



S&V Reflector

Hoera! Een nieuw FTK

Eindelijk een lange termijn beleggingsbeleid

November 2013

Samenvatting

Het nieuwe toezichtskader voor pensioenfondsen is nog niet volledig bekend. Het lijkt echter zeer waarschijnlijk dat tekorten en overschotten mogen worden uitgesmeerd. Wij denken dat fondsen zich daardoor (eindelijk) echt kunnen en zullen richten op de lange termijn en het FTK fondsen de ruimte gaat bieden om een lange termijn beleggingsbeleid te voeren. Dit heeft een aanzienlijke impact op het strategisch beleggingsbeleid, dat we aan de hand van 5 impact analyses bespreken:

- 1. Impact op de strategie:** Van “matching- en return” naar “korte- en lange termijn”. Splitsing van de portefeuille in een matching en return gedeelte is niet langer logisch. Splitsing in een korte termijn portefeuille en een lange termijn portefeuille lijkt meer opportuun. De korte termijn portefeuille dient te voorzien in de uitkeringen voor circa de eerste 20 jaar. De lange termijn portefeuille dient voor de termijn daarna.
- 2. Impact op categorieën:** Van commodities naar infrastructuur. Sommige beleggingscategorieën die nu in portefeuille zitten worden minder interessant (denk daarbij aan commodities) en beleggingscategorieën die nu nog beperkt worden gehanteerd worden juist interessanter (denk daarbij aan infrastructuur).
- 3. Impact op derivaten:** Op naar een derivatenvrij pensioenfonds. Een afbouw van de derivaten ligt voor de hand omdat deze instrumenten toch vooral dienen om het korte termijn risico te beheersen. Daarbij zouden pensioenfondsen vooral moeten kijken naar de (langlopende) swaps. Bij een collectieve draai van pensioenfondsen uit die instrumenten, kun je maar beter de eerste zijn die afbouwt. Dat is de reden waarom wij nu al met dit discussiedocument naar buiten komen voor onze klanten en niet wachten tot alle details van het FTK bekend zijn. Het nieuwe FTK biedt naar wij denken kansen, maar als het fonds te lang wacht, kunnen kansen bedreigingen worden.
- 4. Impact op kosten:** Een lange termijn belegger heeft lagere kosten. De vermogensbeheerkosten kunnen omlaag. Daarbij zien wij vooral besparingsmogelijkheden in de transactiekosten. Pensioenfondsen moeten de kosten voor het onderhouden van een matching en return portefeuille met alle derivaten die daarbij horen niet onderschatten. Zelfs voor fondsen die nu ‘passief’ beleggen zien wij besparingsmogelijkheden, omdat passief beleggen wel degelijk gepaard gaat met transactiekosten. Een “buy and hold” strategie is goedkoper dan een passieve strategie.
- 5. Impact op aansturing:** Van dekkingsgraad naar benodigd rendement. De aansturing kan wijzigen van sturing op dekkingsgraad naar sturing op benodigd rendement. Dat vereenvoudigt de aansturing en dus ook de tijdsbesteding (dat zijn ook kosten) van bestuur, uitvoerders en adviseurs.

Opmerkingen vooraf

Net als bij eerdere publicaties is het doel van deze reflector om met de blik naar voren een bijdrage te leveren aan de belangrijkste strategische vraagstukken voor pensioenfondsen. Waarom doen we het zoals we het doen? Zodat we later niet denken: wat jammer dat we daar niet eerder over hebben nagedacht. Daarbij pretenderen wij niet de wijsheid in pacht te hebben, maar willen we op basis van inhoudelijke argumenten onze klanten helpen om tot weloverwogen besluiten te komen. Wij hopen dat dit u helpen kan in het voeren van een uitlegbaar beleggingsbeleid en het stellen van de juiste vragen aan uw uitvoerders. Pas over enkele jaren zullen we weten wat de beste besluiten zijn geweest.

In deze reflector bespreken wij een stip op de horizon. Stel dat pensioenfondsen zich volledig zouden richten op de lange termijn, tot welk beleggingsbeleid zou dat dan leiden?

Onze stellingname in deze reflector is daarmee bewust prikkelend, wij gaan er graag met u over in discussie.

De oplettende lezer valt het wellicht op dat wij in deze reflector geen enkele keer het woord “toezichthouder” gebruiken (afgezien van deze regel...). Wij vinden dat pensioenfondsbesturen eerst zelf beleid moeten maken en daarna pas het beleid moeten toetsen aan het regime van de toezichthouder en niet andersom.

Achtergrond: waarom geeft het nieuwe FTK ruimte voor een lange termijn beleid?

Wij schrijven november 2013. Voor vrijwel alle gepensioneerden in Nederland is het zeer onzeker hoe hoog hun pensioenuitkering over vijf maanden zal zijn. De uitkering vanaf april 2014 is namelijk volledig afhankelijk van de dekkinggraad per eind 2013. Als die dekkinggraad lager is dan 105%¹, worden de pensioenen zodanig gekort dat na korting de dekkinggraad weer op het niveau van 105% belandt. Bij een dekkinggraad van 95% per jaareinde leidt dat daarmee tot een 10% lagere pensioenuitkering vanaf april 2014. Bij een dekkinggraad hoger dan 105% is er niets aan de hand en ontvangt de gepensioneerde in april en de maanden daarna gewoon dezelfde uitkering die hij of zij nu ook ontvangt.

Deelnemersvergaderingen worden drukker bezocht dan ooit tevoren. Er wordt vooral gesproken over de korte termijn: het dekkinggraadrisico tot jaareinde. Het dekkinggraadrisico tot jaareinde is immers gelijk aan het uitkeringsrisico.

Het is dus niet vreemd dat veel pensioenfondsbesturen scherp in de gaten houden hoe de dekkinggraad zich ontwikkelt. Eveneens is het niet vreemd dat veel pensioenfondsbesturen willen voorkomen dat de dekkinggraad verder wegzakt de komende twee maanden. Er zijn fondsen die hebben overwogen om eerder dit jaar, bij een dekkinggraad van 105% alle beleggingsrisico's te verkopen zodat de dekkinggraad per jaareinde ook gegarandeerd op 105% staat. Daarbij overwogen ze dus om het beleggingsbeleid volledig op de korte termijn in te richten.

In het nieuwe FTK worden kortingen en indexaties hoogstwaarschijnlijk uitgesmeerd over een periode van maximaal 10 jaar. Dat betekent dat bij een dekkinggraad van 95% de korting op de pensioenen vanaf april 1% is in plaats van 10%. Daarnaast wordt er (wellicht) gewerkt met een gemiddelde dekkinggraad waardoor de uitkeringen nog voorspelbaarder worden. Let op: ook meevallers worden geleidelijk aan toegekend in de vorm van indexaties. Minder hard korten en minder hard indexeren door de uitsmeersystematiek. De uitkeringen worden voorspelbaarder en daarom is sturing primair op dekkinggraad minder noodzakelijk. Waarom zou een fonds blijven sturen op de korte termijn als er niet meer wordt afgerekend op korte termijn?

¹ Of nauwkeuriger: het minimaal vereist eigen vermogen

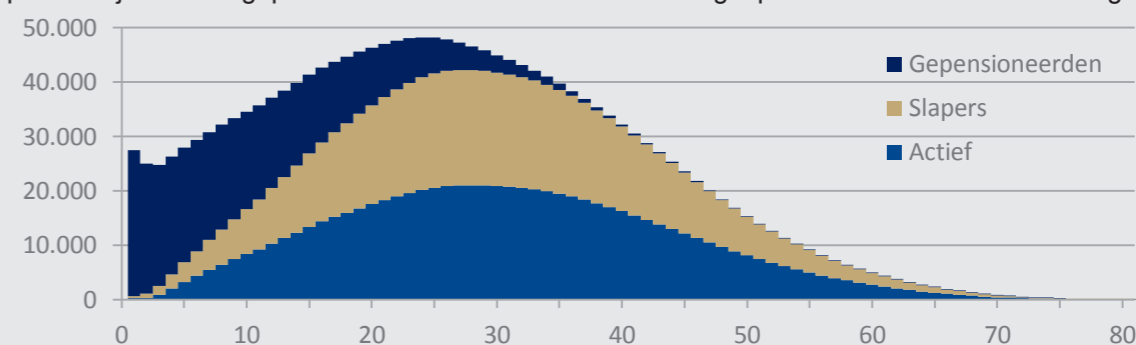
1. Impact op de strategie:

Van matching en return naar korte- en lange termijn

Een pensioenfonds weet zo'n beetje welke uitkeringen het de komende jaren moet doen. Zeker indien kortingen en indexaties geleidelijk worden doorgevoerd (de uitsmeersystematiek) worden uitkeringen meer voorspelbaar.

Het voorbeeld-pensioenfonds in deze reflector

Het gemiddelde fonds: in deze reflector gaan wij uit van een gemiddeld fonds met 1/3 actieven, 1/3 premievrijen en 1/3 gepensioneerden. Het nominale uitkeringsprofiel van het fonds is als volgt:



Figuur 1: Nominale uitkeringen gemiddeld fonds (x duizend), looptijd in jaren op de horizontale as

Het vermogen van het fonds bedraagt 1 miljard. Het fonds belegt voor 50% in zakelijke waarden en dekt het renterisico op marktwaarde voor 50% af. Het fonds heeft de ambitie om de pensioenaanspraken te indexeren met de prijsinflatie.

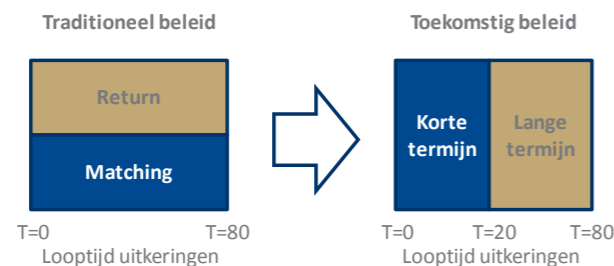
Ons voorbeeld-pensioenfonds moet over 5 jaar Eur 28 mln. uitkeren, dat bedrag is redelijk zeker. Indien het fonds aanspraken moet korten, zal het bedrag iets lager zijn en indien het fonds gaat indexeren dan wordt het bedrag iets hoger. Daarnaast heeft het fonds wellicht nog wat pensioenopbouw voor actieve deelnemers van nu die over 5 jaar met pensioen zijn. Al met al kan worden gesteld dat de uitkering over 5 jaar redelijk bekend is.

Voor de langere termijn zijn die uitkeringen veel minder voorspelbaar en bijvoorbeeld sterk afhankelijk van de bestandsontwikkeling. Ons voorbeeld-pensioenfonds moet over 50 jaar naar verwachting Eur 15 mln. uitkeren. De uitkering die het fonds daadwerkelijk moet doen over 50 jaar is echter nauwelijks te voorspellen. Indien het fonds haar indexatieambitie waarmaakt zal de uitkering meer dan 3x zo hoog zijn als ze nu voorziet. Ook bestandsontwikkeling, nieuwe pensioenopbouw en eventuele kortingen op pensioenaanspraken leiden tot een zeer onvoorspelbare uitkering over 50 jaar.

Waarom zou een pensioenfonds nu al een uitkering zekerstellen waarvan in het geheel niet zeker is of deze ook moet worden gefinancierd? Toch is dit wat veel pensioenfondsen momenteel doen, zo ook ons voorbeeld-pensioenfonds. Het fonds heeft het renterisico voor 50% afgedekt en heeft daarom swaps afgesloten zodanig dat de helft van de uitkering die over 50 jaar moet worden gedaan, nu al heeft vastgelegd. Van de uitkeringen die op korte termijn moet worden gedaan (en die dus wel redelijk zeker zijn) is ook maar 50% afgedekt.

Denk in kasstromen

Ons devies is: denk in uitkeringen, denk in kasstromen. Zou het vanuit die kasstroomgedachte niet logischer zijn om de uitkeringen die het fonds redelijk zeker moet doen, te repliceren met beleggingen? Dat is de korte termijn portefeuille. Let op: korte termijn betekent voor een pensioenfonds bijvoorbeeld een jaar of 20. Voor die eerste 20 jaar houdt het pensioenfonds veilige vastrentende beleggingen aan waaruit de pensioenuitkeringen worden betaald. De rest van de uitkeringen wordt gefinancierd uit de lange termijn portefeuille. In ons idee is het overigens niet zo dat de uitkeringen de eerste 20 jaar per definitie niet worden gekort (of geïndexeerd). Dat wordt bepaald door de indexatie- en kortingsstaffel. Er wordt niet 'geringfenced'. Let op: 65% van de uitkeringen die het fonds moet doen horen bij de lange termijn portefeuille en slechts 35% bij de korte termijn portefeuille. Het fonds is met recht een lange termijn belegger.



Eerder hebben wij deze andere manier van matching en return al uitgebreid beschreven in onze reflector met de titel: "het beleggingsbeleid van de toekomst". Die ideeën hebben wij in een aantal seminars en beleggingscommissievergaderingen bediscussieerd met onze klanten. Wij hebben hierin de nodige feedback ontvangen, wat onze gedachten verder heeft gevormd. Onze klanten vonden het generiek een interessante gedachte en goed uitlegbare strategie. Een aantal klanten heeft overwogen het beleid volledig in te voeren, maar de meeste partijen zijn niet verder gegaan dan een stapje richting de stip op de horizon. Belangrijkste reden om niet verder te gaan was dat de korte termijn de prioriteit kreeg. Omdat de dekkingsgraad op enig moment zo belangrijk is (was) voor de hoogte van de pensioenuitkeringen op korte termijn vonden de meeste besturen het niet uitlegbaar om al over te gaan naar een lange termijn beleggingsbeleid. Met het nieuwe toezichtskader vervalt dit begrijpelijke tegenargument en kan wel worden overgegaan naar het beleggingsbeleid van de toekomst.

In het beleggingsbeleid van de toekomst worden per saldo de langlopende swaps afgebouwd, tenzij er een beleggingstechnische reden is om in zeer langlopende instrumenten te beleggen (zie hoofdstuk 3).

2. Impact op beleggingscategorieën: Van commodities naar infrastructuur

Voor een lange termijn belegger zien wij niet veel reden om commodities in portefeuille te houden. Categorieën als infrastructuur en onroerend goed zijn naar wij denken juist wel interessant.

Een lange termijn belegger beoordeelt beleggingscategorieën op het lange termijn rendement, maar ook op het lange termijn risico. Dat is iets anders dan het korte termijn risico waar beleggingscategorieën nu vaak op worden beoordeeld.

Bij obligaties is het korte termijn risico het uitlopen van de spread. Het gevolg hiervan is namelijk dat de marktwaarde van de obligatie afneemt. Het lange termijn risico van een obligatie is dat de uitgevende partij de coupons en aflossingen niet nakomt. Een lange termijn belegger beoordeelt juist dat risico. Een spread biedt kansen op rendement als de verwachting is dat het geïnvesteerde geld netjes terug wordt betaald. Het lijkt soms wel of spread enkel als risico wordt gezien, het is echter ook een kans om rendement te maken.

Ook hier geldt naar onze mening: denk in kasstromen. Ter illustratie bespreken we een aantal beleggingscategorieën vanuit een lange termijn perspectief.

Infrastructuur en Onroerend Goed

Illiquide asset categorieën zoals infrastructuur en onroerend goed passen in beginsel goed in de lange termijn portefeuille van een pensioenfonds. Het zijn minder liquide beleggingen waar het pensioenfonds een extra rendement op zou mogen verwachten (de illiquiditeitspremie). Hoe kan een lange termijn belegger zich een beeld vormen over de aantrekkelijkheid van minder liquide beleggingscategorieën? Bijvoorbeeld door (wederom) te denken in kasstromen. Welke uitkeringsstromen mag men verwachten vanuit de betreffende belegging en in hoeverre zijn deze kasstromen zeker? Beide categorieën kunnen worden gezien als een obligatie met een verwachte, maar onzekere coupon. Pensioenfondsen zouden deze categorieën ook zo moeten beoordelen. De waardering van onroerend goed en Infra is ook gebaseerd op een kasstroomprognose (een discounted cash flow model). Wij hebben de indruk dat er maar weinig fondsen zijn die de categorieën beoordelen door naar die onderliggende kasstromen te kijken. Terwijl je daarmee juist een beeld kunt vormen over de aantrekkelijkheid van de investering. Het gaat om de samenhang tussen prijs, onzekerheid van kasstromen en yield (vergoeding die je daarvoor eist). Vraag voor de belegger is of het verwachte rendement (de yield), acceptabel is bij de mate van onzekerheid.

Voor onroerend goed zou het pensioenfonds daarbij moeten kijken naar de onderliggende huurcontracten. Hoeveel procent van het vereiste rendement wordt terugverdiend vanuit de huurcontracten die nu zijn afgesloten? Het maakt nogal uit of de huurcontracten nog 1 jaar lopen of nog 10 jaar. Tijdens de looptijd van het huurcontract loopt de onroerend goed belegger vooral een faillissementsrisico op de huurder. Na afloop van het huurcontract komen daar extra risico's bij: wanneer wordt het pand opnieuw verhuurd, tegen welke prijs, aan wie, voor welke looptijd en welke investeringen zijn daarmee gemoeid? Voor de onzekere kasstromen na afloop van het huidige huurcontract zal een belegger een hoger rendement vereisen.

Wij adviseren pensioenfondsen om het discounted cashflow model op te vragen bij de beheerders in OG en Infra zodat het pensioenfonds zich niet alleen een beeld kan vormen over de aantrekkelijkheid van de categorie, maar ook zicht krijgt op het waarderingsrisico.

Grondstoffen

De beleggingscategorie grondstoffen lijkt minder interessant vanuit een lange termijn perspectief. Grondstoffen hebben namelijk geen direct rendement. Voor obligaties ontvangt de belegger een coupon, voor aandelen een dividend en voor onroerend goed een huur. Voor grondstoffen is dat directe rendement er niet. Grondstoffen moeten het volledig hebben van een waardeinstijging om tot een aantrekkelijk rendement te komen. Daarbij is de verwachte waardeinstijging over het algemeen al ingeprijsd in de grondstoffen (omdat in futures wordt gehandeld) waardoor alleen een onverwachte prijsstijging tot een positief rendement zal leiden. Waarom zitten grondstoffen dan toch in de portefeuille van pensioenfondsen? Enerzijds vanwege de veronderstelde koppeling met de inflatie en anderzijds vanwege de lage correlatie met andere beleggingscategorieën. De koppeling met inflatie geldt evenwel voor meer asset classes (zoals infrastructuur, onroerend goed, inflatie gerelateerde obligaties en zelfs aandelen) waar wel een direct rendement op wordt gerealiseerd. Blijft over de lage correlatie met andere beleggingscategorieën. Enerzijds kunnen we vaststellen dat die correlatie de laatste jaren sterk is toegenomen en anderzijds is dit enkel een argument voor het korte termijn risicomangement (dekkingsgraadmanagement) en dat is een maatstaf die voor een lange termijn belegger veel minder interessant is.

Nederlandse hypotheek

Beleggingen in Nederlandse particuliere hypotheek zijn potentieel interessant omdat de spread op een hypotheek aanzienlijk is. De kans dat de belegger in Nederlandse hypotheek het geld niet terugkrijgt, wordt allereerst gemitigeerd door de vermogenspositie en inkomsten van de Nederlandse particulier: pas als de hypotheeknemer de rente/aflossing niet meer kan betalen is er een potentieel probleem. Daarnaast wordt dat risico beperkt door eventuele NHG garanties vanuit de overheid². De belegger dient zich overigens wel te realiseren dat een NHG garantie een (annuïtair) dalend verloop kent, en dus geen 100% garantie biedt over de looptijd van de hypotheek. Tenslotte heeft de belegger recht op het onderpand (het huis) als het toch misgaat. Dat laatste is vooral waardevol als het pand (aanzienlijk) meer waard is dan de hypotheek die is verstrekt. Een lange termijn belegger beoordeelt of de spread een acceptabele vergoeding is voor dit lange termijn risico. Door de risico's op niet-terugbetaling goed te beoordelen, hoeft de lange termijn belegger ook minder nerveus te worden van een oplopende spread. Dat is in dat geval eerder een kans dan een bedreiging.

² De belegger dient zich overigens wel te realiseren dat een NHG garantie een (annuïtair) dalend verloop kent, en dus geen 100% garantie biedt over de looptijd van de hypotheek

3. Impact op derivaten:

Op naar een derivatenvrij pensioenfonds

Is het mogelijk, een pensioenfonds zonder derivaten. Naar onze mening is dat mogelijk voor een fonds dat zich volledig richt op de lange termijn. Derivaten worden ingezet door pensioenfondsen om korte termijn risico's te mitigeren. Als de deelnemers van het fonds niet langer primair afhankelijk zijn van de liquidatiewaarde van het fonds (de dekkingsgraad), is er weinig reden om die instrumenten nog te gebruiken.

Nuancering

Ook als tekorten mogen worden uitgesmeerd, blijft er nog steeds een korte termijn risico op korten. De voorspelbaarheid van de pensioenen neemt toe en de mate van korten in enig jaar neemt af, maar kortingen blijven gebaseerd op de (eventueel 12-maands gemiddelde) dekkingsgraad. Om die reden zou een fonds nog steeds afdekkingsinstrumenten in de portefeuille kunnen houden. Als eerder gezegd: wij formuleren hier bewust scherp en zijn niet principieel tegen derivaten zolang ze maar weloverwogen worden toegepast.

Hieronder geven wij per veelgebruikt derivaat weer wat op dit moment de argumentatie is om de derivaten in te zetten en waarom deze instrumenten in het algemeen juist niet passen bij een lange termijn belegger. In onze ogen springen inflatieswaps hier relatief gunstig uit omdat deze wel in een lange termijn beleggingsbeleid passen.

Wij bespreken achtereenvolgens de renteswaps, swaptions, put opties op aandelen, valutaderivaten en inflatieswaps.

Renteswaps

Renteswaps worden ingezet om het risico van een dalende dekkinggraad te mitigeren. Als de rente daalt, worden de verplichtingen van het pensioenfonds meer waard. De renteswaps worden dan ook meer waard waardoor de dekkinggraad van het fonds wordt gestabiliseerd.

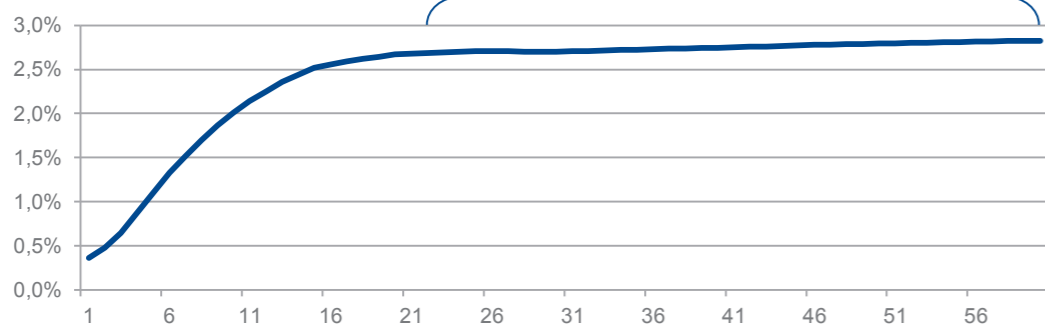
Ons voorbeeld-pensioenfonds hanteert in haar beleggingsbeginselen drie gebruikelijke investment beliefs:

1. Het pensioenfonds is een lange termijn belegger en gelooft op lange termijn in een risicopremie op zakelijke waarden (een hoger risico gaat hand in hand met een hoger verwacht rendement).
2. Het pensioenfonds verwacht een hoger rendement als het vermogen langer wordt weggezet
3. Bij de inrichting van de beleggingsportefeuille wordt rekening gehouden met de kenmerken van de pensioenverplichtingen en de ambities van het fonds

De rentevergoeding op een 50-jarige swap bedraagt momenteel (eind oktober 2013) ongeveer 2,8% per jaar. Waarom zou een belegger zich vastleggen op een vergoeding van 2,8% per jaar voor de komende 50 jaar? Vanuit de beliefs van het fonds is daar weinig aanleiding voor, immers:

1. Het directe (dividend-) rendement op aandelen is met ca. 3,7% (S&P 500, estimated dividend yield) al 1% hoger dan de rentevergoeding op langlopende swaps. Daarnaast is het verschil tussen het verwachte lange termijn rendement op aandelen, meestal begroot op ca. 7%³ en het verwacht rendement op de langlopende instrumenten groter dan ooit. Er is op dit moment meer dan ooit reden om te geloven in een risicopremie op aandelen.
2. De rentevergoeding op een 20-jarige obligatie is ongeveer 2,7%. Er is beleggingstechnisch weinig reden om je langer vast te leggen omdat daar op dit moment nauwelijks een hogere vergoeding tegenover staat.

Het is op dit moment beleggingstechnisch niet interessant om je langer vast te leggen dan 20 jaar

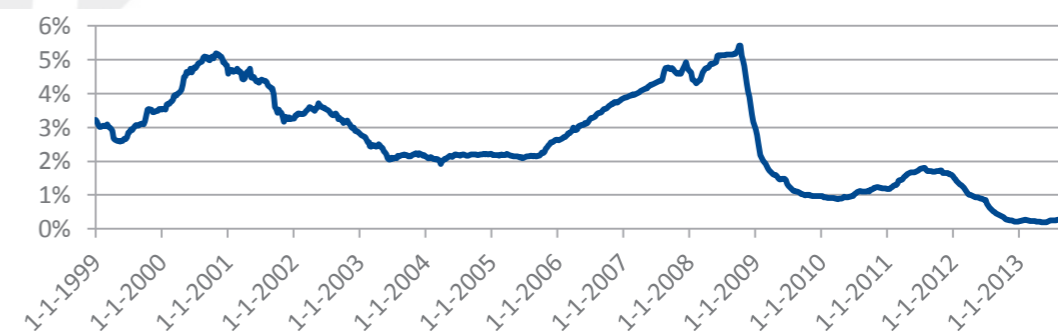


Figuur 2: Rentetermijnstructuur (zonder UFR) per 31 oktober 2013

3. De ambitie van het fonds is om geïndexeerde pensioenen uit te keren. De uitkeringen die het pensioenfonds in de toekomst wil doen, zijn daardoor sterk afhankelijk van de inflatieontwikkeling de komende jaren. Het zou mooi zijn voor het fonds als de beleggingen enigszins meebewegen met die inflatie. Langlopende instrumenten bewegen juist niet mee met de inflatie. Door zich vast te leggen in langlopende vastrentende contracten introduceert het fonds dus een aanzienlijk inflatierisico wat niet passend lijkt bij de investment beliefs van het fonds. Dat inflatierisico moet niet worden onderschat. De balanspositie van Europa is niet zeer rooskleurig met een schuld van 90% van het bruto nationaal product (Euro Debt to GDP ratio per eind oktober 2013). Voor de meeste landen in de Eurozone is inflatie boven de ECB doelstelling van 2% helemaal niet vervelend en helpt het bij het oplossen van de schuldenproblematiek. De schuld in Euro's blijft gelijk, maar door inflatie wordt de schuld wel makkelijker aflosbaar. De kwantitatieve verruiming die heeft plaatsgevonden in Europa (in de vorm van het opkopen van obligaties) kan extra druk geven op die inflatie zodra deze gelden hun weg naar de economie vinden.

Vanuit de overtuigingen van dit fonds lijkt er dus weinig onderbouwing te zijn voor het gebruik van (langlopende) swaps. Er zijn nog meer argumenten tegen het gebruik van swaps. Denk daarbij aan het risico van een stijgende korte rente: het pensioenfonds betaalt in de swap elk half jaar de korte rente, deze korte rente is nu laag, maar kan de komende jaren aanzienlijk stijgen.

Onderstaande grafiek geeft de korte rente over de laatste 15 jaar weer en daaruit blijkt dat de korte rente regelmatig hoger is dan 2,5%.



Figuur 3: Ontwikkeling 6 maands euribor 1999-2013

Denk verder ook aan de toenemende kosten voor het handelen van swaps: de invoering van central clearing leidt naar verwachting tot hogere onderhoudskosten voor swaps, bijvoorbeeld omdat marge (meer cash) moet worden aangehouden voor de swap-posities.

Is er dan nooit reden om swaps te gebruiken? Jawel, bijvoorbeeld als de 50-jaars rente fors hoger staat dan de 20-jaars rente waardoor het beleggingstechnisch interessant wordt om je langer vast te leggen.

³ De earnings yield voor een onderneming is gelijk aan de verwachte winst voor het komende jaar gedeeld door de prijs van het aandeel. Dit kan een beeld geven van het rendement dat men kan verwachten op aandelen. De earnings yield van de MSCI World bedraagt op dit moment ca. 8%

Swaptions

Swaptions worden ingezet door pensioenfondsen om de dekkingsgraad te stabiliseren bij een dalende rente (dan stijgen de swaptions in waarde) en niet teveel last te hebben van een stijgende rente (dan dalen de swaptions slechts beperkt in waarde). Voor dit 'best of both worlds' product dient een aanzienlijke premie te worden betaald. Let op: deze premie moet niet gezien worden als kosten maar als een verzekeringspremie. De waarde van de swaption staat op de asset zijde van de balans. De waarde kan worden uitgesplitst in tijdswaarde en intrinsieke waarde. De intrinsieke waarde is de waarde die het instrument nu al heeft, de tijdswaarde is de potentiële waarde van het instrument. Hoe langer de looptijd, hoe meer tijdswaarde er in een swaption zit.

Voor een belegger met een lange termijn horizon lijkt er weinig reden om in swaptions te beleggen. Het structurele gebruik van swaptions heeft op lange termijn een negatief effect op het vermogen. Dit komt omdat voortdurend tijdswaarde verloren gaat bij het hanteren van swaptions. Swaptions doen het goed als de rente zeer sterk daalt. Bij een zeer sterke daling neemt de intrinsieke waarde van de swaption harder toe dan de tijdswaarde afneemt. De daling moet wel aanzienlijk zijn. Bij een kleine daling neemt de intrinsieke waarde minder hard toe dan de tijdswaarde afneemt. Daarmee daalt de waarde van de swaption.

Aangezien de tijdswaarde vooral in het laatste jaar sterk afneemt, lijkt het logisch om een jaar voor expiratie de swaptions te verkopen of door te rollen naar een nieuwe swaption. De swaption is echter een maatwerk-product hetgeen leidt tot een lagere verhandelbaarheid en daarmee samengaan hogere kosten voor zowel aankoop, verkoop als doorrol. De complexiteit en structurele verhandeling voor expiratedatum leiden daarnaast tot de nodige additionele tijdsbesteding in het bestuur.

Is er dan nooit reden om swaptions te gebruiken? In het huidige kader wel, omdat het meetmoment van de dekkingsgraad (31-12-2013) bepalend is voor de uitkeringen op korte termijn (vanaf april 2014). Eenmalige zekerstelling van een bepaalde dekkingsgraad zonder het opwaarts potentieel volledig weg te geven, kan dan een uitlegbare keuze zijn. In het nieuwe FTK lijkt dat argument te verdwijnen.

Put-opties op aandelen

Voor put-opties op aandelen gelden grofweg dezelfde argumenten als voor swaptions. Additioneel argument tegen put constructies op aandelen is dat het voor een lange termijn belegger, die gelooft in een extra rendement op aandelen, slecht uitlegbaar is dat een deel van dat opwaarts potentieel wordt weggegeven.

Is er dan nooit reden om puts te gebruiken? In het huidige kader wel omdat het meetmoment van de dekkingsgraad (31-12-2013) bepalend is voor de uitkeringen op korte termijn (vanaf april 2014). In het nieuwe FTK lijkt dat argument te verdwijnen.

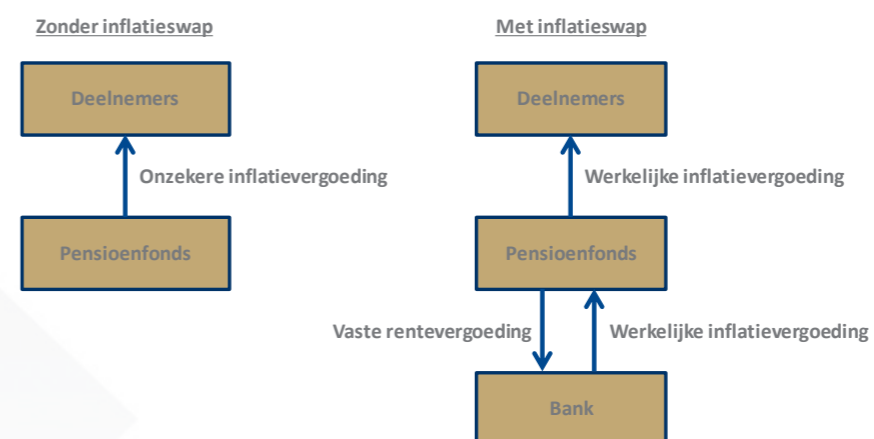
Valutaderivaten

Valutaderivaten dienen om het korte termijn risico van een dalende dekkingsgraad te mitigeren. Indien het pensioenfonds belegt in aandelen van bedrijven die in dollars zijn genoteerd dan is de waarde van die instrumenten mede afhankelijk van de dollarkoers. Voor een lange termijn belegger lijkt er weinig argumentatie om de dollarkoers af te dekken, immers:

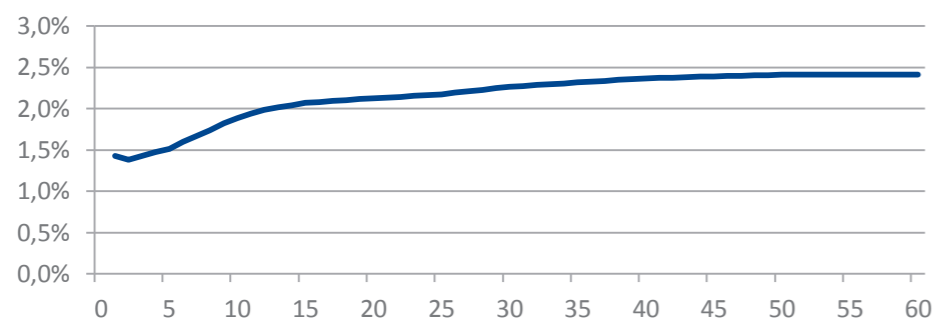
- Het kan zo zijn dat het betreffende bedrijf het gros van haar omzet in Euro's heeft. Het pensioenfonds zou dus eigenlijk voor elk aandeel moeten vaststellen wat het echte valutarisico is maar dit is een ondoenlijke exercitie. Het afdekken op basis van beursnotering lijkt evenwel op schijnnaauwkeurigheid.
- De markt voor valutatermijncontracten is zeer groot, maar ook voor deze instrumenten worden transactiekosten gerekend (zie hoofdstuk 4, Impact op kosten).
- Als het pensioenfonds de visie heeft dat op lange termijn valutakoersen uitmiddelen (mean reversion) en niet structureel zullen stijgen of dalen dan is er weinig reden om structureel valutarisico af te dekken. Afdekken dient dan puur voor het korte termijn risicomanagement en is niet zinvol voor een lange termijn belegger.
- Argument voor afdekking is korte termijn, maar niet lange termijn: als de dollar in waarde daalt ten opzichte van de euro, neemt de aandelenprijs in euro van een Amerikaans bedrijf af – maar hetzelfde geldt voor de kosten in euro, waardoor op termijn de winst van het bedrijf stijgt en aandelen weer meer waard worden.

Inflatieswaps

Inflatieswaps worden op dit moment nog weinig gebruikt door pensioenfondsen. Terwijl dit voor een lange termijn belegger juist wel te overwegen zou zijn. Juist het inflatierisico is een lange termijn bedreiging voor de ambitie van een pensioenfonds. Het voorbeeld-pensioenfonds wil graag met prijsinflatie geïndexeerde pensioenen uitkeren. De hoogte van de geambieerde pensioenen over 20 jaar is sterk afhankelijk van de inflatie in de komende 20 jaar. Als de inflatie hoog is, wil het pensioenfonds hogere uitkeringen doen dan als de inflatie laag is. Het pensioenfonds kan die onzekerheid afkopen door een inflatieswap aan te gaan. In die inflatieswap betaalt het pensioenfonds een vaste coupon en krijgt het de werkelijke inflatie terug. Schematisch werkt de inflatieswap als volgt:



De onzekere inflatievergoeding wordt door het fonds in feite geruild tegen een vaste vergoeding. Onderstaande figuur laat zien welke vaste coupons op dit moment moeten worden betaald in de markt.



Figuur 4: De Europese inflatiecurve (exclusief tabak) per eind oktober 2013

In het algemeen geldt dat een hogere coupon moet worden betaald als het pensioenfonds de inflatie voor langere tijd wil zekerstellen.

Voor het gebruik van inflatieswaps zijn voor een lange termijn belegger dus wel argumenten te vinden. Twee nadelen van het gebruik van inflatieswaps zijn:

- Indien het fonds in enig jaar de ambitie niet kan waarmaken en niet indexeert, loopt de inflatieswap wel gewoon door. Het fonds is verplicht om de vaste coupon te betalen en de variabele inflatie te ontvangen ook als het besluit om de pensioenen niet op te hogen met inflatie. Inflatie afdekking lijkt daarmee alleen interessant als de verwachting is dat het fonds de ambitie ook daadwerkelijk kan nakomen.
- In de inflatieswaps wordt veelal de Europese prijsinflatie vergoed terwijl het fonds de pensioenen met de Nederlandse prijsinflatie alle huishoudens wil ophogen.

De eerste de beste?

De vraag is of pensioenfondsen haast moeten maken met de eventuele afbouw van derivatenposities. Zou het zo kunnen zijn dat pensioenfondsen die als eerste de swaps afbouwen er de beste prijs voor krijgen? Wordt de prijs beïnvloed als pensioenfondsen collectief de langlopende swaps afbouwen? Dat hangt mede af van de beweeglijkheid van de financiële markten (hoe relevant is timing) evenals van de diepgang/liquiditeit van de financiële producten waarin het pensioenfonds wil handelen.

Allereerst beschouwen we de timing. Naar ons oordeel is een eventuele rentestijging of daling niet te timen. Als de lange termijn verwachting is dat de lange rente over een aantal jaar hoger is dan de huidige lange rente, is er naar ons oordeel geen reden om te wachten met de afbouw van de langlopende swaps, zelfs als de korte termijn verwachting is dat de rente in 2014 nog wel laag zal blijven. Lange termijn beleid gaat voor korte termijn beleid. Aan de ontwikkeling van de (lange) US-rente dit jaar hebben we kunnen zien hoe snel (en onverwacht) de lange rente kan stijgen.

De swap rente wordt bepaald door vraag en aanbod. De diepgang van de swap markt verschilt daarbij per looptijd. De markt voor swaps met een looptijd tot 30 jaar is veel meer liquide dan de langere looptijden. De markt van langlopende swaps wordt vooral gedomineerd door 2 partijen: Nederlandse pensioenfondsen en Europese verzekeraars. Zij zijn beiden vragers naar het zeer langlopende papier. De tegenpartijen in die zeer langlopende markt zijn bijvoorbeeld woningbouwcorporaties. De omvang van de vragende partijen is veel groter dan de omvang van de aanbiedende partijen. Het is lastig te kwantificeren maar wij denken dat dit een van de redenen is waarom de langstlopende swaps geen meerrendement geven ten opzichte van 20-jaars papier: de vraag en aanbod markt is scheef. Een collectieve draai van Nederlandse pensioenfondsen uit het langlopende papier zou daarom kunnen leiden tot een stijgende lange rente en een normalisering van de curve waarbij er voor langer lopend papier een hogere vergoeding wordt ontvangen. We hebben daar eerder voor gewaarschuwd in onze reflector "het beleggingsbeleid van de toekomst" van april 2012. Dat effect hebben we ook daadwerkelijk in de markt gezien bij de introductie van de UFR methodiek.

Op basis van zowel timing als diepgang van de (langstlopende) swap markt, is een zeker tempo aan te raden. Dit alles natuurlijk onder de voorwaarden dat het fonds aanleiding ziet om het strategisch beleggingsbeleid aan te passen.

4. Impact op kosten:

Een lange termijn belegger heeft lagere kosten

De kosten voor het vermogensbeheer van pensioenfondsen bestaan grofweg voor de helft uit transactiekosten. Daar ligt het besparingspotentieel voor de lange termijn belegger. Voor ons voorbeeld-pensioenfonds becijferen we hieronder indicatief⁴ een besparingspotentieel van € 1,5 mln. per jaar.

Op een totaal vermogen van € 1 mrd. lijkt dat wellicht weinig (0,15%), maar vooral op lange termijn draagt kostenbeheersing wel degelijk bij aan de hoogte van de pensioenen. Bij een inflatie van 2% is 0,15% extra netto rendement toch ongeveer 7,5% extra indexatiepotentieel (0,15% / 2%).

1. Minder derivatentransacties leidt tot een indicatieve besparing van 0,6 mln.

Het onderhouden van een derivaten-overlay kost geld. Zowel de swapmarkt als de valutamarkt zijn in z'n algemeenheid zeer liquide. Dat geldt vooral voor de swaps met een looptijd tot 30 jaar en voor de grootste valuta (USD, GBP, JPY). Maar ook voor liquide instrumenten worden transactiekosten gerekend die ten laste gaan van het rendement van pensioenfondsen. Deze kosten zitten enigszins verborgen in de quote van de derivaten (de rente die men ontvangt in een swap of de forward valutakoers in een valutatermijncontract). In onderstaande toelichting begroten wij de kosten voor het onderhouden van de derivaten-overlay voor ons voorbeeld-pensioenfonds op € 0,6 mln. per jaar: 0,5 mln. voor het onderhoud van de swap-overlay en 0,1 mln. voor het onderhoud van de valuta-overlay.

Inschatting onderhoudskosten rentehedge

De kosten voor het afsluiten van een swap worden veelal genoteerd als afslag op de vaste rente die wordt ontvangen in de swap. Als de 'mid' rente 2,50% noteert, kan het fonds een swap afsluiten waarbij het 2,49% ontvangt. Dat lijken op het eerste gezicht minieme verschillen, maar door de lange looptijd van de swap en de hoge hoofdsommen waarover de rente wordt betaald en ontvangen, kunnen de kosten aanzienlijk zijn. Ons voorbeeld fonds heeft een duratie van 20 en een hoofdsom van 1,6 mrd. (gebaseerd op het uitkeringsprofiel van het fonds). Indien het fonds de verplichtingen afdekt tegen een rente van 2,49% terwijl de rente op 2,50% staat, leidt dat tot een kostenpost van 3,2 mln. Immers $0,01\% \cdot 20 \cdot 1.600 = 3,2$

Dit zijn de kosten voor het opnieuw opzetten van een rentehedge. Het jaarlijks onderhoud betreft de kosten voor jaarlijks aanpassing van de hedge (bijvoorbeeld omdat er bestandontwikkelingen zijn en door nieuwe pensioenopbouw). Wij hebben bij een aantal fondsen geconstateerd dat ongeveer 15% van de swap portefeuille jaarlijks wordt verhandeld hetgeen indicatief leidt tot een jaarlijkse kostenpost van 0,5 mln. ($15\% \cdot 3,2$ mln.)

Inschatting onderhoudskosten valutahedge

De kosten voor het afsluiten van een FX forward worden veelal genoteerd als afslag op de wisselkoers. De 3-maands forward Euro/Dollarkoers bedraagt bijvoorbeeld 1.34 (mid) waar het fonds de valutatransactie kan afsluiten tegen 1.33 (bid), een verschil van 1 basispunt. Ons voorbeeld fonds belegt voor 50% in zakelijke waarden die voor 50% bestaan uit beleggingen in vreemde valuta (Amerikaanse dollar, Japanse Yen en Britse Pond). We gaan ervan uit dat het fonds de vastrentende waarden in Euro belegt. De zakelijke waarden, beleggingen in vreemde valuta, worden voor 100% afgedekt door middel van zogenaamde valuta termijn transacties voor 3 maanden.

De kosten hiervoor bedragen € 25.000, immers $50\% \times 50\% \times 0,01\% \times € 1.000 \text{ mln.} = € 25.000$. Deze transacties dienen echter 4 keer per jaar te worden doorgerold, waardoor de totale kosten € 100.000 bedraagt

2. Minder transacties in de fondsen leidt tot een indicatieve besparing van 0,9 mln.

Het tweede besparingspotentieel voor een lange termijn belegger betreft de transactiekosten binnen de beleggingsfondsen waarin wordt belegd. Het is op dit moment vrij gebruikelijk dat mandaten worden beheerd tegen een bepaalde benchmark, bijvoorbeeld de MSCI World voor aandelen of de Barclays Euro Aggregate voor obligaties. Indien het beheer actief plaatsvindt, betekent dit dat de beheerder de betreffende benchmark dient te verslaan. Daartoe moet de beheerder transacties uitvoeren, in het algemeen op basis van korte termijn visies op specifieke aandelen/landen of sectoren. Het is daarbij niet ongebruikelijk dat een actieve beheerder jaarlijks de gehele portefeuille omgooit. De turnover rate bedraagt in dat geval 100%. Bij een bied-laot spread van 0,2% (een gewogen gemiddelde tussen obligaties en aandelen op dit moment) leidt dit tot jaarlijkse transactiekosten van 0,2%, ofwel € 2 mln. per jaar.

De tendens bij pensioenfondsen is om meer passief te beleggen. Dat kan inderdaad leiden tot lagere transactiekosten maar pensioenfondsen dienen zich te realiseren dat ook passief beleggen leidt tot transactiekosten. Bij passief beleggen wordt 'blind' de benchmark gevolgd en de benchmark wijzigt ook gedurende het jaar.

Passieve belegger maakt transactiekosten

Ter illustratie: de Barclays Euro Aggregate bestaat uit investment grade obligaties met een minimale looptijd van een jaar. Zodra een obligatie een looptijd krijgt van korter dan één jaar, wordt deze obligatie uit de index verwijderd. Een passieve belegger is op dat moment ook 'verplicht' om de obligatie te verkopen hetgeen leidt tot transactiekosten. Datzelfde geldt voor eventuele downgrades (verplicht verkopen) en nieuwe titels in de benchmark (verplicht aankopen). Zo passief is een index volger dus niet. Zelfs voor een passieve belegger is een turnover rate van 20% niet ongebruikelijk hetgeen leidt tot jaarlijkse transactiekosten van $20\% \cdot 0,2\% = 0,04\%$ ofwel € 0,4 mln. per jaar.

⁴ Het gaat ons vooral om het geven van inzicht. Wat bepaalt de transactiekosten en waarom zijn er besparingen mogelijk? Het besparingspotentieel zal per fonds fors kunnen verschillen

Een verdergaand alternatief voor pensioenfondsen is om een buy-and-hold-beleid te voeren. Er worden aandelen, obligaties en andere vermogenstitels aangeschaft met als doel om daar langjarig in te beleggen. Bijkomend voordeel kan zijn dat het pensioenfonds vanwege haar lange termijn betrokkenheid meer invloed kan uitoefenen (engagement) op het bedrijf en daarmee ook echt invulling kan geven aan maatschappelijk verantwoord beleggen. Er zijn pensioenfondsen die hier eerste stappen in hebben gezet, waarbij transactiekosten verder worden gedrukt. Illustratief tot 0,2 mln. per jaar.

Een overgang van half actief-half passief naar half passief-half buy-and-hold leidt tot een indicatieve besparing van € 0,9 mln. $(50\% \cdot 2 \text{ mln.} + 50\% \cdot 0,4 \text{ mln.}) - (50\% \cdot 0,4 \text{ mln.} + 50\% \cdot 0,2 \text{ mln.})$

Tabel 1. Indicatieve besparingsmogelijkheden voor lange termijn belegger

| | Handelsvolume | Kosten in basispunten | Kosten in Euro |
|----------------------------------|---------------|------------------------------|-----------------|
| Swap transacties | 240 mln. | 20 bp (1 bp maal duratie 20) | 0,5 mln. |
| Valutatermijncontracten | 250 mln. | 4 bp (4 maal 1 bp) | 0,1 mln. |
| Transacties in beleggingsfondsen | 1.000 mln. | 9 bp | 0,9 mln. |
| Totaal | | | 1,5 mln. |

5. Impact op aansturing

Benodigd rendement in plaats van dekkinggraad

De dekkinggraad is een prima maatstaf om de liquidatiewaarde van het pensioenfonds vast te stellen. Indien het fonds liquideert, brengt het de opgebouwde aanspraken onder bij een verzekeraar of BPF en daarbij is de dekkinggraad de maatstaf om vast te stellen of de andere partij bereid is om de aanspraken over te nemen. Bij een dekkinggraad van minimaal 100%⁵ kan de liquiderende partij de aanspraken waarschijnlijk wel kwijt in de markt. Bij een dekkinggraad lager dan 100% wordt dat lastig. Indien het fonds voornemens is om te liquideren, is een lange termijn beleid geen voordehand liggende keuze. Liquidatie leidt immers bijna per definitie tot een korte termijn focus en het doel van deze publicatie is juist om de impact op het lange termijn beleggingsbeleid onder de aandacht te brengen.

In het nieuwe kader krijgt de ambitie van het pensioenfonds een belangrijkere plaats. De ambitie kan bijvoorbeeld zijn om geïndexeerde pensioenen uit te keren. Om die ambitie te kunnen realiseren heeft het pensioenfonds jaarlijks een bepaald rendement nodig op het vermogen: het benodigd rendement⁶. Dit benodigd rendement is een lange termijn maatstaf: het is het rendement dat het pensioenfonds de komende tientallen jaren nodig heeft om de ambitie te kunnen realiseren. Het voorbeeld-pensioenfonds heeft de ambitie om geïndexeerde pensioenen uit te keren en daaruit volgt een benodigd rendement van 4,5% per jaar. Indien dit fonds de komende tientallen jaren een rendement van 4,5% per jaar behaalt op de beleggingen, kan het de geïndexeerde pensioenaanspraken uitkeren. Deze 4,5% is niet afhankelijk van de huidige rentestand, omdat de waardering van de pensioenverplichtingen geen rol speelt in de vaststelling van het benodigd rendement. De invoering van de UFR, de middeling van de markrente, de aanpassingen van de UFR, hebben allemaal geen invloed op de hoogte van het benodigd rendement. Het benodigd rendement sluit aan bij het denken in kasstromen. Het gaat uit van het vermogen en de uitkeringen die het pensioenfonds de komende tientallen jaren ambieert te doen.

Een fonds dat streeft naar het benodigd rendement wil voorkomen dat het vermogen van het pensioenfonds sterk daalt. Een fonds dat streeft naar het benodigd rendement zal daarmee niet snel geneigd zijn om in zeer langlopende instrumenten te beleggen, immers als de rente stijgt, neemt het vermogen sterk af. Het benodigd rendement zal minder fluctueren als de renteafdekking wordt opgebouwd, aangezien de beleggingen daarmee minder rentegevoelig worden.

Het benodigd rendement is een maatstaf die veel beter aansluit bij het pensioenfonds als lange termijn belegger. Daarnaast is het een stuk eenvoudiger uit te leggen dan de dekkinggraad met een UFR systematiek die nauwelijks te begrijpen is.

⁵ De markt voor verzekeraars is de laatste jaren aanzienlijk gewijzigd en verzekeraars zijn minder dan vroeger geneigd om pensioenaanspraken over te nemen van pensioenfondsen. Aangezien de liquidatie-markt niet primair het doel is van deze reflector abstraheren we verder van die ontwikkeling

⁶ In ons white paper "een uitlegbaar beleggingsbeleid" van januari 2011 zijn wij al uitgebreid ingegaan op het gebruik van benodigd rendement in de aansturing van het pensioenfonds daarom volstaan wij hier met een korte beschrijving





Sprenkels & Verschuren

Sprenkels & Verschuren is een puur Nederlands actuariel adviesbureau. Wij willen onze klanten helpen om de juiste beslissingen te nemen. Daarbij zijn wij in staat om het zeer ingewikkeld te maken, maar we houden het bij voorkeur eenvoudig. Ons team bestaat uit 35 ervaren professionals.

Voor meer informatie zie

www.sprenkelsenverschuren.nl of mail naar martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl

