van cash en bonds dan in dat van derivaten?

Van Eggermond: 'Die gedachte leeft, voornamelijk vanwege een structureel lagere liquiditeit in de markt. Liquiditeit is het probleem. De onzekerheid of deze markt over tien jaar in dezelfde mate bestaat, hoeveel clearinginstututen er dan zijn, met hoeveel spelers ik zaken kan doen. Ik maak me veel meer zorgen over een gebrek aan liquiditeit dan dat ik afhankelijk zou zijn van derivaten.'

Soms zijn de oplossingen zo complex, dat het beter is ze niet toe te passen.

Wordt dat erger door allerlei regelgeving?

Van Eggermond: 'Ik vind dat we daar als pensioensector veel te weinig mee bezig zijn. Als er iets nieuws komt, moeten wij ervoor zorgen dat het zo snel mogelijk zo liquide mogelijk kan worden om onze behoefte aan afdekking, die naar verwachting de komende jaren groot zal zijn, te kunnen bevredigen. Het bedrag aan swaps en derivatenverplichtingen is vele malen groter dan de Nederlandse staatsschuld. Ik zou graag willen dat de pensioensector Ester (Euro Short Term Rate) - beleggingen en -swaps gaat doen zodat de markt liquide wordt.'

Van Stuijvenberg: 'Ik ben ook positief over Ester, met name op de lange termijn. Ester zal de waardering van rentederivaten ontdoen van versturende interbancaire risico-opslagen. Het is belangrijk dat Ester-contracten spoedig gangbaar worden.'

Hoos: 'Het ziet ernaar uit dat de nieuwe Ester-rates eerlijker tot stand komen dan de rates uit het verleden. De verwachtingen zijn dus positief, maar het moet, door Nederlandse fiduciairs en LDI-managers, wel duidelijk worden gemaakt dat een verbetering van de liquiditeit nodig is. De sector moet daar één lijn in trekken.'

Van Eggermond: 'Het zou goed zijn als de pensioenfondsen vragen om transacties in plaats van af te wachten tot de fiduciair in actie komt.'

Verstraelen: 'Het waarderingsverschil van assets op basis van Ester kun je uitrekenen, daar moet je bovenop zitten. Het zou zomaar kunnen dat er tegen het einde van het jaar al Ester-swaps verhandeld worden.'

Betekent het nieuwe pensioenakkoord iets voor de manier waarop we nu met LDI omgaan en risico's aan het afdekken zijn?

Verstraelen: 'Ik denk dat we steeds meer tenderen naar een marktafdekking. Je ziet dat we langzaam maar zeker richting de marktcurve opschuiven. Dat lijkt ook beoogd in de commissie parameters.'

Van Stuijvenberg: 'De nieuwe UFR-curve ligt, in tegenstelling tot de huidige, dicht op de marktcurve. De dekkinggraad is onder de nieuwe UFR-curve maar 0,8 procent hoger dan onder marktwaardering. De rentegevoeligheid is ruim vijftien procent gestegen, hetgeen kan leiden tot de behoefte aan additionele renteaftdekking.'

Schapendonk: 'We hebben het over een pensioenakkoord met verschillende modellen. Voor elke leeftijd wordt het straks anders. Als vaststaat wat precies in het nieuwe akkoord komt te staan, gaan we binnen het bestuur bepalen hoe ons afdeckingsbeleid eruit komt te zien.'

Biedt het pensioenakkoord mogelijkheden om goed om te gaan met de risico's voor verschillende leeftijdsgroepen?

Hoos: 'Ik denk dat de CDC (Collective Defined Contribution)-regeling in opkomst is. Ik geloof in het collectieve van de pensioensector. Daar zit echt de kracht in van ons pensioen. Maar zorg dat er ook voor jongeren genoeg over blijft.'

De Ruiter: 'Er staan heel veel dingen in het pensioenakkoord waarvan ik nog maar moet zien of ze doorgaan. Laten we eerlijk zijn: het gaat in feite om een AOW-akkoord en niet om een tweede pijler-pensioenakkoord. De grootste impact zit in de premies, en als ik zie wat de premie-effecten van alle voorstellen bij elkaar zijn, dan vrees ik dat we de komende jaren nog heel veel overleg zullen zien en weinig concrete stappen.'

Hofstra: 'Pensioenfondsen moeten vooruitkijken en zich afvragen wat het akkoord voor hen zou kunnen betekenen. Dat is ook belangrijk voor de deelnemers. Je moet je er als pensioenfondsbestuur van bewust zijn dat er een groot verschil is tussen jonge deelnemers in een individuele DC-regeling en in een CDC/DB-regeling, of hoe je het maar wilt noemen, en dat er op dat gebied dingen ingrijpend gaan veranderen.'

Schapendonk: 'We moeten veel meer opbouwen vanuit de onderkant, de deelnemer, en dat leidt tot heel andere overlegcircuits. Er vindt een verschuiving plaats naar het LDI-



denken waarbij we LDI niet alleen zien met betrekking tot rente, maar ook met betrekking tot leeftijd.'

Je krijgt een contract waarbij de mogelijkheid tot korten en bijplussen groter wordt, terwijl je tegelijkertijd je verplichtingen risicovrij blijft waarderen. Is dat een logische combinatie?

Schapendonk: 'Het is een logische combinatie als je met de deelnemers afstemt wat zij willen. Dat is het grote probleem met het nieuwe model, waarbij je de risicohouding vertaalt in korten en indexeren. Je kunt als pensioenfonds wel een hogere risicoambitie hebben, maar als je dat niet kunt afstemmen met je deelnemers, moet je dat niet doen.'

Hoos: 'Het dilemma is dat je toch de collectieve kracht van het pensioenfonds wilt behouden. De jongere deelnemer wil dat er risico wordt genomen, de oudere wil zekerheid. Die uitruil moet je op een goede manier vastleggen.'

Van Eggermond: 'We hebben afgesproken dat kortingen straks uitgesmeerd kunnen worden. Dan krijgt iedereen dus een individuele dekkinggraad. Ik denk dat er niemand is die dat uit

> **Hans de Ruiter** is sinds 2012 CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid bij Pensioenfonds Randstad, lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds Van Lanschot en lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Openbaar Vervoer. Verder is hij verbonden aan de post-graduate opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Master en Executive Master Finance & Control opleidingen aan de Business Universiteit Nyenrode. De Ruiter is afgestudeerd in de Financiële Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam.





> **Walther Schapendonk** is Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds Schoonmaak en Glazenwassersbedrijf en Bestuurder bij Stichting Openbare Bibliotheken. Daarnaast ondersteunt hij een aantal pensioenfondsen bij het aansturen van het vermogensbeheer.

kan leggen. Op zich is het een leuke gedachte, maar té complex om te begrijpen.'

Schapendonk: 'Het is niet meer te communiceren.'

De Ruiter: 'Als iets complex is, gaat dat altijd ten koste van vertrouwen. Dat kunnen we op dit moment niet gebruiken, dus laten we het vooral simpel houden of het zelfs wat simpeler maken.'

Hoos: 'Je zou een soort ondergrens kunnen maken, dat je bijvoorbeeld zestig procent van het pensioenfonds collectief houdt en voor dat gedeelte de renteafdekking regelt. Voor de rest neem je risico's die passen bij verschillende leeftijden.'

Van Stuijvenberg: 'De publieke perceptie is dat het niet goed gaat met de Nederlandse pensioenfondsen. Ik geef vaak het volgende voorbeeld: een gemiddeld Nederlands fonds dat bijna moet overgaan tot afstempelen, zou in de Verenigde Staten geld terugstorten aan de sponsor vanwege de hoge dekkingsgraad.'

De Ruiter: 'Dat het pensioensysteem in Amerika niet deugt, wisten we al. Daarmee vergeleken ziet de situatie in Nederland er fantastisch uit, maar de vraag is of dat ook zo is.'

Benchmarking met de Verenigde Staten heeft als gevaar dat we denken dat we alles bij het oude kunnen laten en aanpassingen van het systeem niet nodig zijn.'

Samengevat: het pensioenakkoord is – in ieder geval op een aantal punten – nog onvoldoende concreet.

De Ruiter: 'Er is een stuurgroep geformeerd. Hopelijk komt die met meer concrete zaken. Het is nu in ieder geval lastig studies uit te voeren, want op basis waarvan moet dat gebeuren? Je kunt natuurlijk verkennend te werk gaan, wat voorwerk verrichten, maar daar blijft het bij.'

Van Eggermond: 'Ik denk dat we goed na kunnen denken over hoe we om moeten gaan met illiquide beleggingen in de life cycle. Nu wordt dat ten onrechte gezien als een pad dat eigenlijk niet bewandeld kan worden.'

De Ruiter: 'Bij een collectief zou je risico's moeten kunnen toerekenen aan groepen. Als je één collectieve portefeuille hebt, zie ik minder problemen om illiquiditeit onder te brengen.'

Van Eggermond: 'Als je adviseur bent van een klein pensioenfonds, moet je erop wijzen wat daarvan de consequenties kunnen zijn. Af en toe vind ik ook dat je niet alle problemen moet willen oplossen, maar dit geldt niet alleen voor LDI.'

Schapendonk: 'Niet elk pensioenfonds moet zijn eigen beleid tot op de millimeter bepalen. Dat kan gewoon niet werken, daar is het ook de tijd niet voor.'

Dat veronderstelt dat je een fiduciair beheerder hebt die de operationele kant van de swaps voor zijn rekening neemt.

Van Stuijvenberg: 'Bij segregated account-oplossingen die normaal op maat gemaakt zijn, wordt ook niet preciezer gestuurd dan op 40, 30, 20, 10 en 5.'



Als je het echt zwart-wit zou stellen, heeft elk fonds dat niet volledig is afgedekt wel een rentevisie.

Verstraelen: 'Het is belangrijk dat het bestuur zich 'in control' voelt. Als dat betekent dat we meer aan micromanagement moeten doen, is dat prima.'

Van Eggermond: 'Mijn ervaring is: als het echt onverstandig is om iets te doen, zeg dat dan. Ik zie dat veel managers altijd faciliteren en tegen beter weten in soms domme dingen doen.'

Hofstra: 'Aan de ene kant denk ik over de rentedekking wel eens: ja, er wordt wel heel erg op de details gestuurd, is dat geen micromanagement? Aan de andere kant: het kost mij geen moeite, het is een soort commodity om de afdekking te onderhouden. Eén keer per kwartaal een uurtje werk voor het bestuursbureau en dan kunnen we weer een kwartaal vooruit.'

Moet er één partij zijn die verantwoordelijkheid draagt, die je daarop kunt aanspreken?

Schapendonk: 'Het gaat niet alleen om de kasstromen. Het betreft ook je hele operationele ontwikkeling. Als je die bij één partij neerlegt, kun je ook echt aan operationeel management doen.'

Verstraelen: 'In de praktijk blijkt afstemming tussen verschillende beheerders vaak lastig. Door de hoge correlatie van de producten binnen de LDI-portefeuille, is dit echter wel zeer wenselijk. Daarom is het goed te verdedigen dat de LDI-portefeuille bij één partij wordt ondergebracht.'

Wordt er te weinig gebruikgemaakt van de mogelijkheid om de matchingportefeuille in te zetten voor het behalen van meer rendement?

Van Stuijvenberg: 'Het probleem is voornamelijk het achteraf rapporteren hierover. Dus wat krijg je dan? Bijvoorbeeld: het



pensioenfonds moest 60 procent afdekken, maar dat bleek de afgelopen maand 55 te zijn. Waar komt dat door? Dat moet duidelijk zijn. Dus: wat komt doordat ex ante de hedge fout ingericht was en wat komt door de creditspread? Is er echt iets fout gegaan of wordt het verschil vooral veroorzaakt door de bewust gekozen continue exposure naar credit-spread?'

Van Eggermond: 'Het creëert ook volatiliteit.'

Van Stuijvenberg: 'Absoluut. Je moet, behalve naar het geheel, ook kijken naar de LDI-manager die de swaps doet.'

In hoeverre kan ESG-beleid worden meegenomen bij de totstandkoming van een LDI-portefeuille?

Van Eggermond: 'De partijen waarmee wij zaken doen, staan over het algemeen niet op de uitsluitingslijst. Voor derivaten is het anders dan voor cash, waar je misschien iets meer keuze hebt. Ik denk dat ESG minimaal wordt toegepast, want er is ook niet veel mee te halen.'

Schapendonk: 'Iedereen houdt zich nu bezig met ESG-beleid. Milieu, arbeidsrechten, mensenrechten, dat zijn wel degelijk zaken

> **Jan Willem van Stuijvenberg** studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg. Afstudeerrichting: geld, krediet en bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde een postdoc-opleiding econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfonds. In 2002 werd hij gevraagd om voor PME een risicomodel te ontwikkelen. Van Stuijvenberg Financial Services werd opgericht en is nu een belangrijke speler op het gebied van risk management. Gerenommeerde partijen zoals Mercer, Achmea IM en Pensioenfonds Vervoer nemen zijn diensten af.





> **Raymond Verstraelen** is sinds 2014 Manager van het Rates & LDI team van Achmea Investment Management, waar hij tussen 2006 en 2010 ook deel van uitmaakte. Hij maakt binnen Achmea IM onderdeel uit van het MT Vermogensbeheer en het Investment Committee. Verstraelen heeft 23 jaar werkervaring in institutioneel vermogensbeheer, met name op het gebied van fixed income en overlay-portefeuilles. Hij begon zijn carrière bij het DSM Pensioenfonds en heeft onder meer gewerkt voor Robeco, MN Services en Achmea Global Investors. Verstraelen heeft een Masterstitel in Bedrijfseconomie van de Universiteit van Maastricht en is geregistreerd bij het DSI.

die je kunt meenemen bij de selectie van de partijen waar je mee handelt. Dat gaat de komende jaren zeker versterkt gebeuren, maar dat leidt niet per se tot uitsluiting van bepaalde categorieën.'

Hoos: 'ESG binnen LDI is eigenlijk geen punt. Het raakt LDI niet, omdat er weinig uitgesloten bedrijven zijn en deze bij vastrentende waarden relatief eenvoudig zijn uit te sluiten.'

Verstraelen: 'Je kunt natuurlijk een ESG-beleid voeren, bijvoorbeeld met green bonds. De mogelijkheden worden ruimer omdat meer (Europese) staten green bonds beginnen uit te geven. Je kunt met je vermogensbeheerder kijken naar de mogelijkheden voor een minimale allocatie naar green bonds binnen de LDI-portefeuille.'

Van Stuijvenberg: 'Ik ben geen ESG-evangelist, maar zie in een LDI-mandaat goede inpasbaarheid van green bonds. Dit omdat binnen een LDI-mandaat swaps gangbaar zijn en swaps kunnen worden ingezet daar waar green bonds niet aanwezig of te duur zijn.'

Van Eggermond: 'Als het kopen van green bonds een doel op zich wordt, zou ik daar heel voorzichtig mee zijn, omdat het ook rendement kan kosten.'

Verstraelen: 'Sommige van mijn klanten zeggen: principes mogen geld kosten. Dan kom je in een andere discussie terecht.'

CONCLUSIE

LDI is de invulling van risicobeheer van beleggingen versus verplichtingen. Het zijn beleggingen die een hoge correlatie hebben met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds: meestal rates, credits, hypotheek en swaps. Ingegeven door de steeds moeizamere 'search for yield' komt actief LDI langzaam op. Er is veel vraag naar een integrale aanpak van het renterisico, dus naar één portefeuille van swaps, bonds en cash die ook rekening houdt met credits en hypotheek. Swaptions kunnen goede instrumenten zijn om in te zetten. Besturen en fondsen die swaptions te complex vinden, moeten zich ervan bewust zijn dat andere instrumenten in de portefeuille minstens zo complex zijn, maar – in tegenstelling tot swaptions – niet voortdurend ter discussie staan. Swaptions zijn tijdelijk en zetten de upside open terwijl de downside beschermd blijft. Uit onderzoek blijkt dat de zogenoemde neutrale rente, in principe de rente waarbij de economie noch gestimuleerd noch afgeremd wordt, al twintig, dertig jaar lager wordt. Het zijn primair structurele factoren die de rente op een veel lager punt hebben gebracht: de afnemende groei in

de arbeidsbevolking en de productiviteit. Een groot deel van de rentecurve zit onder de nullijn. Ook bij de huidige lage rente moet je scenario's gebruiken om een goede inschatting te maken van de risico's die je wilt afdekken.

Om de behoefte aan afdekking, die naar verwachting de komende jaren groot zal zijn, te kunnen bevredigen, is liquiditeit van essentieel belang. Ester-beleggingen en –swaps zullen daaraan bijdragen. Ester zal de waardering van rentederivaten ontdoen van versturende interbancaire risico-opslagen. Het is belangrijk dat Ester-contracten spoedig gangbaar worden.

Door de nieuwe UFR-curve stijgt de rentegevoeligheid, hetgeen kan leiden tot de behoefte aan additionele afdekking. Er staan overigens veel dingen in het pensioenakkoord, waarvan nog maar moet worden afgewacht of ze doorgaan. ESG binnen LDI is eigenlijk geen punt. In een LDI-mandaat kunnen green bonds goed worden ingepast en swaps kunnen worden ingezet daar waar green bonds niet aanwezig of te duur zijn.