

Samenvatting van RBA-scriptie: Strategische Asset Allocatie Pensioenfondsen – Toepassing van het matching-return concept in de praktijk



Auteur

Annemiek van Vuren¹

Inleiding

De meeste pensioenfondsen hebben een matching- en een returnportefeuille. Het doel van de matchingportefeuille is het bieden van zekerheid door het repliceren van de waardeverandering van de verplichtingen. Het doel van de returnportefeuille is koopkrachtbehoud door het genereren van extra rendement ten opzichte van de nominale verplichtingen. Volgens het twee-fondsen-theorema zou het mogelijk moeten zijn om met de risicovrije matchingportefeuille en de risicovolle returnportefeuille elk gewenst risico- en rendementsprofiel van een pensioenfonds te repliceren. De procentuele verdeling tussen de return- en matchingportefeuille wordt bepaald door de risicoaversie van het fonds. Deze is afhankelijk van de risicopreferenties van de onderliggende deelnemers. De risicoaversie heeft geen invloed op de samenstelling van de matching- en de returnportefeuille. Vanuit de theorie sluit de matchingportefeuille perfect aan bij de verplichtingen, waardoor een risicovrije portefeuille ontstaat. In de praktijk zien we echter dat er binnen de matchingportefeuille meer risico wordt genomen dan op basis van de theorie wenselijk is. Dit noemen we de pension-allocation-puzzle. Onder de matchingportefeuille wordt regelmatig de hele vastrentende portefeuille opgenomen en in de returnportefeuille wordt risico weggenomen door minder risicovolle beleggingen op te nemen. Nadeel is dat door op deze manier het matching-return-concept in te vullen, beleggingsafwegingen niet in het juiste perspectief worden genomen en een suboptimale portefeuille kan ontstaan. Deze scriptie laat zien hoe pensioenfondsen in de praktijk invulling kunnen geven aan het zuivere theoretische matching-return-concept. Hierbij is de bestaande asset allocatie van Philips Pensioenfonds als voorbeeld gebruikt. De onderzoeksmethode beschrijft welke stappen een pensioenfonds moet doorlopen om tot een optimale invulling te komen.

De ideale matchingportefeuille

Allereerst wordt de ideale matchingportefeuille samengesteld. Hierbij zijn drie alternatieven bekeken:

1. Een matchingportefeuille bestaande uit swaps plus cash
2. Een matchingportefeuille bestaande uit veilige (Duitse) staatsobligaties
3. Een matchingportefeuille o.b.v. de allocatie van Philips Pensioenfonds (bestaande uit langlopende Europese en wereldwijde staatsobligaties, hypotheek en bedrijfsobligaties)

De matchingportefeuille bestaande uit swaps plus cash is de meest risicovrije portefeuille. Deze portefeuille leidde in de onderzoeksperiode 2001 – 2017 echter wel tot een iets lager rendement (-0,2%) dan de verplichtingen. Portefeuille 2 leidt tot meer risico ten opzichte van de verplichtingen omdat de rente op staatspapier anders beweegt dan de swapcurve. Het rendementsverschil was net positief (0,1%). De matchingportefeuille o.b.v. de allocatie van Philips Pensioenfonds leidt zowel tot een hoger risico als tot een hoger rendement.

De ideale returnportefeuille

Vervolgens wordt de ideale returnportefeuille samengesteld. Hierbij zijn verschillende technieken gebruikt om de gevoeligheid ten aanzien van gekozen uitgangspunten (rendementen, risico en correlaties) te verminderen. Bij de returnportefeuille staat de trade-off tussen minder zekerheid in ruil voor meer rendement centraal. De optimale returnportefeuille komt tot stand door het maximaliseren van de Sharpe ratio op portefeuilleniveau. De Sharpe ratio is gedefinieerd als het voor risico gecorrigeerde dekkingsgraadrendement. De portefeuille met de optimale Sharpe ratio (zonder aanvullende restricties en/of overlay strategieën) belegt voor een groot gedeelte in wereldwijde aandelen (72%), aangevuld met aandelen van opkomende markten (16%) en

Emerging Market Debt (12%). Categorieën als bedrijfsobligaties, hypotheek, High Yield en vastgoed vallen buiten de boot. Deze optimale returnportefeuille wijkt af van de huidige returnportefeuille van Philips Pensioenfonds waarin bewust gekozen is om meer gespreid te beleggen in de verschillende categorieën.

De totale asset allocatie

De volgens het onderzoek optimale strategische asset allocatie is het gewogen gemiddelde van de matching- en de returnportefeuille. De procentuele verdeling wordt bepaald door de risicoaversie-parameter. Hiermee is het risicoprofiel van het pensioenfonds eenvoudig aan te passen door de mate waarin het vermogen in de matching- en de returnportefeuille belegd wordt te veranderen. Door op deze manier invulling te geven worden beleggingsbeslissingen alleen binnen de returnportefeuille genomen en zodoende in een juiste context beoordeeld.

Praktische voordelen

De toepassing van het twee-fondsen-model biedt praktische voordelen. Het matching-return-model resulteert in twee beleggingsportefeuilles met afzonderlijke doelstellingen en richtlijnen, die eenvoudig kunnen worden beheerd. Dit verlaagt de complexiteit, bevordert transparantie, biedt flexibiliteit en sturingskracht. Door alle beleggingsrisico's in de returnportefeuille te nemen worden beleggingsbeslissingen weloverwogen en in het juiste perspectief genomen. Het risicoprofiel van het pensioenfonds kan bovendien eenvoudig worden aangepast door de mate waarin het vermogen in de matching- en de returnportefeuille belegd wordt te veranderen. Hierdoor is het niet nodig de portefeuilles zelf aan te passen. ■

Noot

¹ Drs. Annemiek van Vuren RBA werkt als ALM strategist bij Philips Pensioenfonds. Deze scriptie is geschreven op persoonlijke titel.