



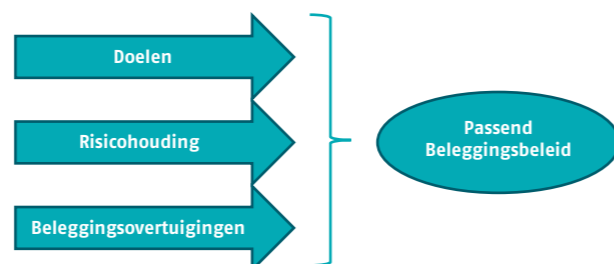
Een passend renteafdekkingsbeleid voor pensioenfondsen

In dit artikel komt het vraagstuk van het renteafdekkingsbeleid voor uitkeringsovereenkomsten van pensioenfondsen aan de orde. We starten breder door in te gaan hoe pensioenfondsen tot een passend beleggingsbeleid komen. Vervolgens gaan we specifiek in op het renteafdekkingsbeleid. Ten slotte doen we nog een aantal praktische aanbevelingen hoe gedragsvalkuilen kunnen worden gemitigeerd in het proces om te komen tot invulling van het beleggingsbeleid.

DRIE FUNDAMENTELE ZAKEN VOOR EEN PASSEND BELEGGINGSBELEID

We onderscheiden drie zaken die fundamenteel zijn voor pensioenfondsen om te komen tot een passend strategisch beleggingsbeleid. Pensioenfondsen moeten eerst hun doelen, hun risicohouding en hun beleggingsovertuigingen formuleren. Pas daarna kunnen ze een passend strategisch beleggingsbeleid bepalen (Koedijk & Slager (2011), Damodaran (2012), Ang (2014), Boeijen & Vermeulen (2015)). Is één van de drie zaken niet of niet voldoende scherp geformuleerd, dan tasten pensioenfondsbestuurders als het ware in het duister.

In de praktijk zien we dat fondsen niet in alle gevallen hun beleggingsovertuigingen scherp hebben geformuleerd (Staring, 2019). Vanwege de grote impact die de rente heeft op de financiële positie van een pensioenfonds, verdient de beleggingsovertuiging ten aanzien van de rente een helderdere uitspraak dan nu in veel gevallen gebeurt. Oftewel, werk aan de winkel voor de sector! Ook zien we dat niet alle fondsen een heldere, expliciete en gekwantificeerde risicohouding hebben. Staring (2019) beveelt daarom aan om, naast de wettelijke risicohouding, ook de 'eigen' risicohouding (die aansluit op de doelen en beleggingsovertuigingen van het fonds) expliciet en kwantificeerbaar te maken.



Als pensioenfondsen deze drie zaken geformuleerd hebben, kan vervolgens het langetermijn strategisch beleggingsbeleid op hoofdlijnen bepaald worden. Met het langetermijn strategisch beleggingsbeleid bedoelen wij de allocatie naar de return & matchingportefeuille, de renteafdekking en de inflatieafdekking. Ook verstaan we hieronder of een beleggingsbeleid dynamisch of statisch van aard is.

SPECIFIEKE ELEMENTEN BIJ HET BEPALEN VAN DE RENTEAFDEKKING

In het vervolg van het artikel focussen we op het afdekken van het renterisico. Echter, het is van belang om het beleggingsbeleid integraal te bepalen. Mensen zijn geneigd om zaken separaat te evalueren (*mental accounting*), maar dan negeren we correlaties tussen onderdelen (Thaler, 1999).

We bekijken de renteafdekking vanuit de drie eerder genoemde fundamenten.

1. De beleggingsovertuigingen van het pensioenfonds

Voor de beleggingsovertuigingen ten aanzien van rente is het belangrijk om twee vragen te beantwoorden (zie ook Noorman, 2019). Is renterisico naar mijn overtuiging een beloofd risico? Oftewel, verwacht ik een risicopremie te behalen door het renterisico niet af te dekken? En is renterisico naar mijn

overtuiging een voorspelbaar risico? Met andere woorden: heb ik een rentevisie?

Als het pensioenfonds tot de conclusie komt dat renterisico een onbeloofd en onvoorspelbaar risico is, dan is het dichtzetten van dit risico het uitgangspunt. Want waarom zou je dit risico willen lopen? Vanuit de psychologie bezien geeft dit uitgangspunt een drempel om hier van af te wijken. Dit is vergelijkbaar met een opt-out, we zijn geneigd om de default te volgen.

Er kunnen echter wel valide redenen zijn om het renterisico niet volledig dicht te zetten: de curve kan aflopend in plaats van oplopend worden, er zijn liquiditeitseisen aan het beleggingsbeleid, het gedeeltelijk openlaten van renterisico kan een hedge zijn tegen oplopende inflatie, het kan financieel teveel pijn doen in een stagflatie-omgeving, een lagere renteafdekking kan worden gebruikt voor meer zakelijke waarden in een situatie van reservetekort.

Lastiger is het als het pensioenfonds tot de overtuiging komt dat renterisico een voorspelbaar risico is. Het volledig dichtzetten van het renterisico is dan geen logisch startpunt. Het andere uiterste om helemaal geen renterisico af te dekken vinden wij intuïtief ook niet logisch. ALM-analyses zijn hier ons inziens het middel om inzicht te verkrijgen.

2. De doelen van het pensioenfonds

Vanuit de doelen van het pensioenfonds kan de volgende argumentatie worden opgezet. In het huidige fiscale kader kennen de uitkeringen een fiscaal maximum. Een typisch pensioenfonds heeft als (maximale) ambitie om te indexeren met de prijsinflatie of de loonontwikkeling. Een logisch startpunt voor de discussie over de renteafdekking vinden wij om het renterisico daarom dicht te zetten op het moment dat het pensioenfonds een dusdanige financiële situatie heeft dat het aan de volledige ambitie kan voldoen (typisch een dekkingsgraad van 130 a 140%). Want waarom zou je dit risico nog willen lopen? Een argument om het renterisico niet volledig dicht te zetten kan de instroom van nieuwe premie en opbouw zijn. Deze wordt veelal niet ingekocht tegen zo'n hoge premiedekkingsgraad en als gevolg daarvan verwatert de dekkingsgraad.

3. De risicohouding van het pensioenfonds

Het is niet op voorhand helder wat de risicohouding impliceert voor de renteafdekking. Staring (2019) geeft aan aantal praktische vragen die bestuurders kunnen helpen om hun afweging te maken. Voor financieel slechte situaties, waar veel pensioenfondsen nu in zitten, zijn de volgende vragen van belang: wat zegt de risicohouding van het fonds over nominale verlagingen? Wat zegt een deelnemersenquête over nominale verlagingen? Houdt het fonds rekening met de *prospect theory* die aangeeft dat de pijn van een verlies ongeveer tweemaal zo groot is als de waarde van een winst (Kahneman & Tversky, 1979)? Hoe is de samenstelling van het pensioenfonds: heeft het fonds een jonge of oude populatie en kunnen deelnemers een eventuele verlaging dragen? Heeft het fonds in het verleden al een verlaging moeten doorvoeren en wat is de impact van nog een verlaging op deelnemers?

Concluderend vinden wij dat in financieel gunstige situaties het dichtzetten van renterisico een logisch startpunt is van de discussie. In financieel slechte situaties bepaalt de fonds specifieke beantwoording van bovenstaande vragen wat een logisch startpunt is.

De discussie wordt vervolgens gevoed door ALM-analyses. Wij zijn dus van mening dat ALM-analyses effectiever zijn als ze gebruikt worden voor optimalisatie van het beleid. Voorgaand aan ALM-analyses kan reeds in potlood worden getekend wat een passend beleggingsbeleid is, redenerend vanuit doelen, risicohouding en beleggings-overtuigingen van het pensioenfonds.

Daarnaast zit er ook een risico aan het starten van de discussie op basis van ALM-analyses. Veelal wordt gestart met het bestaande beleid en wordt daarop gevarieerd. Dit geeft een risico op een mismatch tussen de drie fundamentele zaken en maakt het besluit kwetsbaar voor de gedragsvalkuil status quo bias (Madrian & Shea (2001) en Kahneman, Knetsch & Thaler (1991)).

AANBEVELINGEN VOOR EEN GOED BESLUITVORMINGSPROCES

In deze paragraaf gaan we tenslotte in op het besluitvormingsproces. Het is allereerst goed mogelijk dat beleggingsovertuigingen, doelen en risicohouding verschillende beelden geven over wat optimaal is. Als adviseur de taak om deze discrepanties en afwegingen te laten zien. Het oordeel hierover is aan de bestuurder.

Ten tweede is het belangrijk om een renteafdekking niet separaat te tonen. Zoals eerder beargumenteerd, is het verstandig om de correlaties met andere elementen in het beleggingsbeleid te tonen.

Wij zien verder twee eenvoudige middelen om gedragsvalkuilen te verminderen (Staring, 2019). Het voorafgaand aan de besluitvorming uitvragen van de mening van de individuele bestuurders is een middel tegen gedragsvalkuilen in groepsprocessen. In groepsprocessen zijn er gedragsvalkuilen als conformeren aan autoriteit (Milgram, 1974) en groepsdenken (Asch, 1951). Door anoniem uitvraag te doen komen tegenovergestelde meningen eerder op tafel en wordt kritisch denken bevorderd.

Na voorgenomen besluitvorming, maar voor implementatie is het verstandig om een pre-mortem uit te voeren. Een pre-mortem helpt tegen gedragsvalkuilen als excessief zelfvertrouwen (Barberis & Thaler, 2003), een voorkeur voor bevestiging van onze mening of visie (Barberis & Thaler, 2003) en groepsdenken. Een goed uitgevoerde pre-mortem vergroot de kans dat zwakheden in het voorstel worden ontdekt. Hierdoor verbetert de kwaliteit van het besluitvormingsproces. ■

Literatuur

Ang, A. (2014). *Asset Management. A Systematic Approach To Factor Investing*. Oxford University Press.

Asch, S.E. (1951). Effects of group pressure on the modification and distortion of judgments. In H. Guetzkow (Ed.), *Groups, leadership and men* (pp. 177-190). Pittsburgh, PA: Carnegie Press.

Barberis, N. & Thaler, R. H. (2003). A Survey Of Behavioral Finance, In G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 1052-1121). North-Holland, Amsterdam

Boeijen, T.A.H., & Vermeulen, S.P. (2015). Waarop baseer ik als bestuurder beleid?. In Slager A., Lute F., Overmeer J. & Schreur J. (Eds), *Beheren van pensioenvermogen. Praktische handvatten bij moeilijke keuzes aan de bestuurstaafel* (pp. 93-103). SPO/NVA.

Damodaran, A. (2012). *Investment Philosophies. Successful Strategies And The Investors Who Made Them Work*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis Of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47, 263-291.

Kahneman, D., Knetsch, J.L., & Thaler, R.H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *Journal of Economic Perspectives*, 5(1),193-206.

Koedijk, K. & Slager A.M.H. (2011). *Beleggen met visie. Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers*. Amsterdam: Uitgeverij Balans.

Madrian, B.C., & Shea, D.F (2001). The Power Of Suggestion: Inertia In 401(k) Participation And Savings Behavior. *The Quarterly Journal Of Economics*, 116(4), 1149-1187.

Milgram, S. (1974). *Obedience to Authority: An Experimental View*. London: Tavistock Publications.

Noorman, J. (2019). *Marktvisie: Historisch lage rentes en het Japan scenario*. BMO Global Asset Management.

Staring, J.C. (2019). *Het strategisch beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Over de lessen van de gedragseconomie, dynamisch versus statisch beleggingsbeleid en asset-allocatie versus risico-allocatie*. Vrije Universiteit Amsterdam.

Thaler, R.H. (1999). *Mental Accounting Matters*. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.

H. Staring MSc AAG RBA (links) en L. Koopman MSc AAG CFA zijn beiden senior ALM-adviseur bij PGGM.

