



# White Paper

## Een uitlegbaar beleggingsbeleid (kijkt verder dan de dekkinggraad)

Een praktische methodiek voor pensioenfondsen om te komen tot een weloverwogen, verantwoord en uitlegbaar beleggingsbeleid

Januari 2011

Door:  
Martijn Euverman  
Rutger van Asselt  
Caroline Bosch



# 1. Inleiding

---

Veel Nederlandse pensioenfondsen bevinden zich in een lastige spagaat. Men heeft de ambitie om geïndexeerde pensioenen uit te keren. Er zit echter onvoldoende geld in kas om dat te kunnen garanderen en daarom is het nodig om beleggingsrisico te nemen. Dit beleggingsrisico kan er evenwel toe leiden dat de financiële positie juist verder verslechtert waardoor niet alleen de ambitie in het gedrang komt maar potentieel ook moet worden gekort op opgebouwde pensioenaanspraken.

Dit White Paper bespreekt hoe we in deze lastige spagaat tot een verantwoord en uitlegbaar beleggingsbeleid kunnen komen. Daarmee trachten we een concrete invulling te geven aan de adviezen die gedaan zijn door onder meer de commissie Frijns, de commissie Goudswaard en de 'aanbevelingen beleggingsbeleid' van de pensioenkoepels. Door deze commissies zijn goede adviezen gegeven over bijvoorbeeld het nastreven van reële (geïndexeerde) pensioencontracten, het hanteren van harde ondergrenzen aan de dekkinggraad en het voeren van een fondsspecifiek beleggingsbeleid. De vraag hoe dat moet gebeuren wordt echter niet beantwoord. Dat is precies wat we in dit paper trachten te doen.

Onder een **uitlegbaar beleggingsbeleid** verstaan we een beleid dat, als het verkeerd uitpakt, nog steeds goed is te verantwoorden aan de achterban

De door ons ontwikkelde methodiek is reeds bij een aantal pensioenfondsen in praktijk gebracht. In dit paper willen we de praktische toepasbaarheid laten zien en daarom schetsen we de methodiek aan de hand van een fictief pensioenfonds.

Onderdeel van de methodiek is dat het beleggingsbeleid niet primair en enkel op de ontwikkeling van de dekkinggraad wordt gericht. Een uitlegbaar beleggingsbeleid kijkt verder dan de dekkinggraad.

## 2. Kijk verder dan de dekkingsgraad

---

Indien een pensioenfonds per vandaag liquideert en de pensioenaanspraken onderbrengt bij een verzekeraar dan baseert de verzekeraar de pricing grofweg op de dekkingsgraad. Wat dat betreft is de dekkingsgraad een prima schatting van de marktwaarde, immers er is een markt voor het overnemen van pensioenaanspraken en die markt wordt gemaakt door de collectieve pensioenverzekeraars. De dekkingsgraad is daarmee een prima korte termijn maatstaf die meet hoe het pensioenfonds ervoor staat indien het nu zou liquideren. Het is echter onlogisch en gevaarlijk om het beleggingsbeleid volledig op dit liquidatiescenario te baseren. In het kader hierna noemen we een aantal praktische valkuilen voor pensioenfondsen die enkel sturen op de dekkingsgraad van het pensioenfonds.

### Valkuilen in dekkingsgraad management

- Als de dekkingsgraad wordt gestabiliseerd dan wordt in langlopende obligaties, LDI Pools of swaps geïnvesteerd. De waarde van deze instrumenten is zeer rentegevoelig. Dat leidt ertoe dat het vermogen sterk daalt als de rente stijgt (en andersom leidt dat ertoe dat het vermogen sterk stijgt als de rente daalt). Per saldo leidt een hoge mate van renteafdekking dus tot een zeer volatiel vermogen. Uit dit vermogen moeten de pensioenen worden uitgekeerd. Als het vermogen sterk daalt dan wordt het lastiger om die pensioenen te kunnen uitkeren (de pot met geld wordt eenvoudigweg kleiner).
- Als de (nominale) dekkingsgraad wordt gestabiliseerd dan wordt geen rekening gehouden met het inflatierisico. De dekkingsgraad is immers gebaseerd op het uitkeren van de ongeïndexeerde pensioenaanspraken. De ambitie van de meeste pensioenfondsen is echter om geïndexeerde pensioenen uit te keren. Indien de inflatie(verwachting) stijgt dan moet dus meer worden uitgekeerd (anders gezegd: de indexatie wordt duurder).
- Een combinatie van de eerste twee valkuilen: de economische theorie leert ons dat de lange rente een combinatie is van inflatie en economische groei. Een stijgende inflatie gaat daardoor vaak hand in hand met een stijgende lange rente. Dit pakt dubbel negatief uit voor pensioenfondsen met een hoge mate van rente-afdekking, immers het vermogen daalt omdat de rente stijgt terwijl de geïndexeerde uitkeringen die uit dat vermogen moeten worden betaald juist toenemen.
- Er is weinig oog voor specifieke marktomstandigheden omdat (nauwkeurig) rente-afdekken een doel op zich wordt: De 25-jaars rente bedraagt per 31-12-2010 3,66%. De 50-jaars rente bedraagt per 31-12-2010 3,15%. Beleggingstechnisch lijkt het dan een stuk interessanter om in de 25-jaars rente te beleggen want dat levert 0,5% extra rendement op voor de eerste 25 jaar. Toch beleggen de meeste fondsen die de rente afdekken ook in 50-jarig papier omdat ze *exact* willen matchen. Beleggingstechnisch zal dat na 50 jaar alleen verstandig blijken te zijn als de 25 jaars-rente over 25 jaar lager is dan 2,65% (0,5% lager dan 3,15%).

Het gevaar van primaire sturing op de dekkingsgraad is dat er onvoldoende aandacht is voor de lange termijn en de indexatie-ambities van het pensioenfonds. Het gevaar is dat er onvoldoende aandacht is voor het pensioenfonds vanuit een going concern gedachte. Dit roept de vraag op welke maatstaf dan wel kan worden gehanteerd voor deze lange termijn ambities. Naar onze mening is het benodigd rendement de maatstaf die daarvoor volstaat.

Het **benodigd rendement** is het jaarlijks rendement dat het pensioenfonds nodig heeft om de geïndexeerde pensioenen uit te keren

Een benodigd rendement van 5% wil zeggen dat indien het pensioenfonds vanaf vandaag jaarlijks een rendement op de beleggingen maakt van 5%, alle reeds opgebouwde pensioenaanspraken volledig kunnen worden uitgekeerd, inclusief een volledige indexatie (gekoppeld aan de prijsinflatie). Het fonds heeft dan dus 5% rendement per jaar nodig om de ambities te kunnen realiseren. Hoe lager het benodigd rendement, hoe beter voor het pensioenfonds.

Het benodigd rendement is daarmee bij uitstek een lange termijn maatstaf (het kijkt tientallen jaren vooruit over de hele toekomstige horizon van het pensioenfonds) en het houdt expliciet rekening met de indexatieambitie van het fonds omdat het is gebaseerd op het uitkeren van geïndexeerde pensioenen daar waar de dekkingsgraad is gebaseerd op het uitkeren van nominale (ongeïndexeerde) pensioenen. Het benodigd rendement heeft als maatstaf geen koppeling met de dagelijks variërende rentetermijnstructuur van De Nederlandse Bank.

In onderstaande grafiek laten wij voor ons fictieve pensioenfonds allereerst zien hoe de dekkingsgraad zich de laatste vijf jaar heeft ontwikkeld. Het fictieve pensioenfonds heeft in die jaren een beleggingsbeleid gevoerd waarbij 70% van het renterisico is afgedekt en 40% van het vermogen is belegd in zakelijke waarden.

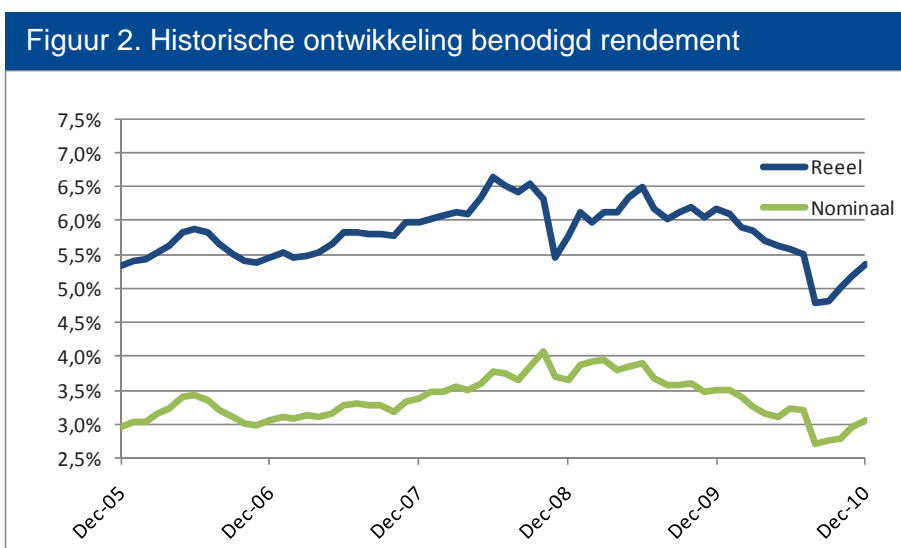


De dekkingsgraad is voor het fonds opgelopen tot eind 2007 en daarna sterk gedaald. De daling in 2008 van ca. 30 dekkingsgraadpunten is voor dit fonds vooral veroorzaakt door de dalende beurskoersen en daarnaast door de dalende marktrente.

In onderstaande laten we zien hoe het vermogen zich heeft ontwikkeld in die jaren. Daarbij valt op dat het vermogen vrij stabiel is en dat in 2009 en 2010 zeer goede beleggingsrendementen zijn gemaakt. Dit wordt vooral veroorzaakt door de daling van de rente en de hoge mate van renteafdekking. Het vermogen eind 2010 bevindt zich op een "all time high", of in ieder geval op een 5-jarig hoogtepunt. Het moge duidelijk zijn dat het vermogen van dit pensioenfonds sterk zal dalen bij een eventuele stijging van de marktrente. Het beleid is er niet op gericht het sterk gestegen vermogen van de laatste twee jaar 'veilig te stellen'.

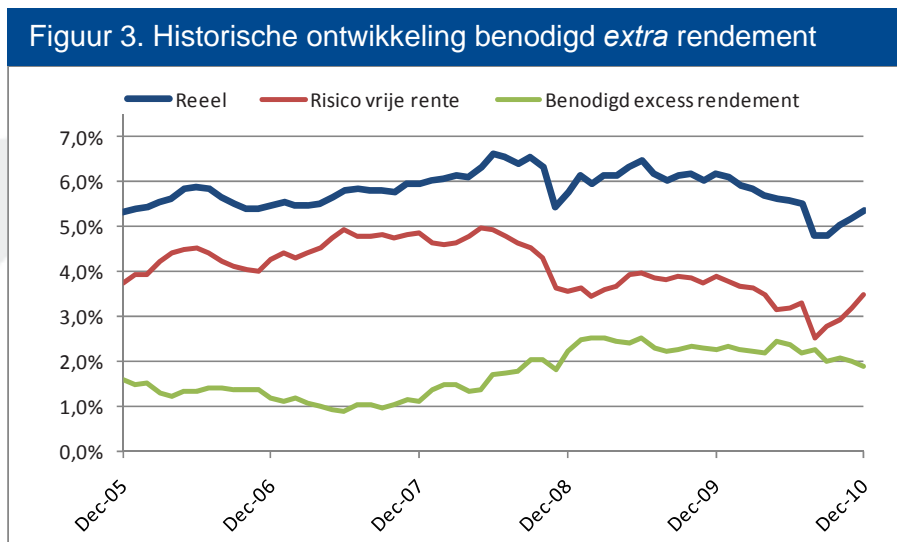
Datum	Vermogen (€ mrd.)	Jaar-rendement
31-12-2005	1,00	nvt
31-12-2006	1,02	+2%
31-12-2007	1,00	-2%
31-12-2008	0,95	-6%
31-12-2009	1,02	+8%
31-12-2010	1,12	+10%

In onderstaande grafiek laten wij voor ons fictieve pensioenfonds zien hoe het benodigd rendement zich de laatste 5 jaar heeft ontwikkeld. Het benodigd rendement per 1 januari 2006 (5,3%) geeft het rendement dat vanaf 1 januari 2006 jaarlijks benodigd was op het aanwezige vermogen om de geïndexeerde pensioenen uit te kunnen keren. Daarbij is rekening gehouden met de inflatieverwachting (de Europese prijsinflatiecurve) op dat moment. Het valt op dat het benodigd rendement per vandaag (5,4%) een stuk lager is dan het benodigd rendement vlak voor de kredietcrisis 6,0% per eind 2007. Voor de lange termijn belegger is dat goed nieuws. Het rendement dat vanaf vandaag jaarlijks benodigd is om enkel de nominale (ongeïndexeerde) aanspraken uit te kunnen keren bedraagt 3,0%.



Het is de vraag of het huidige benodigd rendement net zo eenvoudig is te realiseren als eind 2007. Enerzijds heeft de commissie Don zich gebogen over de rendementsverwachtingen en is tot de conclusie gekomen dat de rendementsverwachtingen per vandaag minder gunstig zijn dan eerder is aangenomen. Anderzijds kan worden gezegd dat de rendementsverwachtingen na een crisis juist beter zijn dan de rendementsverwachtingen voor een crisis. Ook de economische bureaus bij banken en vermogensbeheerders geven relatief goede rendementsverwachtingen.

We kunnen het benodigd rendement ook vergelijken met de risicovrije rente op enig moment. Als de risicovrije rente op dit moment dicht bij de benodigde rente ligt lijkt het eenvoudiger om het benodigd rendement te realiseren dan als de risicovrije rente ver afligt van het benodigd rendement. Wij merken op dat de risicovrije rente pensioenfonds specifiek is en rekening houdt met het deelnemersbestand. Het benodigd extra rendement is het verschil tussen het benodigd rendement en de risicovrije rente. In onderstaande figuur zien we dat het fictieve pensioenfonds per eind 2010 een jaarlijks extra rendement benodigd heeft van 1,9% per jaar.



Het benodigd extra (of excess) rendement is ook een interessante maatstaf, maar moet heel duidelijk worden gezien in combinatie met het benodigd rendement, immers:

- Het is maar zeer de vraag of rendementen op zakelijke waarden voor de komende jaren afhankelijk zijn van de rentestand op enig moment.
- De risicovrije rente fluctueert dagelijks waardoor focus op de maatstaf benodigd extra rendement wederom kan leiden tot korte termijn denken (wie weet waar de risicovrije rente volgend jaar staat?).
- Een benodigd (langjarig) rendement van 7% bij een risicovrije rente van 5% is wellicht lastiger te realiseren dan een rendement 5% bij een risicovrije rente van 3%.

Voor een pensioenfonds met een lange termijn focus achten wij het relevant om te sturen op een maatstaf die goed past bij de lange termijn focus van een pensioenfonds: het benodigd (excess) rendement. Dat gezegd hebbende zijn we ons er van bewust dat een nieuwe maatstaf niet leidt tot extra geld, een betere positie voor pensioenfondsen of tot een kleinere kans op het korten van aanspraken per 1 april 2012.

Wij denken echter wel dat deze lange termijn maatstaf kan helpen bij het vaststellen van een verantwoord beleggingsbeleid. Met de nieuwe maatstaf kan het korte termijn risico (dalende dekkingsgraad) expliciet worden afgezet tegen de lange termijn ambitie (het uitkeren van geïndexeerde pensioenen). Welke gevolgen heeft het risicomanagement op de korte termijn (dekkingsgraadstabilisatie) voor de kans dat het fonds zijn ambitie kan waarmaken? Dit zou wel eens tot andere beleggingsbeslissingen kunnen leiden dan het enkel sturen op de dekkingsgraad. De nieuwe maatstaf leidt daarmee ook tot beter uitlegbare keuzes en een goede verantwoording richting de deelnemers. En daar is het ons om te doen.

In de volgende twee hoofdstukken laten we zien hoe de nieuwe maatstaf kan helpen in het vaststellen van een uitlegbaar risicoprofiel en de vaststelling van een uitlegbaar beleggingsbeleid.

### 3. Stel een uitlegbaar fondsspecifiek risicobudget vast

---

**Het korte termijn risico** voor pensioenfondsen is een dalende dekkingsgraad waardoor potentieel moet worden gekort op de opgebouwde aanspraken per 1 april 2012. Ook in meer algemene zin is het korte termijn risico een dekkingsgraad van minder dan 100%, omdat het pensioenfonds dan *bij liquidatie* de pensioenaanspraken moeilijk kan onderbrengen bij een verzekeraar. Uit dien hoofde lijkt het niet onverstandig om eens na te denken als pensioenfonds over een minimale dekkingsgraad, een “harde” ondergrens. Dat is tevens een van de aanbevelingen van de commissie Frijns.

Naar onze mening is een goed uitlegbaar minimum een dekkingsgraad van waaruit het fonds nog steeds kan herstellen. Voor ons fictieve pensioenfonds blijkt uit het herstelplan dat het fonds vanuit een startdekkingsgraad van 90% in 5 jaar tijd kan herstellen naar 105%. Het bestuur van het fictieve fonds acht een “harde ondergrens” van 90% uit dien hoofde acceptabel en goed uitlegbaar. De harde ondergrens bepaalt vervolgens het maximale risico dat het fonds kan nemen. Het fictieve pensioenfonds heeft op dit moment een dekkingsgraad van 108%, dit betekent dat het maximaal 18% van de dekkingsgraad mag verliezen. Maximaal 18% dekkingsgraad mag “at risk” worden gesteld. Dit is vergelijkbaar met een maximaal vereist eigen vermogen van 18%.<sup>1)</sup>

**De lange termijn ambitie** voor pensioenfondsen is het uitkeren van geïndexeerde pensioenen. Om dat te kunnen realiseren is beleggingsrisico nodig. Het fictieve pensioenfonds heeft een jaarlijks extra (excess) rendement nodig van 1,9%. Om dat te kunnen realiseren is een risico nodig van ca. 14%<sup>2)</sup>. Om de ambitie te kunnen realiseren heeft het fonds een minimaal vereist eigen vermogen nodig van 14%.

Per saldo bepaalt het korte termijn risicomanagement, de harde ondergrens, het maximale risico dat het fonds (blijkbaar) bereid is om te nemen. De lange termijn ambitie, het indexeren van pensioenen, bepaalt het minimale risico dat het fonds daarvoor nodig heeft. Voor het fictieve pensioenfonds blijkt dat op dit moment de twee maatstaven verenigbaar zijn: het risico dat het fonds nodig heeft is kleiner dan het risico dat het fonds bereid is om te nemen. Voor dit fonds lijkt een vereist eigen vermogen van 14%-18% een goed te verantwoorden risicoprofiel.

De harde ondergrens bepaalt het maximaal toegestane risico  
en de ambitie bepaalt het minimaal benodigde risico

- 1) Wij merken op dat het maximum iets zal afwijken van de genoemde 18% als de zogenaamde wortelformule uit het toetsingskader exact wordt toegepast.
- 2) De berekening is gebaseerd op de statistische veronderstellingen (rendement en risico) van het huidige FTK. Op basis van dit FTK is herrekend wat het vereist eigen vermogen moet zijn om het excess rendement van 1,9% te kunnen realiseren.

De expliciete afweging tussen korte termijn risico en lange termijn ambitie leidt tot een objectieve vaststelling waarom het fonds een bepaald risico neemt. De objectivering leidt ertoe dat ook als het misgaat, het fonds kan uitleggen waarom het zoveel risico heeft genomen.

Daarnaast voorkomt deze werkwijze een rendementsgedreven strategie. Ter illustratie: eind 2007 had het pensioenfonds een dekkingsgraad van 130%. De redenatie was destijds dat de buffer groot was en dat er dus veel risico kan worden genomen (sommige vermogensbeheerders gebruiken deze redenatie nog altijd). Als men toen expliciet naar de lange termijn ambitie had gekeken zou blijken dat het benodigd excess rendement slechts 1% was en dat het benodigd risico daardoor slechts 6% was. Dit zou waarschijnlijk hebben geleid tot een afbouw van de beleggingsrisico's, er was immers niet veel risico meer nodig om de doelstelling te kunnen realiseren. Echter het fonds keek toen nog niet naar de lange termijn ambitie en enkel naar de dekkingsgraad.

Ondanks dat het vaststellen van een fondsspecifiek risico naar onze mening interessant is plaatsen we wel twee kanttekeningen:

- Wat gaat het fonds doen als de dekkingsgraad richting de “harde” ondergrens beweegt? Stel de dekkingsgraad daalt naar 95%. Indien het fonds vasthoudt aan de ondergrens van 90% dan is het toegestane risico maximaal 5%. Dit zou betekenen dat het fonds het beleggingsrisico vrijwel volledig moet afbouwen en dat net nadat de risico's zich hebben gemanifesteerd (anders was de dekkingsgraad niet gedaald). Dat neigt naar een zeer onwenselijk cyclisch beleid. Het is dus maar de vraag of de “harde ondergrens” waarover veel wordt gesproken wel zo hard is. Wij denken dat het verstandig is om periodiek (zeg 1 keer per jaar) het gewenste risicoprofiel vast te stellen, hetgeen ook kan betekenen dat de ondergrens wordt bijgesteld of de ambitie naar beneden moet worden bijgesteld.
- Het risico is een statistische maatstaf. Het nadeel van statistische maatstaven is dat we het niet zeker weten. We spreken over kansen op onderdekking, technisch gesproken is de harde ondergrens de grens waar je met een kans van 97,5% boven blijft. Dat betekent dat er nog steeds een kans is van 2,5% dat je wel binnen 1 jaar onder de harde ondergrens komt. Tweede nadeel van statistische maatstaven is dat die kans is berekend op basis van aannames (over risico en rendement) waar we niet zeker van zijn.

Met deze twee kanttekeningen trekken wij de conclusie dat het vaststellen van een fondsspecifiek risicobudget toegevoegde waarde heeft, maar dat het meer om de orde grootte gaat dan om de exactheid van de analyse.

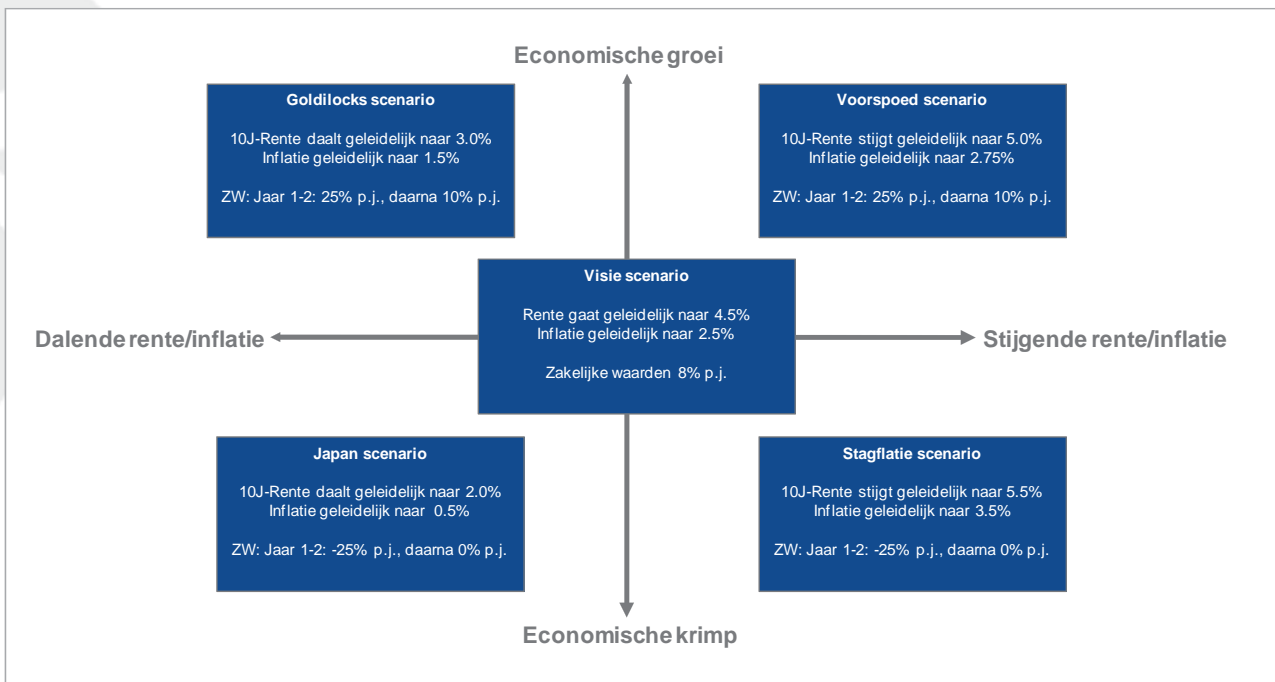
## 4. Stel een uitlegbaar fondsspecifiek beleggingsbeleid vast

Nadat het fonds zich een oordeel heeft gevormd over het gewenste risicobudget is het de vraag hoe dit risico het beste kan worden ingevuld in een strategisch beleggingsbeleid. Het uitlegbare beleggingsbeleid wordt in drie stappen vastgesteld:

### Stap 1: Maak concrete scenario's

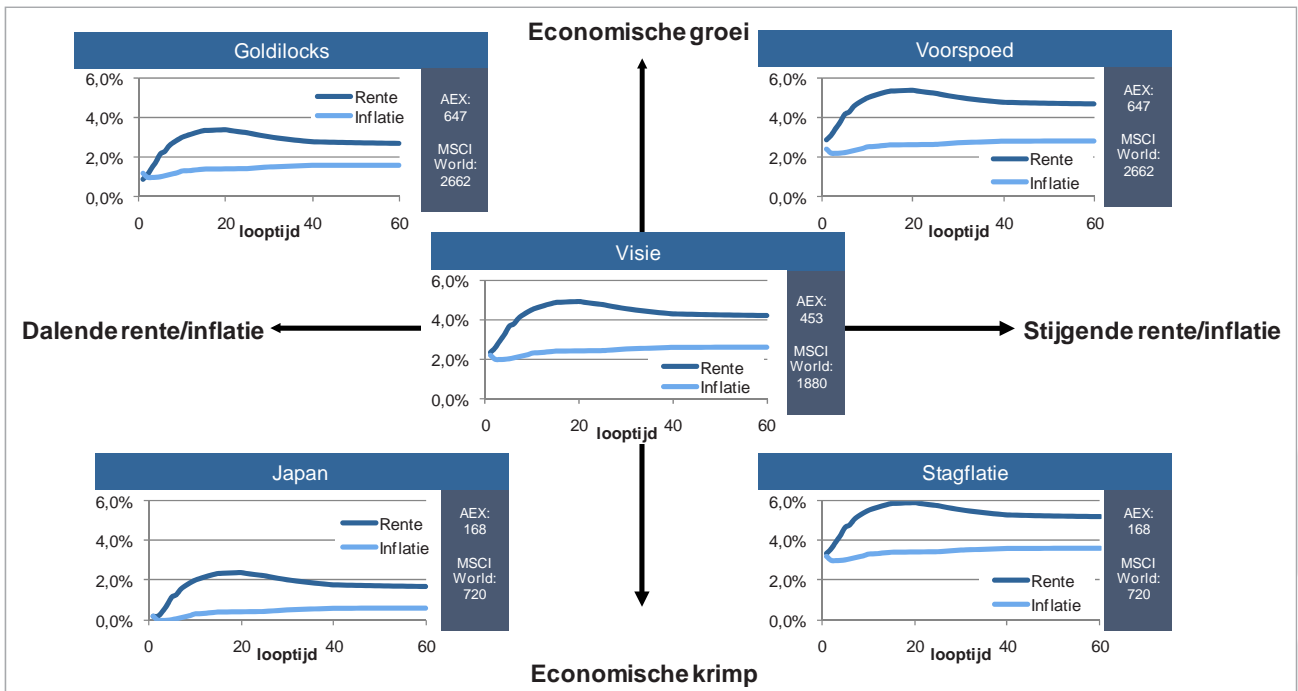
We weten niet hoe de wereld er over 5 jaar uitziet. We kunnen wel middels een aantal scenario's vaststellen wat de gevolgen zijn van bepaalde ontwikkelingen voor de financiële positie van pensioenfondsen. Daarbij kijken we niet alleen naar scenario's die het bestuur verwacht, maar vooral ook naar scenario's waar het voor vreest of waar het op hoopt (stress scenario's).

Het fictieve pensioenfonds onderzoekt de financiële gevolgen van een vijftal scenario's:



Het visie scenario is de verwachting van het bestuur. De rentevisie van het bestuur is gebaseerd op de lange termijn verkenning van het CPB waarin (in het daar gepresenteerde centrale scenario) een 10-jaars rente van 4,5% eind 2015 is opgenomen. Dit wijkt af van de door DNB gehanteerde "forward systematiek" waarin het renterisico als onbeloond risico wordt gezien. Het visie scenario wordt gecompleteerd met een inflatieverwachting van 2,5% en een jaarlijks rendement op zakelijke waarden van 8%. Bewust is hier gekozen om geen verschillende zakelijke waarden categorieën te onderscheiden omdat dit schijnzekerheid in de hand werkt die we juist willen voorkomen. Het rendement (total return) van 8% per jaar leidt tot een AEX eind 2015 van 453 (rekening houdend met een dividend rendement van 3% per jaar) en een MSCI World van 1880 (gebaseerd op de standen per 31 december 2010).

De vijf scenario's leiden tot de volgende stand van de financiële markten per eind 2015:



Het expliciteren van de toekomstige wereld in concrete rentecurves en standen van de AEX leidt ertoe dat het bestuur zich echt iets kan voorstellen bij (bijvoorbeeld) een Japan scenario. Dan staat de lange rente onder de twee procent, de inflatieverwachting is blijvend laag (0,5%) en de AEX staat op 168.

Het Japan scenario is eigenlijk de stress test voor de korte termijn: de rente daalt naar ca. 2% en de zakelijke waarden halveren in waarde hetgeen voor de meeste pensioenfondsen zal leiden tot een dalende dekkingsgraad. Het Stagflatie scenario is echter de stress test voor de lange termijn. Dezelfde halvering van de zakelijke waarden gaat gepaard met een sterke inflatie en rentestijging, De inflatiestijging leidt tot een hogere ambitie (hogere geïndexeerde pensioenen) terwijl het vermogen waaruit dat moet worden gefinancierd daalt (door de renteafdekking).

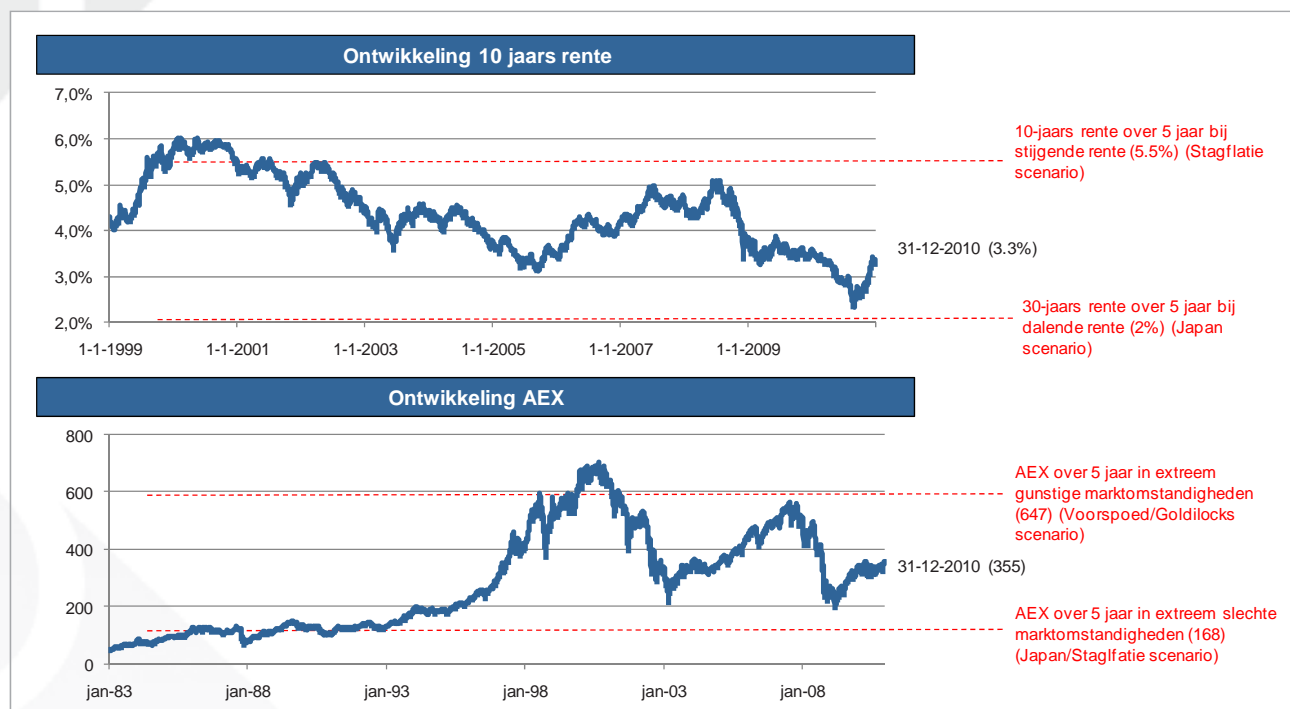
Het **Japan-scenario** is de stress test voor de korte termijn (dekkingsgraad)  
 Het **Stagflatie-scenario** is de stress test voor de lange termijn (going concern)

In onderstaande tabel geven we op hoofdlijnen weer wat de gevolgen zijn voor dekkingsgraad en benodigd (excess) rendement als de belangrijkste parameters voor ons fictieve pensioenfonds wijzigen. Daarbij gaan we uit van de huidige beleggingsstrategie met een hoge mate van rente-afdekking (70%) en een belegging van 40% in zakelijke waarden. Als het fonds alleen naar de dekkingsgraad (korte termijn) zou kijken dan lijkt alleen het Japan scenario een stress test om rekening mee te houden. In dit Japan scenario daalt echter het (excess) rendement dat benodigd is om de ambitie (het uitkeren van geïndexeerde pensioenen) te kunnen realiseren. Bij volledige sturing op de dekkingsgraad wordt het stagflatiescenario onderschat terwijl dat juist de stress test is voor het pensioenfonds als lange termijn belegger.

	Dekkingsgraad-effect	Benodigd rendement	Benodigd excess rendement
Visie scenario	Stijgt	Gelijk	Daalt
Voorspoed scenario	Stijgt	Daalt	Daalt
Japan scenario	Daalt	Daalt	Daalt
Stagflatie scenario	Gelijk	Stijgt	Stijgt
Goldilocks scenario	Stijgt	Daalt	Daalt

Note: een groene kleur is een gunstig effect, het is gunstig als het benodigd (excess) rendement daalt

De stress scenario's zijn naar onze mening stevig maar niet ondenkbaar. Dat zien we als we de stress niveau's vergelijken met de historische ontwikkeling van de 10-jaars rente en de AEX.



Wij merken op dat het aan het bestuur is om de concrete scenario's vast te stellen waar het zich aan wil toetsen.

## Stap 2: Stel uitgangspunten vast voordat er wordt gerekend

Om “doelzoeken” te voorkomen wordt het bestuur gevraagd om voordat er ook maar één berekening is gemaakt te definiëren welke uitgangspunten zij wil hanteren in het beleggingsbeleid. Het fictieve pensioenfonds is gekomen tot de volgende uitgangspunten:

- Het korte termijn indexatiepotentieel (tussen nu en 5 jaar), de dekkingsgraad na 5 jaar en het benodigd (excess) rendement na vijf jaar zijn voor het bestuur de belangrijkste beoordelingscriteria.
- Ook in extreem slechte marktomstandigheden wil het bestuur niet meer onder de 90% (nominale) dekkingsgraad terechtkomen. Dit is het niveau van waaruit het pensioenfonds nog kan herstellen (geen “sinking giant”). Daarbij heeft het bestuur de ambitie om deze grens te verhogen zodra de dekkingsgraad dat toelaat.
- Het bestuur wil niet sturen op ‘buitengewoon’ hoge dekkingsgraden binnen nu en 5 jaar. Alle dekkingsgraadniveau's boven de 130% worden ongeveer gelijk beoordeeld als zijnde zeer goed. 130% is het niveau van volledige indexatie waarbij naar verwachting de ambitie kan worden gerealiseerd.
- Het bestuur heeft de ambitie om 100% van de indexatie uit het beleggingsrendement te financieren.
- Het bestuur wil voorkomen dat het benodigd rendement stijgt boven 6%. Deze 6% is grofweg gelijk aan de lange termijn verwacht rendement op de strategische mix (40% zakelijke waarden met een rendement van 7,5% en 60% vastrentende waarden met een rendement van 4,5%). Daarbij merkt het bestuur op dat een stijging boven 6% alleen acceptabel bij een benodigd excess rendement kleiner dan 2%. Het bestuur acht een benodigd rendement van 7% dus nog net acceptabel bij een excess rendement van 2% (ofwel een risicovrije rente van 5%).
- De meeste waarde wordt gehecht aan de resultaten bij een stijgende rente en een positief rendement op zakelijke waarden aangezien dat de verwachting is van het bestuur. Daarbij beseft het bestuur dat de financiële markten heel onzeker zijn. Daarom wordt ook expliciet beoordeeld wat de gevolgen zijn als de visie van het bestuur niet uitkomt.
- Het beleggingsbeleid moet qua risicoprofiel passen binnen de eisen die daaraan zijn gesteld in het herstelplan (technisch gesproken: het vereist eigen vermogen is begrensd op 119%).
- Bij gelijke beoordeling (risico/rendement) van verschillende beleggingsmixen heeft de meest eenvoudige strategie de voorkeur. Ter illustratie: minder in aandelen beleggen verdient de voorkeur boven het aankopen van een put als de resultaten naar het oordeel van het bestuur vergelijkbaar zijn.
- Er worden geen beleggingsproducten uitgesloten in de analyse. Dat betekent dat derivaten ook worden geanalyseerd (rente- en inflatieswaps, swaptions, puts en calls op aandelen).

### Stap 3: Beoordeel de resultaten

Nadat de scenario's en uitgangspunten zijn vastgesteld, kan worden beoordeeld hoe een flink aantal verschillende beleggingsmixen presteren in elk van de vijf economische werelden. Een van de interessante kenmerken van de hier gepresenteerde methodiek is dat de beleggingsmixen daarbij in eerste instantie niet zichtbaar worden gemaakt.

Het hanteren van “**blinde beleggingsmixen**” leidt tot een werkelijk objectieve beoordeling van de resultaten

Eén van de doorgerekende beleggingsstrategieën is de huidige beleggingsstrategie. Omdat het bestuur in eerste instantie niet weet welke mix de huidige strategie presenteert, is het interessant om te zien of het bestuur de huidige strategie selecteert als zijnde wenselijk. Hiermee wordt voorkomen dat teveel wordt geredeneerd vanuit de huidige beleggingsmix waarbij wordt gezocht naar verklaringen om de juistheid van het huidige beleggingsbeleid te staven.

In de bijlage laten we zien hoe de resultaten er in concreto voor het fictieve pensioenfonds uitzien. Het pensioenfonds selecteerde de huidige mix niet uit de “blinde” strategieën. Naar het oordeel van het fonds leidt de huidige beleggingsstrategie tot onuitlegbaar negatieve resultaten indien zich een Stagflatie scenario voltrekt (met slechte rendementen op zakelijke waarden en een oplopende inflatie en lange rente). Uiteindelijk heeft men gekozen voor een strategie met een lagere mate van renteafdekking. Dit leidt weliswaar tot meer korte termijn risico's (een dalende dekkinggraad in een Japan scenario), maar het bestuur zag ook dat die dalende dekkinggraad gepaard ging met een lager benodigd rendement omdat het vermogen in een Japan scenario redelijk op niveau blijft en de inflatie(verwachting) daalt. Om het risicoprofiel te reduceren heeft het fonds ervoor gekozen om minder in zakelijke waarden te beleggen.

Wellicht ten overvloede, maar de “optimale” mix bestaat naar ons oordeel niet. De beleggingsstrategie die het beste presteert in het Japan scenario zal waarschijnlijk minder goed presteren in een Voorspoed scenario. Kern van de methodiek is dat de gevolgen van de gemaakte keuze worden geëxpliciteerd waardoor de keuze beter uitlegbaar is aan de achterban. Het bestuur weet wat de gevolgen zijn als de visie niet uitkomt. Het weet ook hoe andere mixen dan zouden hebben gepresteerd en het heeft expliciet vastgelegd op welke gronden de beleggingsmix is geselecteerd, rekening houdend met de korte, maar vooral ook met de lange termijn maatstaven.

Het navolgende kader geeft aan waarin en waarom de geschetste methodiek afwijkt van de traditionele ALM studies die vaak worden gehanteerd om het beleggingsbeleid vast te stellen.

## Wat is anders dan traditionele ALM

- Er wordt niet primair gefocust op dekkingsgraad ontwikkeling maar ook op het benodigd (excess) rendement, een maatstaf die beter aansluit bij het lange termijn beleid.
- Uitlegbaar, geen black box: het gekozen beleggingsbeleid leidt tot een dekkingsgraad van 90% als de rente naar 2% gaat en de AEX halveert, is veel inzichtelijker dan een kans van 2,5% op een dekkingsgraad lager dan 90%, waarbij je niet weet hoe de wereld er dan uitziet.
- Er is aanzienlijk minder sprake van schijnnaauwkeurigheid: er worden geen expliciete onzekere aannames gedaan voor verdelingen, volatiliteiten en correlaties tussen beleggingscategorieën.
- Er wordt niet geredeneerd vanuit het huidige beleggingsbeleid, waar in ALM veelal het huidige beleid als uitgangspunt wordt genomen.
- Er wordt gefocust op de belangrijkste keuzes in het beleggingsbeleid (mix op hoofdlijnen en afdekstrategie).

Ondanks deze voordelen zijn we er een voorstander van om waar nodig de resultaten te verfijnen of te evalueren middels een ALM studie of continuïteitsanalyse. Bijvoorbeeld om te bepalen in welke zakelijke waarden zou moeten worden belegd. Daarnaast kan het dienen om statistisch te toetsen of de gemaakte keuzes ook volgens de parameters uit het toetsingskader tot acceptabele resultaten leiden.

## 5. Conclusies

---

In dit White Paper hebben we onze methodiek uitgewerkt om te komen tot een uitlegbaar risicoprofiel en beleggingsbeleid voor pensioenfondsen. Dat hebben we gedaan aan de hand van een fictief pensioenfonds zodat de praktische toepasbaarheid duidelijk wordt.

Aan het bestuur is de uitdaging om risico's voor de korte termijn (als het pensioenfonds liquideert) af te zetten tegen de risico's voor de lange termijn (als het pensioenfonds blijft bestaan). Die afweging wordt nu naar onze mening onvoldoende gemaakt, mede ook door het toetsingskader dat volledig is gericht op de korte termijn. Door dat wel te doen wordt voorkomen dat het fonds beslissingen neemt die voor de lange termijn onverstandig zijn omdat het beleggingsbeleid volledig wordt gebaseerd op een liquidatiescenario.

Tot slot merken we op dat de methodiek niet zo zeer afhankelijk is van het huidige toetsingskader. Daar is bewust voor gekozen omdat wij van mening zijn dat het Bestuur eerst tot een verantwoord en uitlegbaar beleid dient te komen en daarna pas eventuele toetsing door de toezichthouder plaats moet vinden. Daarmee verwachten we dat de methodiek ook goed is toe te passen op het nog te ontwikkelen 'reële pensioencontract'. Ook in het reële contract zal er een spagaat blijven bestaan tussen het na willen komen van de lange termijn ambitie en de angst voor het afboeken van aanspraken. De methodiek kan daarmee hetzelfde blijven, de uitgangspunten in de beoordeling worden wellicht anders.

Dit is onze bijdrage aan de ontwikkeling van een best practice beleggingsbeleid voor Nederlandse pensioenfondsen. Als dit paper ertoe bijdraagt dat pensioenfondsen tot (nog) meer weloverwogen en uitlegbare keuzes kunnen komen voor het te voeren beleggingsbeleid, dan is dit paper wat ons betreft geslaagd.

## Bijlage

De resultaten voor het fictieve pensioenfonds zijn als volgt<sup>1)</sup>:

		Strat. 1	Strat. 2	Strat. 3	Strat. 4	Strat. 5	Strat. 6	Strat. 7	Strat.8	Strat. 9	Strat10
	VEV	116%	120%	115%	117%	116%	118%	121%	115%	118%	118%
Visie	DG T=5	121,2%	129,3%	124,6%	128,5%	123,8%	125,3%	127,0%	122,2%	122,5%	127,6%
	BR T=5	5,6%	5,2%	5,4%	5,3%	5,5%	5,4%	5,3%	5,6%	5,6%	5,3%
	BER T=5	1,2%	0,8%	1,1%	0,9%	1,1%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	0,9%
	KV T=5	-2,7%	-1,3%	-2,0%	-1,4%	-2,0%	-1,7%	-1,5%	-2,8%	-2,3%	-1,5%
Voor- spoed	DG T=5	140,3%	155,2%	147,1%	153,9%	141,2%	148,4%	155,9%	143,2%	147,7%	147,9%
	BR T=5	5,4%	4,8%	5,1%	4,9%	5,4%	5,1%	4,8%	5,3%	5,1%	5,1%
	BER T=5	0,5%	0,0%	0,3%	0,0%	0,5%	0,2%	-0,1%	0,4%	0,2%	0,2%
	KV T=5	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,4%	-0,3%	-0,1%	-0,5%	-0,2%	-0,3%
Japan	DG T=5	90,1%	78,5%	86,1%	80,8%	88,7%	83,7%	79,0%	87,2%	85,3%	83,4%
	BR T=5	3,1%	3,9%	3,3%	3,7%	3,2%	3,5%	3,9%	3,3%	3,4%	3,5%
	BER T=5	1,0%	1,9%	1,3%	1,7%	1,1%	1,5%	1,8%	1,2%	1,4%	1,5%
	KV T=5	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-3,6%
Stag- flatie	DG T=5	89,0%	107,7%	97,6%	106,1%	107,9%	99,5%	90,9%	105,7%	80,6%	113,9%
	BR T=5	10,0%	8,5%	9,3%	8,6%	8,5%	9,1%	9,8%	8,7%	10,8%	8,0%
	BER T=5	4,5%	3,0%	3,7%	3,1%	3,0%	3,6%	4,3%	3,1%	5,3%	2,6%
	KV T=5	-11,8%	-11,3%	-11,8%	-11,6%	-11,2%	-11,8%	-11,8%	-11,6%	-11,8%	-9,0%
Goldi- locks	DG T=5	133%	129%	131%	129%	124%	131%	137%	127%	139%	123%
	BR T=5	2,8%	3,0%	2,9%	3,0%	3,1%	2,9%	2,6%	3,1%	2,6%	3,2%
	BER T=5	-0,2%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,2%	-0,1%	-0,3%	0,1%	-0,4%	0,3%
	KV T=5	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,7%	-0,4%	-0,3%	-0,7%	-0,3%	-1,0%

Note: DG T=5: Dekkingsgraad na 5 jaar  
 BR T=5: benodigd rendement na 5 jaar  
 BER T=5: benodigd excess rendement na 5 jaar  
 KV T=5: koopkrachtverlies eerste 5 jaar

De huidige strategie werd gerepresenteerd door strategie 6. Naar de mening van het bestuur viel deze strategie af (zonder te weten dat het de huidige strategie betrof) omdat ze in een stagflatiescenario (rente stijgt naar 5,5% en de AEX staat op 168) zou leiden tot een onhaalbaar pensioencontract: vanaf eind 2015 zou een jaarlijks rendement van meer dan 9% nodig zijn om de ambitie te kunnen realiseren. Het benodigd excess rendement zou daarmee meer dan 3,5% bedragen. Hoewel de huidige strategie relatief goed voldoet voor het korte termijn risicomangement leidt het tot een onhaalbare pensioenambitie (het uitkeren van geïndexeerde pensioenen) in een stagflatie scenario.

Nadat de resultaten zijn beoordeeld wordt kenbaar gemaakt aan het bestuur welke strategieën zijn doorgerekend<sup>2)</sup>:

	Strat. 1	Strat. 2	Strat. 3	Strat. 4	Strat. 5	Strat. 6	Strat. 7	Strat.8	Strat. 9	Strat10
%swaps	100%	45%	70%	45%	70%	70%	70%	70%	100%	45%
%swaptions	0%	0%	25%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Aandelen hedge	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
Inflatiehedge	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% obligaties	60%	60%	60%	60%	70%	60%	50%	60%	50%	70%
% aandelen	35%	35%	35%	35%	25%	35%	45%	35%	45%	25%
% andere zakelijke waarden	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Na nog een aantal iteraties (de hierboven geschetste strategieën zijn een eerste aanzet) komt het fictieve fonds tot een uiteindelijke beleggingsmix.

- 1) We merken op dat er in de resultaten rekening wordt gehouden met de pensioenregeling, pensioenopbouw en de volledige beleidsmatrix (premie/indexatiebeleid) van het fonds en er dus sprake is van een going concern pensioenfonds.
- 2) In het geval van niet-lineaire derivaten (swaptions en puts/calls) wordt expliciet rekening gehouden met de premie die moet worden betaald voor deze instrumenten. De premies zijn gebaseerd op daadwerkelijke marktprijzen op het moment van analyseren (in dit geval eind 2010).



## **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 ongeveer 30 ervaren professionals. Voor meer informatie zie [www.sprenkelsenverschuren.nl](http://www.sprenkelsenverschuren.nl) of mail naar [martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl](mailto:martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl)

