

Op 14 oktober jl. maakte staatssecretaris Klijnsma bekend dat Europese staatsobligaties met een AAA rating vrijgesteld worden van een kredietopslag voor het Vereist Eigen Vermogen (VEV) van 60 basispunten met het beoogde aangepaste Financieel Toetsingskader (FTK) in 2015. De ontwikkelingen op de Credit Default Swap (CDS-) markt sinds 2008 geven echter aan dat een dergelijke schok ook niet onredelijk was geweest voor zowel Duitse als Nederlandse staatsleningen. Voorts dienen pensioenfondsen die in hun matchportefeuilles niet alleen in Duitse en Nederlandse obligaties beleggen, maar ook in Franse staatsleningen, te besluiten of aanpassingen nodig zijn. Relevante invalshoeken hierbij zijn - naast de VEV-impact - het rendement, de correlatie met de verplichtingen, kredietrisico en concentratierisico.

60 BASISPUNTEN VEV-SCHOK AAA OBLIGATIES

Een onderdeel van het wetsvoorstel aanpassing FTK is een nieuwe methodologie voor de berekening van het VEV. Eén van de wijzigingen betreft S5; het kredietrisico. Daar waar momenteel een schok van 40% van de feitelijke credit spread wordt gehanteerd voor alle categorieën, hanteert het voorstel een vaste absolute schok per ratingklasse. Voor obligaties met een AAA rating zal een 60 basispunten schok gehanteerd worden. Dit zou ook voor Europese staatsobligaties gelden met een AAA rating, een obligatiecategorie waar veel pensioenfondsen in beleggen met als doel het afdekken van de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen.

'Uitwerking herziening berekeningssystematiek Vereist eigen vermogen'

| scenario | risicofactor | subfactor | huidig | nieuw |
|----------|--------------------------|------------------------------|--------|-----------------------|
| S1 | renterisico | factor 15 jaars rentedaling | 0,77 | 0,75 |
| | | aandelen ontwikkelde markten | 25% | 30% |
| S2 | zakelijke waarden risico | aandelen opkomende markten | 35% | 40% |
| | | private equity | 30% | 40% |
| | | vastgoed | 15% | 15% |
| S3 | valutarisico | | 20% | 15% |
| S4 | grondstoffenrisico | | 30% | 35% |
| | | AAA | 40% | 60 bps |
| S5 | kredietrisico | AA | 40% | 80 bps |
| | | A | 40% | 130 bps |
| | | BBB | 40% | 180 bps |
| | | ≤BB | 40% | 530 bps |
| S7 | Actief beheer risico | | n.v.t. | o.b.v. tracking error |

| scenario | scenario | huidige correlatie | nieuwe correlatie |
|---------------------|---------------------|--------------------|-------------------|
| S1 (renterisico) | S2 (aandelenrisico) | 0,5 | 0,4 |
| S1 (renterisico) | S5 (kredietrisico) | 0 | 0,4 |
| S2 (aandelenrisico) | S5 (kredietrisico) | 0 | 0,5 |

Bron: <http://www.rijksoverheid.nl> (Kamerstukken II 2010/11, 32 043, nr. 66)

VRIJSTELLING EUROPESE STAATSOBLIGATIES

Mede door een succesvolle 'lobby' gaf staatssecretaris Klijnsma op 14 oktober jl. aan dat Europese AAA staatsobligaties zijn vrijgesteld voor een kredietrisico-opslag. Hieronder volgt de integrale tekst van haar brief aan de Tweede Kamer (*curatief*) inclusief het commentaar van F&C:

"De opslag voor kredietrisico in het standaardmodel voor de berekening van het VEV gaat uit van een gespreide portefeuille met AAA papier. Ook AAA staatspapier kent een kredietrisico, al is dit naar verhouding zeer gering. Een beperkte vrijstelling voor Europese landen is daarom verantwoord, mede ook vanwege het ontbreken van valutarisico."

COMMENTAAR F&C:

- Voor valutarisico bevat de VEV-formule reeds een afzonderlijke S3. Dit is dus geen argument om een land wel/niet in S5 (kredietrisico) mee te nemen.
- Ook voor Europese AAA bedrijfsobligaties geldt dat er geen valutarisico is, dus waarom dit onderscheid?

"Voor de categorie AA obligaties, waar AA+ obligaties onder vallen, moeten pensioenfondsen een risico-opslag aanhouden. Nederland heeft momenteel alleen een AA+ status bij kredietbeoordelaar S&P. Bij de kredietbeoordelaars Fitch en Moody's heeft Nederland echter wel de hoogste (AAA) kredietstatus. Bij de nadere uitwerking van de vaststelling van het VEV wordt daarom op basis van de huidige situatie voor Nederlands staatspapier geen risico-opslag toegepast."

COMMENTAAR F&C:

- Staatssecretaris Klijnsma is blijkbaar beter in staat om een kredietwaardigheidsoordeel te vellen dan S&P.
- Het is opmerkelijk dat de Nederlandse overheid zichzelf een AAA label mag toewijzen.
- Stel dat Nederlandse staatsobligaties in het komende jaar door alle ratingbureaus afgewaardeerd worden tot AA; wat is dan maatgevend? De ratings of het oordeel vanuit Den Haag?
- Inconsistentie: Nederland wordt expliciet benoemd, maar Oostenrijk en Finland niet. Deze landen hebben net als Nederland een AAA rating volgens Moody's en Fitch, maar een AA+ rating volgens S&P. Het is onduidelijk hoe met obligaties van deze landen omgegaan moet worden bij de berekening van het VEV.
- In plaats van een expliciet oordeel, zou een formule beter zijn geweest; bijvoorbeeld het gemiddelde, de mediaan of de hoogste/laagste van de beschikbare ratings.

"Nu voor Nederlandse staatsobligaties geen risico-opslag zal gelden, verwacht ik geen vlucht naar rentederivaten."

SCHOK VOOR NEDERLAND EN DUITSLAND NOG MILD VANUIT HISTORISCH PERSPECTIEF

De VEV-toets streeft een zekerheid na van 97,5%, oftewel: een schok die slechts eens in de 40 jaar optreedt. Sinds 2008 hebben de CDS-spreads voor zowel de Duitse als de Nederlandse overheid echter al 2 keer grotere schokken laten zien dan 60 basispunten. Zo liep de 10-jaars CDS-spread op de Nederlandse overheid na het omvallen van Lehman in korte tijd op van enkele basispunten tot 126 basispunten. In 2011 bereikte de spread tijdelijk zelfs een piek van 164 basispunten.

10-jaars CDS-spread Nederlandse overheid (2006-2014)



Bron: F&C, Bloomberg, 29 oktober 2014

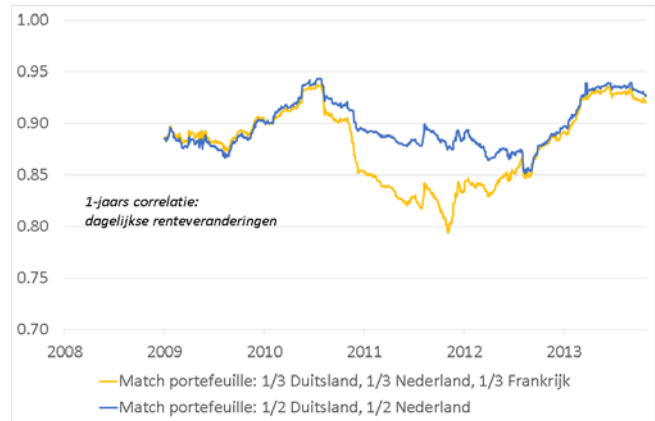
Kortom, een 60 basispunten schok is nog mild vergeleken met het werkelijke spreadrisico in de afgelopen jaren. Tevens neemt het kredietrisico juist toe op momenten dat de risicovrije rente daalt (een stapeling van risico's vanuit het perspectief van een pensioenfonds). Al met al zou een dergelijke VEV-schok voor Europese obligaties met een AAA rating naar de mening van F&C niet onterecht zijn geweest.

IMPACT MATCHPORTEFEUILLES

Menig pensioenfonds in Nederland bezit een matchportefeuille bestaande uit staatsobligaties van Duitsland, Nederland en Frankrijk. De eerste twee landen worden nu vrijgesteld van een VEV-opslag. Franse staatsobligaties kennen echter een rating van AA, waarvoor wel een spreadopslag zal gelden van 80 basispunten. De vraag is of matchportefeuilles aangepast dienen te worden, bijvoorbeeld door alleen te beleggen in Duits en Nederlands staatspapier. Verschillende perspectieven spelen een rol: VEV, rendement, samenhang met de verplichtingen, kredietrisico en concentratierisico. Sommige invalshoeken spreken in het voordeel van Franse leningen, andere juist weer niet. De uiteindelijke keuze is fondsspecifiek, afhankelijk van het belang dat aan elk perspectief wordt toegekend.

- **VEV**
een matchportefeuille inclusief Franse staatsleningen zal resulteren in een VEV die enkele tientallen basispunten tot zelfs een procentpunt hoger uitvalt dan in het geval van een matchportefeuille die alleen bestaat uit Duits en Nederlands papier.
- **Rendement**
zonder Franse staatsleningen valt het rendement van de matchportefeuille echter al snel ruim tien basispunten lager uit.
- **Correlatie met de verplichtingen**
toen in 2012 de Franse overheid haar AAA rating verloor bij zowel S&P als Moody's, liep het rendement van Franse leningen uit de pas met Europese renteswaps (en dus de pensioenverplichtingen). Inmiddels is de samenhang weer toegenomen. Zo kent een portefeuille bestaande uit 10-jaars obligaties met een gelijke verdeling over Duits, Nederlands en Frans papier momenteel een correlatie van 0,92 met de ontwikkeling van de 10-jaars Euro swaprente (1-jaars correlatie dagelijkse renteveranderingen). De correlatie van een portefeuille bestaande uit alleen Duitse en Nederlandse staatsobligaties (beide met een gewicht van 50%), kent slechts een fractioneel hogere correlatie (0,93).

Correlatie matchportefeuille versus de 10-jaars Euro swaprente



Bron: F&C, Bloomberg, 29 oktober 2014

- **Kredietrisico**
het kredietrisico van een portefeuille inclusief Frankrijk is iets hoger dan een portefeuille exclusief Frankrijk. Beseft moet worden dat ook Nederlandse staatsleningen niet risicovrij zijn, wat blijkt uit de AA+ rating van S&P (sinds november 2013) en de ontwikkeling van de 10-jaars CDS-spread in recente jaren.
- **Concentratierisico**
een portefeuille bestaande uit alleen Duitse en Nederlandse staatsleningen kent een groter concentratierisico.

SAMENVATTING

Er was veel te doen om de voorgestelde VEV-schok van 60 basispunten die ook zou gelden voor Europese staatsobligaties met een AAA rating. Vanwege de vrees dat pensioenfondsen noodgedwongen uit obligaties zouden stappen en renteswaps zouden aangaan binnen hun matchportefeuille, heeft staatssecretaris Klijnsma op 14 oktober jl. besloten, dat Europese staatsleningen met een AAA rating zijn vrijgesteld. Dit geldt ook expliciet voor Nederlandse staatsobligaties, ondanks dat S&P inmiddels een AA+ rating toekent aan de Nederlandse overheid.

Kijkend naar de ontwikkeling van de kredietopslagen van zowel de Duitse als de Nederlandse overheid sinds 2008, zou een 60 basispunten schok niet los van de werkelijkheid zijn en zelfs mild genoemd kunnen worden.

Nu de vrijstelling waarschijnlijk een feit is, zullen pensioenfondsen met matchportefeuilles, die naast Nederlandse en Duitse obligaties ook Franse obligaties bevatten, hun portefeuille onder de loep moeten nemen. Perspectieven die hierbij een rol spelen naast de VEV-impact zijn rendement, correlaties, kredietrisico en concentratierisico.

F&C is van mening, dat ondanks de VEV-impact, Franse staatsleningen nog steeds een rol dienen te spelen in matchportefeuilles. De correlatie met de verplichtingen is goed, het vermindert het concentratierisico en er staat extra rendement tegenover.