

# Van ALM naar beleggingsbeleid

IIR Seminar

*Professioneel Risicomanagement voor Pensioenfondsen*

November 26, 2007

Loranne van Lieshout

- Om hun **ambitie** waar te kunnen maken moeten pensioenfondsen risico (=durven) nemen
- Deze risico's worden gedragen door:
  - Premiebetalers → premierisico
  - Deelnemers → indexatierisico
  - Risico's op onderdekkingen worden doorgeschoven naar de toekomst
- Beleggingsbeleid is geen doel op zich, maar **middel** om de gestelde doelen te verwezenlijken, met respectering van risicolimieten van belanghebbenden

1% extra rendement betekent 30% lagere pensioenkosten

- De **natuurlijke asset mix** is gedreven door de ambities van het pensioenfonds en de hiermee gepaard gaande risico's
- Deze mix is gebaseerd op lange termijn eigenschappen van economische variabelen en is optimaal indien het fonds in de **steady state** verkeert
- Er zijn twee redenen om van de natuurlijke asset mix af te wijken:
  1. Tactische visie
  2. Korte termijn risicorestricties worden geschonden

Verschillende typen mandaten:

- Traditionele aanpak met verschillende mandaten
- LDI: matching portfolio & return portfolio
- Fiduciary management: uitbesteding totale beleggingsbeleid

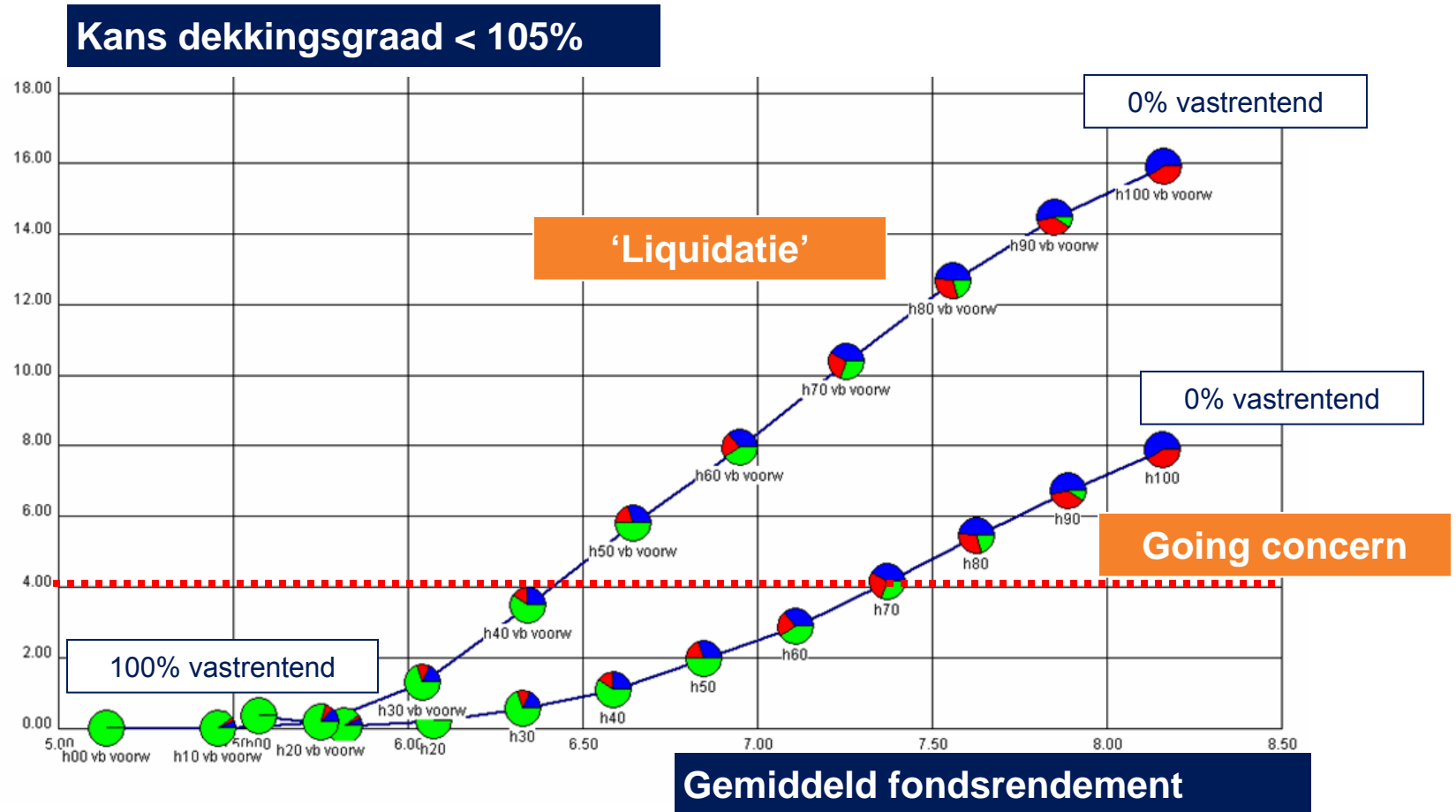
**Aandachtspunten** bij vaststellen mandaat:

- 1) Welke verplichtingen vormen uitgangspunt?
- 2) Korte versus lange termijn
- 3) Issues bij uitbesteding

# 1. Welke verplichtingen?

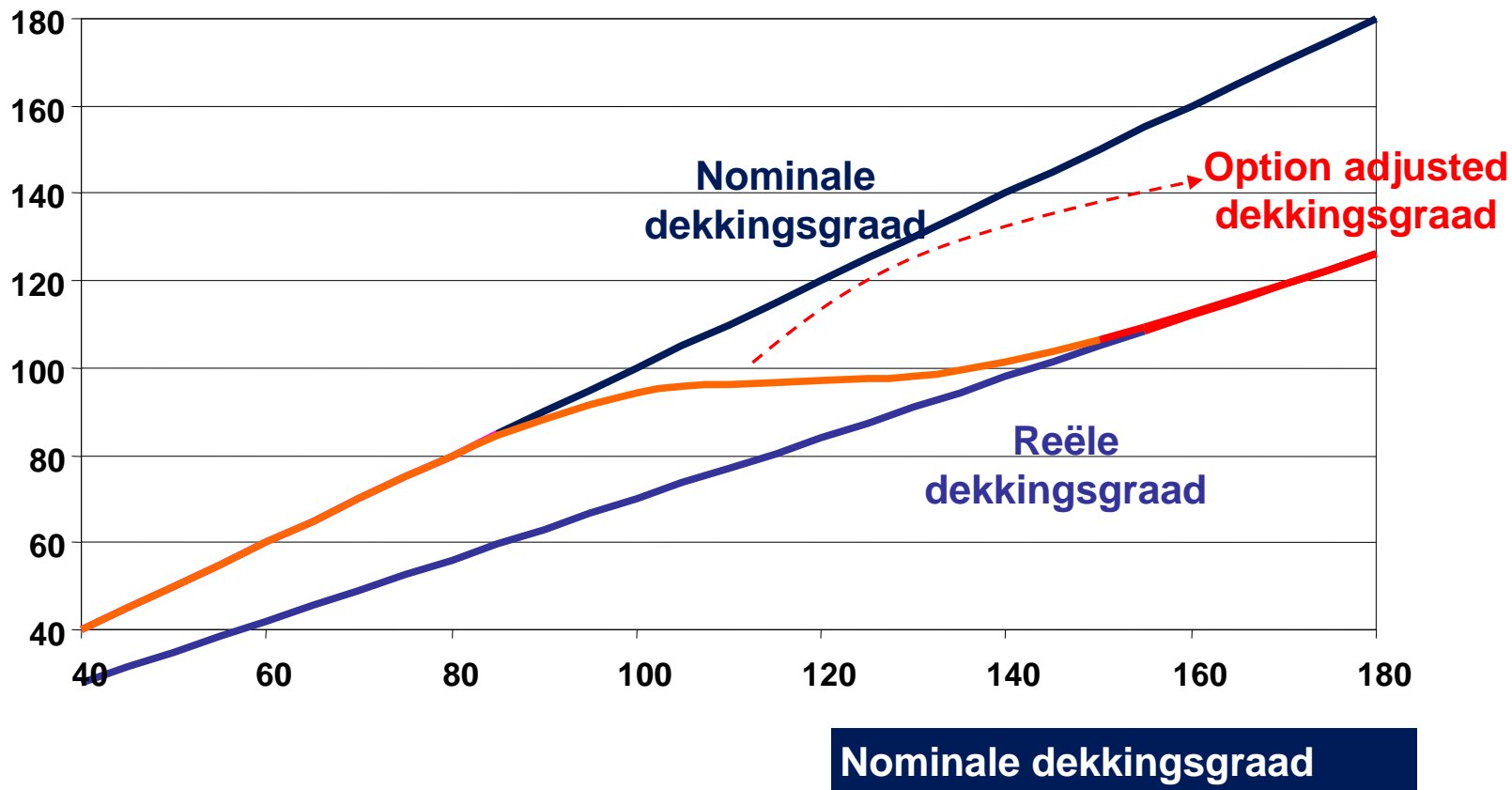
- Verplichtingen meenemen op **liquidatiebasis** in plaats van going concern houdt geen rekening met
  - Risicoreductie door nieuwe opbouw
  - Risicoreductie door premiebeleid en indexatiebeleid
 → Overschatting risico's
  
- In LDI is matchingportefeuille vaak gebaseerd op **nominale verplichtingen**:
  - Indexatie moet worden bekostigd uit return portefeuille, maar geen expliciete inflatiedoelstelling
  - Meenemen indexatie heeft invloed op cashflows en duration verplichtingen
  - Behoren credits, buitenlandse obligaties, CDO's etc. tot de matching- of de returnportefeuille?

# 1. Sturen op liquidatiebasis of going concern



- Pensioenfondsen laten rendement liggen als ze asset mix kiezen op basis van liquidatieverplichtingen

# 1. Nominale versus reële matching

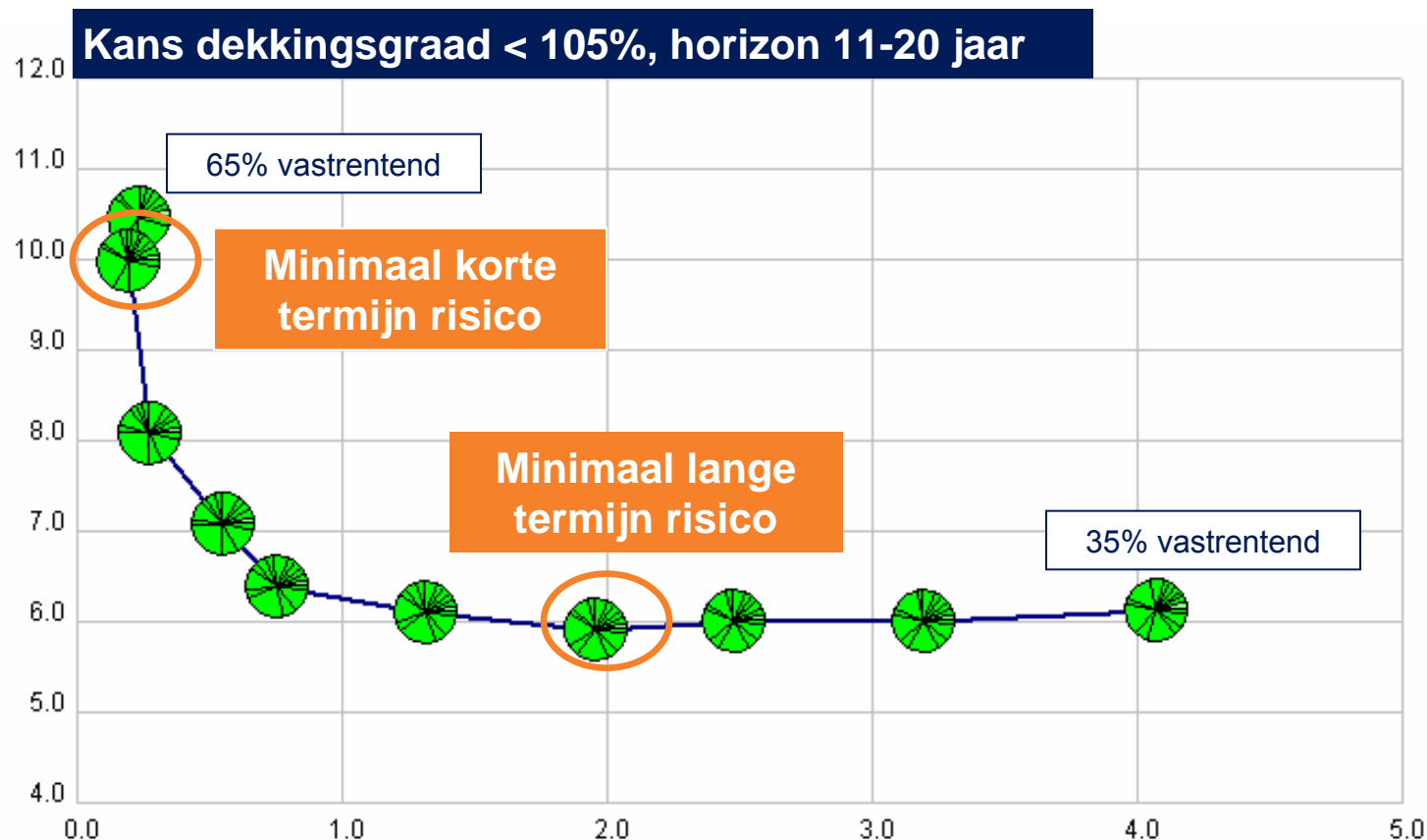


- Mate van sturing op nominale versus reële risico's is afhankelijk van inflatiegevoeligheid → dekkingsgraad en indexatiebeleid
- Nominale afdekking verhoogt reële risico's en vice versa

## 2. Korte versus lange termijn

- Sturen op **Lange termijn** doelstellingen
  - + Geen verlies van lange termijn potentieel
  - Risico dat solidariteit op het slechtste moment opbreekt
- Sturen op **Korte termijn** risicomangement
  - + Aan korte termijn restricties voldaan
  - Protectiekosten, negatieve spiraal, versterking onevenwichtigheden
- Metafoor: Dieptemeter (KT) voert tanker langs ijsbergen, maar niet naar de bestemming, Kompas (LT) brengt tanker naar de bestemming, maar niet langs alle ijsbergen
- **Multiview** nodig om asset allocatie vast te stellen
- Weging korte versus lange termijn afhankelijk van:
  - Continuïteitsrisico sponsor
  - Dekkingsgraad
  - Effect accountingregels

## 2. Sturen op korte of lange termijn risico's

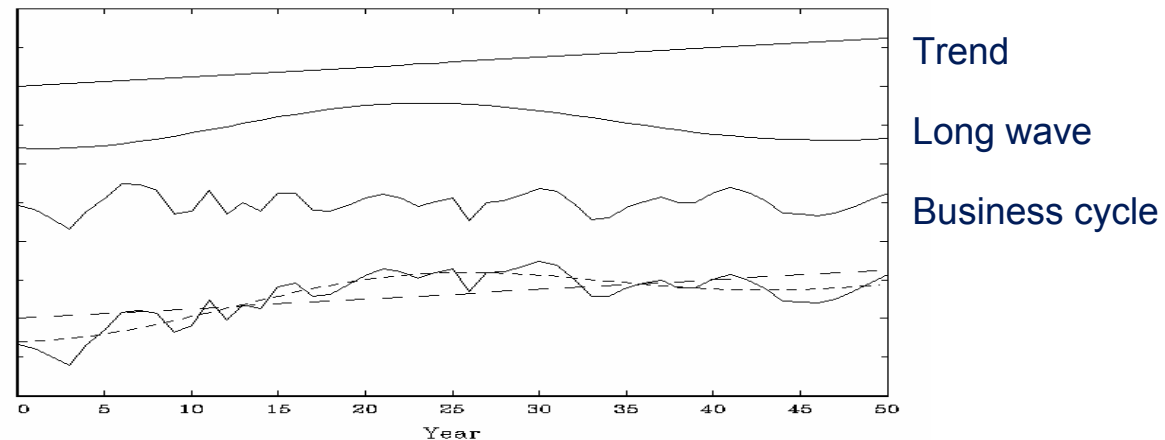


**Kans dekingsgraad < 105%, horizon 1-5 jaar**

- Sturen op korte termijn leidt tot andere portefeuilles dan sturen op lange termijn

## 2. KT en LT samenhang aandelen en inflatie **ORTeC**

- Economische theorie: aandelen zijn claim op reële assets
- Empirisch onderzoek in literatuur:
  - Negatieve korte termijn correlatie van jaarrendementen\* → correlatie in US (1949-1999): -0.5
  - Positieve lange termijn correlatie\*\* → correlatie in US: +0.3
  - Steehouwer, *Macro economics and reality*: decompositie van lange termijn data (100-200 jaar) in cycli van verschillende lengtes

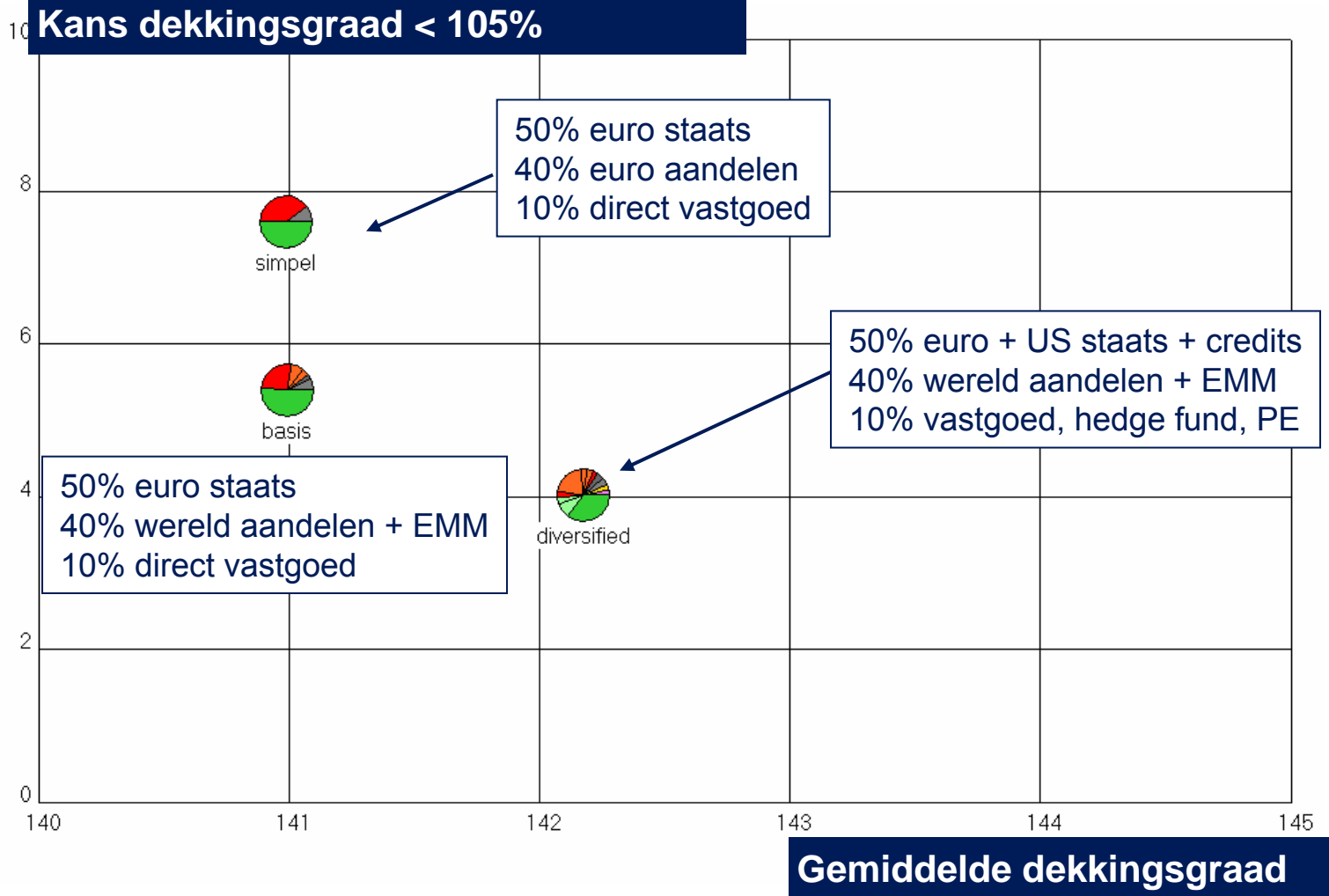


\* Fama and Schwert (1977), Fama (1981, 1990), Bodie (1976) and Lee (1992), Solnik (1983)  
\*\* Boudoukh and Richardson (1993) and Evans and Lewis (1995)

### 3. Issues bij uitbesteding

- **Implementatie** kan een significante wijziging van het rendement / risicoprofiel teweegbrengen
  - Bandbreedtes
  - Valutabeleid
  - Invulling beleggingscategorieën
  
- **Procesrisico's** bij uitbesteding:
  - Governance wordt moeilijker, want complexer 'Investment Decision Process'
  - Goede definitie vooraf is cruciaal voor de tijd en energie van het monitoren van uitbesteding achteraf
  - Het bestuur kan nooit zijn eigen verantwoordelijkheid uitbesteden!

### 3. Effect invulling beleggingscategorieën



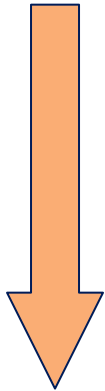
- Drie verschillende invullingen van mandaat met 50% vastrentend, 40% aandelen en 10% vastgoed die zeer verschillend uitpakken

#### ■ Klant (Fonds)

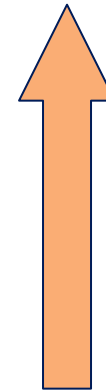
- Strategie
- Overall risk control
- Performance beoordeling FM
- Valideren fiduciaire governance proces

#### ■ Architect

(onafhankelijke consultant)



- Scope overeenkomst
- Eigen capaciteiten versus FM
- Managen “agency” probleem
- Proces continue monitoring
- Transparantie in fees



#### ■ Aannemer (Fiduciair Manager)

- maximaliseren rendement t.o.v. gekozen benchmarks
- binnen gekozen risicolimieten

- Vaststellen beleggingsbeleid pensioenfonds vereist holistische aanpak:
  - Afweging doelstellingen en risico's voor verschillende belanghebbenden
  - Afweging korte en lange termijn risico's
  - Afweging voordelen interne versus externe implementatie
  
- Verschillende invullingen van het vermogensbeheermandaat kunnen een significant effect op de resultaten hebben

## Effect implementatie beleggingsbeleid enorm

- Strategic Asset Allocation (SAA) bepaalt in hoge mate (voor 75-90%) het rendement (Brinson, e.a.; S. Bernstein).
- Onderzoek Ian Kennedy [Cambridge Associates, CFA congres 2007]: implementatie bepaalt voor 77% het verschil tussen goed en slecht presterende fondsen.

	<b>Alle fondsen 2002-2006</b>	<b>Beste 25%</b>	<b>Slechtste 25%</b>
Totaal rendement	<b>8.2</b>	<b>11.2</b>	<b>6.3</b>
rendement door SAA	6.5	7.0	5.8
rendement door implementatie	1.8	4.2	0.5