

Liability Driven Solutions

Renterisico onder controle



Inhoud

Samenvatting	3
1. Het belang van renteafdekking	4
1.1 Renterisico	4
1.2 Solvabiliteitsbeslag	5
2. Het Strategic Liability Matching (SLM) fonds	6
2.1 Doelstelling	6
2.2 Passief karakter	6
2.3 Consequenties UFR	6
2.4 Structuur SLM fonds	6
2.5 Buffer	7
2.6 Renteswaps	7
2.7 Effectiviteit	8
2.8 Benchmark	9
3. Bijstortingen, afomingen en mandaatrestricties	10
3.1 Bijstortingen en afomingen	10
3.2 Precieze bepaling grenzen	11
3.3 Praktische aspecten	13
3.4 Effect op de totale rentegevoeligheid	13
3.5 Overige mandaatrestricties	14
4. Mitigatie tegenpartijrisico	16
4.1 Tegenpartijrisico	16
4.2 Praktische uitwerking van de onderpandregeling	16
4.3 Toegestaan onderpand en waarderingscurve	16
5. Invloed van EMIR op het SLM fonds	17
5.1 Ontwikkelingen in het kader van EMIR	17
5.2 Impact op het SLM fonds	17
6. Bijsturing renteafdekking en rapportage	20
6.1 Matching & Monitoring	20
6.2 Asset & Liability Dashboard	21

Samenvatting

Uw renterisico onder controle

Een van de belangrijkste marktrisico's voor pensioenfondsen is renterisico. Renterisico ontstaat doordat de looptijd van pensioenverplichtingen van nature langer is dan de looptijd van pensioenbeleggingen. De uitkeringen die een pensioenfonds aan zijn deelnemers moet doen liggen over het algemeen namelijk ver in de toekomst, terwijl de inkomsten uit de pensioenbeleggingen veelal een kortere looptijd hebben. Hierdoor hebben pensioenverplichtingen een hogere rentegevoeligheid dan de beleggingen. Dit verschil in rentegevoeligheid leidt bij renteveranderingen tot een volatiele dekkingsgraad. Hiervoor moet dan ook extra kapitaal worden aangehouden onder de regels van het Financieel Toetsingskader (FTK).

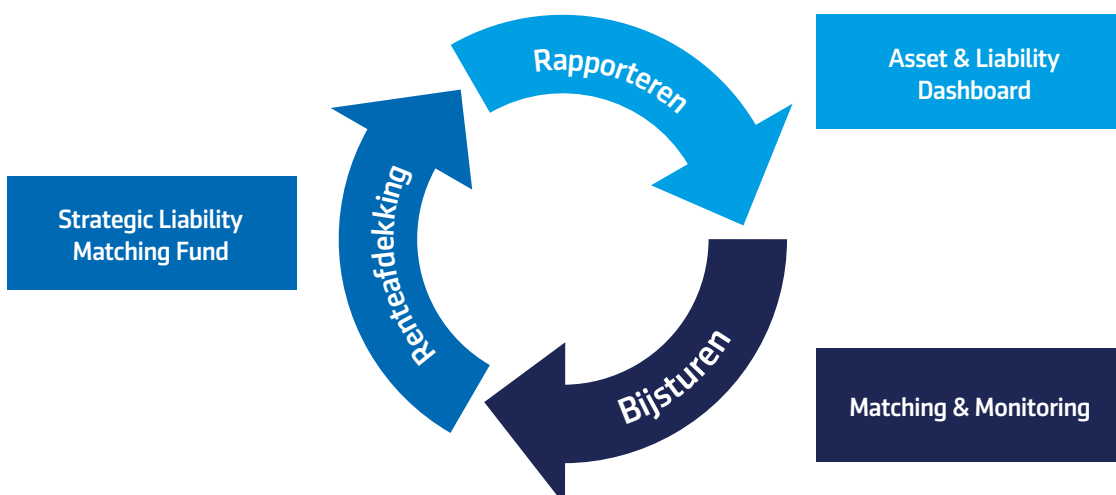
Met ons AeAM Strategic Liability Matching (SLM) fonds kan renterisico worden afgedekt.. Dit fonds gebruikt renteswaps om de rentegevoeligheid van de beleggingen zo goed mogelijk af te stemmen op de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Dit zorgt ervoor dat de waardeontwikkeling van de beleggingen, als gevolg van renteveranderingen, in de gewenste mate meebeweegt met de waardeontwikkeling van de verplichtingen.

Beleggen in het SLM fonds is een efficiënte manier om het renterisico te beperken. Zo zorgt de structuur van dit fonds ervoor dat de strategische beleggingsportefeuille slechts in beperkte mate hoeft te worden aangepast. Hierdoor resteert een groot deel van de portefeuille voor overige beleggingscategorieën, zoals vastrentende of zakelijke waarden. Daarnaast biedt het SLM fonds, door aan- en verkoop van participaties, de mogelijkheid om de afdekking van het renterisico flexibel bij te sturen indien de pensioenverplichtingen wijzigen.

Het SLM fonds bieden wij aan in combinatie met de zogenaamde Matching & Monitoring service. Hierbij wordt periodiek geëvalueerd of de afdekking van het renterisico nog binnen de afgesproken grenzen ligt. Als dit niet het geval is wordt de mate van afdekking weer teruggebracht naar het gewenste percentage. Hiervoor worden participaties in het SLM fonds aangekocht of verkocht. Zodat de renteafdekking in lijn blijft met het beleggingsmandaat.

U kunt de renteafdekking daarnaast in detail volgen via het Asset & Liability Dashboard. In deze rapportage wordt de ontwikkeling van de renteafdekking door de tijd gevolgd. Ook wordt geëvalueerd hoe goed de afdekking van het renterisico in de praktijk is geweest. Dit wordt gedaan door de werkelijke waardeontwikkeling van de verplichtingen en de (vastrentende) beleggingen met elkaar te vergelijken.

In de illustratie hieronder is schematisch weergegeven hoe Aegon Asset Management uw renterisico bijstuurt en hoe hierover gerapporteerd wordt.



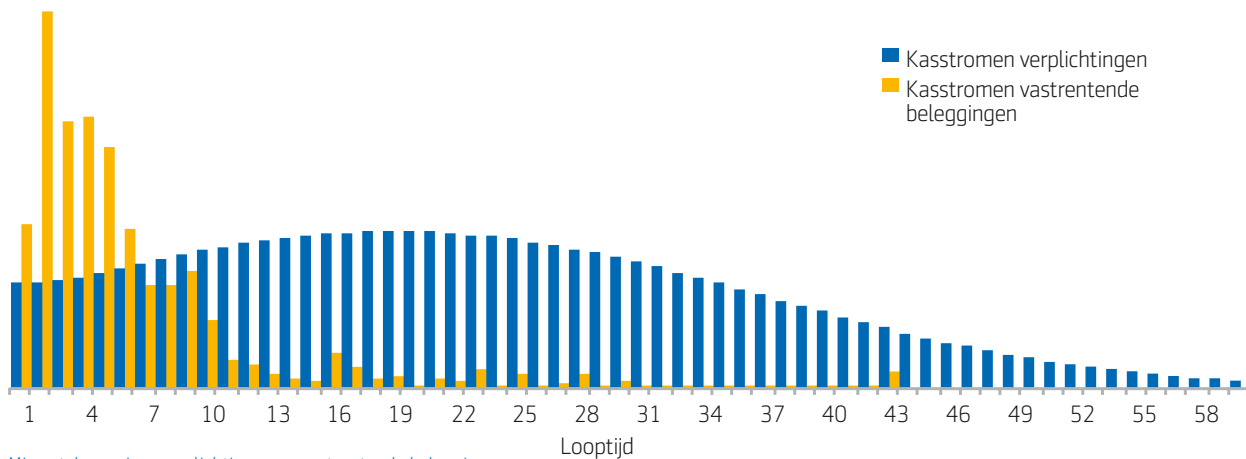
Samenvattend heeft onze oplossing voor renterisico de volgende voordelen:

- Efficiënte wijze van afdekking van het renterisico
- Alle juridische afspraken met andere partijen worden geregeld door het fonds
- Frequente monitoring van de mate van renteafdekking (en indien nodig bijsturing)
- Gedetailleerde rapportages
- Strategische allocatie naar andere beleggingscategorieën kan grotendeels intact blijven

1. Het belang van renteafdekking

1.1. Renterisico

Een van de belangrijkste marktrisico's voor pensioenfondsen is renterisico. Renterisico ontstaat doordat de looptijd van pensioenverplichtingen van nature langer is dan de looptijd van pensioenbeleggingen. In onderstaande figuur hebben wij dit geïllustreerd. De uitkeringen die een pensioenfonds aan zijn deelnemers moet doen liggen vaak ver in de toekomst, terwijl de inkomsten uit de pensioenbeleggingen meestal een kortere looptijd hebben. Hierdoor hebben pensioenverplichtingen een hogere rentegevoeligheid ("duratie") dan de beleggingen. Dit verschil in rentegevoeligheid leidt bij renteveranderingen tot een volatiele dekkingsgraad.



Mismatch pensioenverplichtingen en vastrentende beleggingen.

Een duratie van de pensioenverplichtingen van 15 jaar betekent bijvoorbeeld dat bij een daling van de rentecurve¹ met 1%-punt de marktwaarde van de verplichtingen met ongeveer 15% stijgt. Tegenover deze pensioenverplichtingen staan vaak beleggingen met een lagere duratie. In de onderstaande figuur zien we dat bij een duratie van de beleggingen van 5 jaar een rentedaling van 1%-punt resulteert in een stijging van de marktwaarde van de beleggingen met ongeveer 5%. Effectief neemt de dekkingsgraad in marktwaarde dus sterk af bij een rentedaling.

Balans			
Aandelen	20	Voorziening (duratie 15)	100
Obligaties (duratie 5)	100	Eigen vermogen	20
	120		120

Marktwaarde dekkingsgraad daalt van 120% naar 109%

Balans na 1% punt rentedaling			
Aandelen	20	Voorziening (duratie 15)	115
Obligaties (duratie 5)	105	Eigen vermogen	10
	125		125

Voorbeeld van het effect van een rentedaling van 1%-punt op de marktwaarde dekkingsgraad.

Doordat het renteniveau meestal hoger ligt bij langere looptijden wordt een rente-mismatch niet beloond met een hoger rendement. Daarom is het vanuit strategisch oogpunt aantrekkelijk om het renterisico af te dekken door de duratie van de beleggingen te verlengen. Hierdoor worden de beleggingen meer afhankelijk gemaakt van de lange rente zodat de waardeontwikkeling van beleggingen als gevolg van renteveranderingen in lijn is met die van de verplichtingen. De rentegevoeligheid van de beleggingen is dan dus beter afgestemd op de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Op deze manier zal de volatiliteit van de dekkingsgraad worden beperkt.

1. De rentecurve is een grafische weergave van de relatie tussen renteniveau en looptijd. Bij een normale rentecurve is de rente op langlopende leningen (de lange rente) hoger dan de rente op kortlopende leningen (de korte rente). Bij een inverse rentecurve is de korte rente daarentegen juist hoger dan de lange rente.

1.2. Solvabiliteitsbeslag

Naast een volatielere dekingsgraad leidt renterisico ook tot hogere solvabiliteitseisen voor pensioenfondsen onder het Financieel ToetsingsKader (FTK). De solvabiliteitstoets onder het FTK stelt dat pensioenfondsen met een hoge kans aan hun nominale verplichtingen moeten kunnen voldoen. Daarom moet voldoende bufferkapitaal aanwezig te zijn om binnen een periode van één jaar een aantal extreem negatieve schokken in de financiële markten op te kunnen vangen. Renterisico op de balans zorgt er dus voor dat pensioenfondsen verplicht zijn om hiervoor extra eigen buffervermogen aan te houden. Omgekeerd leidt een beperking van het renterisico ertoe dat de solvabiliteitseisen vanuit de toezichthouder lager worden. Ter illustratie: voor een pensioenfonds met een balans zoals in bovenstaande figuur moet onder FTK een rentebuffer worden aangehouden van ongeveer 10. Dit is de helft van het aanwezige eigen vermogen van 20. Deze rentebuffer daalt sterk als het renterisico wordt afgedekt. De vrijgemaakte buffer kan bijvoorbeeld worden ingezet om te beleggen in zakelijke waarden om extra rendement te genereren.

2. Het Strategic Liability Matching (SLM) fonds

2.1 Doelstelling

De doelstelling van het AeAM Strategic Liability Matching (SLM) fonds is om het renterisico voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds zo goed mogelijk af te dekken tegen zo laag mogelijke kosten. Het fonds dekt renterisico af in vergelijking met de marktrente. Dat wil zeggen de euro swap curve in de rentemarkt, exclusief driemaandsmiddeling en de Ultimate Forward Rate (UFR).² Het curverisico wordt hierbij zoveel mogelijk geminimaliseerd.

2.2 Passief karakter

Het SLM fonds heeft een passief karakter; er wordt geen actief rentebeleid gevoerd. Hierdoor blijven de transactiekosten zo laag mogelijk. De marktwaarde en rentegevoeligheid van het fonds bewegen gedurende het jaar mee met de rentes in de euro swap markt, net zoals de marktwaarde en rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen. Eenmaal per jaar wordt het SLM fonds opnieuw geijkt op basis van de verplichtingenkasstromen van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds. Hiervoor maken we gebruik van de meest actuele beschikbare informatie van De Nederlandsche Bank (DNB).

2.3 Consequenties UFR

De doelstelling van het SLM fonds is om het renterisico op de balans van een pensioenfonds te verminderen. Hierbij gaan wij er vanuit dat de beleggingen en de verplichtingen op de pensioenbalans op marktwaarde zijn gewaardeerd. Als de verplichtingen worden gewaardeerd en afgedekt op basis van een ultimate forward rate (UFR) curve neemt de rentegevoeligheid van de langlopende verplichtingen af.³ Met dit effect wordt geen rekening gehouden binnen het SLM fonds of binnen de Matching & Monitoring service.

2.4 Structuur SLM fonds

De onderstaande figuur toont onze SLM oplossing vanuit het perspectief van uw totale beleggingsportefeuille. Het SLM fonds bestaat uit een "buffer" van staatsobligaties (en eventueel kasgeld) en een portefeuille van renteswaps (en eventueel rentefutures). De renteswaps worden gebruikt om het renterisico af te dekken. Voor deze instrumenten is een beperkte initiële investering nodig. Het renterisico wordt door de renteswaps dus met een zogenaamde "hefboom" afgedekt. Het gevolg hiervan is dat maareen klein deel van uw portefeuille moet worden belegd in het SLM fonds om de gewenste mate van renteaafdekking te bereiken. Hierdoor is een groot deel van de portefeuille over voor beleggingen in andere beleggingscategorieën, zoals vastrentende of zakelijke waarden.



Grafische weergave structuur SLM fonds binnen uw portefeuille.

2. Om precies te zijn: we dekken het renterisico af ten opzichte van de zero-coupon euro zero swap curve o.b.v. jaarlijks samengestelde rentes, in lijn met het DNB memorandum "Vaststelling methode rentetermijnstructuur" d.d. 10 maart 2005.
3. Voor een uitgebreide analyse: zie David van Bragt en Erica Slagter, "Ultimate forward rate: The way forward?", VBA Journaal, jaargang 28, nummer 111, najaar 2012. Het advies van de commissie UFR is te vinden via <http://www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/rapporten/2013/10/11/advies-commissie-ufr.html>.

Door het gebruik van renteswaps is het dus niet nodig om het renterisico af te dekken door een groot gedeelte van de portefeuille te beleggen in langlopende obligaties. Dit is een voordeel, omdat deze obligaties maar door een beperkt aantal partijen worden uitgegeven, zoals door overheden, telecom- en nutsbedrijven.

Bij de volledige implementatie van de "European Market Infrastructure Regulation" (EMIR) regelgeving voor niet-beursgenoteerde derivaten moet overigens een initiële marge worden aangehouden voor swapcontracten. Hier wordt rekening mee gehouden binnen het SLM fonds door te zorgen dat een voldoende grote buffer in het fonds aanwezig is. Meer informatie over EMIR (en de impact van EMIR op het SLM fonds) vindt u in hoofdstuk 5.

2.5 Buffer

De waarde van een participatie in het SLM fonds is sterk afhankelijk van de marktrente. In de praktijk zal de waarde van een participatie stijgen als de rente daalt en andersom. Om waardedalingen (door rentestijgingen) op te kunnen vangen belegt het SLM fonds niet alleen in renteswaps (en eventueel rentefutures), maar ook in instrumenten die als buffer fungeren. Deze buffer bestaat met name uit Europese staatsobligaties met een hoge rating. Kasgeld kan ook gebruikt worden als buffer. De kaspositie moet liggen tussen -50% en 100% van het fondsvermogen. Als die limiet wordt overschreden moet deze binnen 3 dagen worden opgelost.

Binnen het SLM fonds wordt voor de staatsobligaties hetzelfde beleggingsbeleid gehanteerd als binnen het AeAM Core Eurozone Government Bond Index fonds. Dit betekent dat het SLM fonds vooral belegt in staatsobligaties van Eurozone landen met een AAA rating. Er wordt alleen belegd in Europese staatsobligaties met een rating lager van AAA indien er niet voldoende AAA landen zijn die gezamenlijk minimaal 50% van het bruto binnenlands product van de Eurozone beslaan. De minimale rating van de overige Eurozone landen waarin belegd kan worden is AA-.⁴ Bij een overschrijding van deze ratinglimiet moeten de betreffende obligaties binnen 3 maanden te worden verkocht.

Het SLM fonds kan gebruik maken van zogenaamde "repo-transacties".⁵ Dit heeft de volgende reden. Door renteveranderingen kunnen de marktwaardes van de swaps in het fonds negatief worden. In deze situatie moet onderpand in de vorm van kasgeld op een rekening van de tegenpartij van de swap worden gestort. Een randvoorwaarde binnen het SLM fonds is echter om de kaspositie binnen het mandaat te houden. Een tweede doel is om de rentegevoeligheid van de buffer gelijk te houden aan de (obligatie)benchmark van het AeAM Core Eurozone Government Bond Index fonds. Door repo-transacties kunnen beide doelstellingen worden bereikt. Met een repo worden obligaties namelijk uitgeleend in ruil voor kasgeld. Het verschuldigde onderpand kan uit de vrijgekomen middelen van de repo worden betaald waardoor de kaspositie binnen het mandaat gehouden kan worden, terwijl de rentegevoeligheid van het fonds behouden blijft omdat de obligaties niet verkocht moeten worden.

2.6 Renteswaps

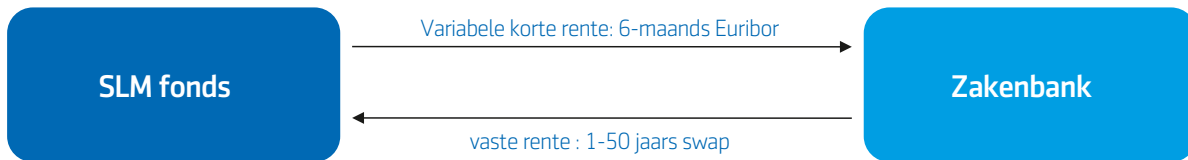
Het SLM fonds bestaat naast de buffer uit een breed gespreide portefeuille van renteswaps (en eventueel rentefutures). Renteswaps worden, zoals gezegd, gebruikt voor het afdekken van het renterisico omdat een beperkte initiële investering nodig is en vanwege de beperkte beschikbaarheid van zeer langlopende obligaties. In de swapmarkt bestaat wel voldoende liquiditeit, ook voor de langere looptijden. Als gevolg hiervan zijn de transactiekosten voor swaps beperkt.

Met renteswaps zorgt het SLM fonds ervoor dat de rentegevoeligheid van de beleggingen in voldoende mate wordt aangepast. Een renteswap is een financieel instrument waarbij twee partijen afspreken om gedurende een bepaalde periode rentebetalingen overneemende bepaalde hoofdsom uit te wisselen. Zie de onderstaande figuur voor een vereenvoudigde weergave van de werking van een renteswap. In het geval van het SLM fonds gaat Aegon meerdere renteswaps aan met verschillende zakenbanken (met een hoge rating).

4. Zie de factsheet van het AeAM Core Eurozone Government Bond Index fonds voor meer informatie.

5. "Repo" is een afkorting voor "repurchasing".

Swaps



Vereenvoudigde weergave van de werking van een renteswap.

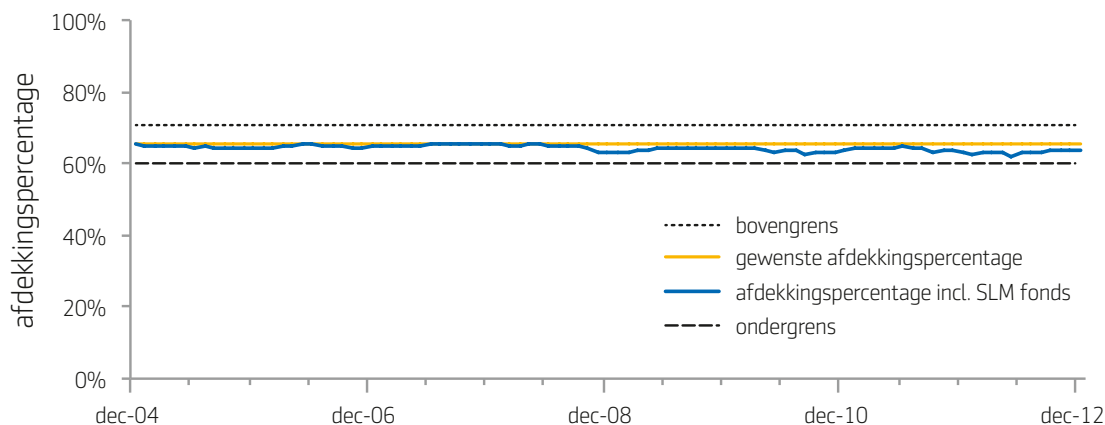
Participatie in het SLM fonds biedt een eenvoudiger oplossing dan het zelf aangaan van swapcontracten. Dit laatste vereist namelijk veel juridische documentatie en afspraken met andere partijen, bijvoorbeeld over het geven van onderpand. Voor deelnemers aan het SLM fonds verzorgen wij deze documentatie en afspraken. Wij zorgen er ook voor dat het fonds voldoet aan de EMIR regelgeving voor rentederivaten.

Als een pensioenfonds het renterisico wil afdekken neemt het een swappositie in die de variabele (6-maands) rente betaalt en in ruil daarvoor een vaste (lange) rente ontvangt. Deze swapcontracten worden ook wel “receiver” swaps genoemd. In feite laten pensioenfondsen zo de waarde van hun beleggingen sterker afhangen van de (lange) rente die ook gebruikt wordt voor de waardering van de verplichtingen. Hierdoor hebben veranderingen van de markrente minder invloed op de financiële positie van het pensioenfonds.

Voor korte looptijden kan overigens ook sprake zijn van een te grote rentegevoeligheid van de beleggingen (ten opzichte van de verplichtingen). Dit komt doordat de kasstromen van de obligatie- en creditobligaties met name plaatsvinden bij korte en middellange looptijden (tussen de 1 en 15 jaar). In dit geval kan het dus nodig zijn om de rentegevoeligheid van de beleggingen voor de kortere looptijden te verminderen. Dit is ook mogelijk met swapcontracten, namelijk door de vaste rente te betalen en de variabele rente te ontvangen. Deze swapcontracten worden ook wel “payer” swaps genoemd. In het SLM fonds kunnen dus zowel “payer” swaps (voor korte looptijden) als “receiver” swaps (voor lange looptijden) voorkomen.

2.7 Effectiviteit

De rentegevoeligheid van het SLM fonds wordt, zoals gezegd, gebaseerd op de benodigde rentegevoeligheid voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds. Hierbij baseren we ons op de beschikbare verplichtingenkasstromen van DNB. De volgende figuur laat de effectiviteit van het SLM fonds zien aan de hand van een historische simulatie. In deze simulatie gaan we voor de eenvoud uit van een pensioenfonds dat geheel is belegd in staatsobligaties en gebruikt maakt van het SLM fonds om het renterisico af te dekken. Dit pensioenfonds heeft een duratie van de verplichtingen van ongeveer 19. Het gewenste afdekkingspercentage is in dit voorbeeld 65%. Tevens wordt een bandbreedte van +/- 5%-punt gehanteerd. De resultaten laten zien dat het afdekkingspercentage inclusief het SLM fonds zeer dicht bij de 65% blijft.



Historische simulatie van het afdekkingspercentage voor een pensioenfonds dat gebruik maakt van het SLM fonds.

Voor zeer rijpe of jonge pensioenfondsen zullen de afwijkingen groter zijn, omdat het SLM fonds wordt geijkt op de verplichtingen van een gemiddeld pensioenfonds. In de praktijk zal dit echter geen groot probleem zijn. De Matching & Monitoring service evalueert namelijk periodiek het afdekkingspercentage en stuurt, als dat nodig is, de renteafdekking automatisch bij voor pensioenfondsen met een niet-gemiddeld verplichtingenprofiel.

2.8 Benchmark

Het fonds heeft geen performance benchmark. Er wordt namelijk geen actief beleid gevoerd om extra performance te behalen. Voor de aansturing van de rentegevoeligheid wordt wel een benchmark gebruikt. Deze benchmark wordt op maat gemaakt door Bank of America Merrill Lynch (BAML). We baseren de benchmark op de verplichtingenkasstromen voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds, conform de beschikbare gegevens van DNB. Deze analyse wordt minimaal eenmaal per jaar herhaald op basis van de meest actuele gegevens van DNB.

De benchmark bestaat uit twee componenten voor de bufferbeleggingen en de renteswaps. De benchmark voor de bufferbeleggingen is identiek aan de benchmark voor het AeAM Core Eurozone Government Bond Index fonds. De benodigde rentegevoeligheid voor de renteswaps wordt gemeten m.b.v. een reeks swapindices van BAML. Hierbij wordt uitgegaan van couponbetalende swaps met als looptijd 2, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35 en 40 jaar. In totaal bestaat de SLM benchmark dus uit 1 index voor de buffer en 9 indices voor de renteswaps.

Met deze benchmark kan de gewenste rentegevoeligheid van een SLM participatie worden bepaald. Dit geldt zowel voor de totale rentegevoeligheid als voor de rentegevoeligheid voor verschillende segmenten van de rentecurve. Hierbij geldt dat de totale rentegevoeligheid van het fonds maximaal +/-2,5% mag afwijken van de benchmark. Bij een overschrijding van deze limiet, door bijvoorbeeld grote toe- of uitstroom in het fonds, moet binnen 3 werkdagen weer aan deze limiet worden voldaan.

Voor de looptijden 2 en 5 jaar is verder een maximale afwijking van +/-1,5% toegestaan ten opzichte van de totale rentegevoeligheid van de benchmark.⁶ Voor looptijden groter of gelijk aan 10 jaar is de maximaal toegestane afwijking +/-5%. Een overschrijding van een of meerdere van deze limieten, bijvoorbeeld door grote toe- of uitstroom in het SLM fonds, moeten binnen 1 maand weer binnen de limiet vallen.

6. De rentegevoeligheid tussen 2 looptijdpunten van de benchmark wordt pro rata toegekend aan de twee aangrenzende looptijden van de benchmark. De rentegevoeligheid voor het 7-jaars punt wordt bijvoorbeeld voor 60% toegerekend aan het 5-jaars punt en voor 40% aan het 10-jaars punt.

3. Bijstortingen, afromingen en mandaatrestricties

3.1 Bijstortingen en afromingen

De waarde van een participatie in het SLM fonds is sterk afhankelijk van de marktrente. Om waardedalingen (door rentestijgingen) op te kunnen vangen belegt het SLM fonds niet alleen in renteswaps, maar ook in instrumenten die als “buffer” fungeren. Deze buffer bestaat met name uit Europese staatsobligaties met een hoge rating (en eventueel kasgeld). Naast deze buffer (in het SLM fonds) moet ook een voldoende grote obligatieportefeuille buiten het SLM fonds aanwezig zijn. Als de koers van het SLM fonds te laag is wordt namelijk geld bijgestort in het SLM fonds vanuit deze obligatieportefeuille.

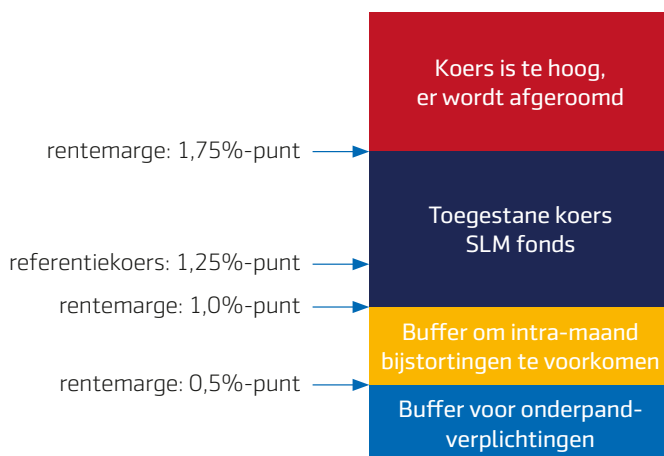
Een andere mogelijkheid is om binnen het SLM fonds een grotere buffer aan te houden, zodat geen extra buffer meer nodig zou zijn in de andere obligatiefondsen. Dit beperkt uw mogelijkheden voor het voeren van actief beleid omdat in dit geval een groot gedeelte van de obligaties passief wordt belegd in staatsobligaties (binnen het SLM fonds). Het aanhouden van een beperkte buffer in het SLM fonds geeft dus een maximale vrijheid om het resterende geld naar keuze te beleggen in obligatiefondsen.

Om te voorkomen dat het SLM fonds een te lage waarde krijgt zijn bij de oprichtingsdatum van dit fonds twee ondergrenzen voor de koers van een SLM participatie vastgesteld:

1. De laagste ondergrens geeft het koersniveau weer waarbij direct (ook intra-maand) wordt bijgestort vanuit de obligatieportefeuille (buiten het SLM fonds). Deze ondergrens is bij de oprichting van dit fonds zo vastgesteld dat een rentestijging van 0,5%-punt nog kan worden opgevangen binnen het fonds. Dit is vereist in verband met het onderpand dat onder EMIR bij het clearing house moet worden gestort voor de renteswaps.
2. Op maandeinde moet een extra rentemarge van 0,5%-punt beschikbaar zijn in vergelijking met het niveau waarop direct moet worden bijgestort (dus een totale rentemarge van 1%-punt). Als dit niet het geval is wordt op maandeinde ook geld bijgestort. Hierdoor is de kans op intra-maand bijstortingen kleiner dan 1%.⁷ Bijstortingen zullen in de praktijk dan ook vrijwel altijd op maandeinde plaatsvinden.

Bijstortingen vinden altijd plaats naar een zogenaamde “referentievoers”. Bij de referentievoers kan een rentestijging van 1,25%-punt worden opgevangen. Indien de koers van de participaties zo hoog is dat een rentestijging van (meer dan) 1,75%-punt kan worden opgevangen vindt afroming plaats vanuit het SLM fonds naar de staatsobligatieportefeuille (buiten het SLM fonds) totdat de referentievoers weer is bereikt. Dit om te voorkomen dat de allocatie naar het SLM fonds te groot wordt. Dit zou ten koste gaan van de strategische verhoudingen binnen de totale beleggingsportefeuille.

Dit is weergegeven in deze figuur.



Schematische weergave van de benodigde rentebuffers voor het SLM fonds.

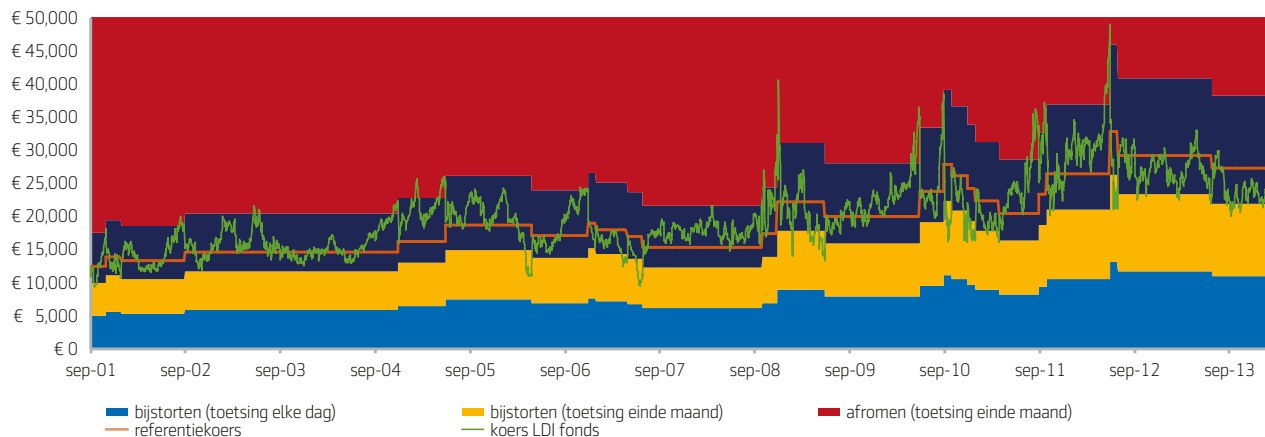
Het is verder van belang om op te merken dat de intra-maand ondergrens van 0,5%-punt kan worden aangepast, bijvoorbeeld door wijzigingen in de EMIR regelgeving of een verandering van de marktvolatiliteit. In dat geval worden de andere grenzen ook aangepast. Als voorbeeld: per 1 oktober 2016 is de intra-maand ondergrens met 0,35%-punt verhoogd, dus van 0,5%-punt naar 0,85%-punt. In dit geval wordt de ondergrens aan het einde van de maand ook verhoogd, en wel van 1,0%-punt naar 1,35%-punt. Hetzelfde geldt voor de referentievoers (van 1,25%-punt naar 1,6%-punt) en de bovengrens aan het einde van de maand (van 1,75%-punt naar 2,1%-punt).

N.B. In de rest van de brochure gaan we verder uit van de koersgrenzen ten tijde van de oprichting van het SLM fonds.

7. Dit blijkt uit een statistische analyse van maandelijkse swaprentes tussen augustus 2001 en januari 2014. Hierbij is ook enige prudentie toegepast, waardoor de rentemarge van 0,5%-punt conservatief is.

3.2 Precieze bepaling grenzen

De verschillende grenzen voor de koers van een SLM participatie worden steeds opnieuw bepaald op het moment van een afroming en bijstorting. In de tussenliggende periodes zijn deze grenzen vaste eurobedragen. In de onderstaande figuur is het effect van afromen en bijstorten op de koers van het SLM fonds weergegeven. Dit is gedaan in een historische simulatie van augustus 2001 tot en met januari 2014. Als de koers op maandeinde niet in het groene gebied ligt vindt geen aanpassing van de koers plaats. In het blauwe gebied wordt afgeroomd; in het oranje gebied wordt aan het einde van de maand bijgestort. Het rode gebied, waarin direct moet worden bijgestort, is nooit bereikt.



Historische simulatie van de koers van een SLM participatie. Duidelijk zichtbaar is de periodieke aanpassing van de SLM koers door bijstortingen en afromingen.

In totaal zijn er in deze historische periode van 149 maanden 12 bijstortingen geweest en 12 afromingen. Ongeveer tweemaal per jaar is de koers dus bijgestuurd. In het algemeen is de frequentie van de bijsturing natuurlijk afhankelijk van de volatiliteit en de trend van de renteontwikkeling.

De verschillende grenzen (in euro's) worden dus als volgt bepaald:

- Bepaal het effect van een parallelle daling van de swap rentecurve met 1 basispunt (0.01%-punt) op de waarde van de renteswaps in 1 SLM participatie. Dit noemen we de "swap DV01"^{8,9}
- De ondergrens voor intra-maand bijstortingen is dan 50 x swap DV01
- De ondergrens voor eindmaand bijstortingen is dan 100 x swap DV01
- De referentiewaarde is dan 125 x swap DV01
- De bovengrens voor eindmaand afromingen is dan 175 x swap DV01

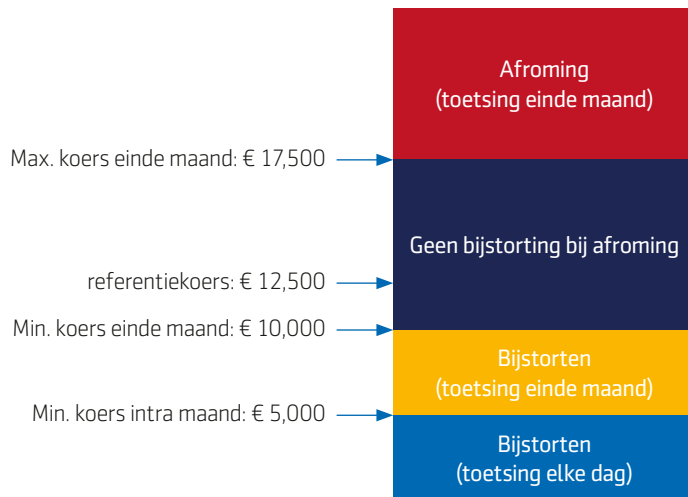
Als voorbeeld: stel de swap DV01 is 100 euro. In dit geval hebben we de volgende grenzen:

- De ondergrens voor intra-maand bijstortingen is 5.000 euro
- De ondergrens voor eindmaand bijstortingen is 10.000 euro
- De referentiewaarde is 12.500 euro
- De bovengrens voor eindmaand afromingen is 17.500 euro

Dit wordt weergegeven in de volgende figuur.

8. De DV01 is de zgn. "dollar value of one basis point". We bedoelen hier een verschuiving van de par swap curve met 1 basispunt. De par swap rente is de rentevoet voor nieuwe, couponbetalende renteswaps. De par swap rente wordt voor alle looptijden met 1 basispunt verlaagd. De term DV01, die veel wordt gebruikt in de financiële wereld, is overigens enigszins verwarrend in dit geval, omdat we voor het SLM fonds kijken naar eurobedragen (i.p.v. dollars).

9. Voor de eenvoud houden we hier alleen rekening met de rentegevoeligheid van de swaps. In principe zou de rentegevoeligheid van de bufferbeleggingen ook meegenomen moeten worden. Voor kleine rentestijgingen (tot ongeveer 0,3%-punt) zou dit ook leiden tot een iets preciezere afschatting van de rentemarge. Voor grote renteveranderingen is dit echter niet noodzakelijk het geval. Dit komt doordat de rentegevoeligheid (DV01) alleen een goede maatstaf is voor kleine renteveranderingen. Voor grote renteveranderingen moet echter ook de verandering van de rentegevoeligheid (de zogenaamde "convexiteit") worden meegenomen. Door deze convexiteit is de waardedaling bij een grote rentestijging veel kleiner dan berekend o.b.v. de totale DV01 van het fonds (buffer plus swaps). Hierdoor is het de facto voor rentestijgingen van 0.3%-punt (en meer) nauwkeuriger om de afschatting alleen te baseren op de DV01 van de swaps.



Schematische weergave van de grenzen (in eurobedragen) die van toepassing zijn op de koers van een SLM participatie. In dit voorbeeld wordt uitgegaan van een swap DV01 van 100 euro.

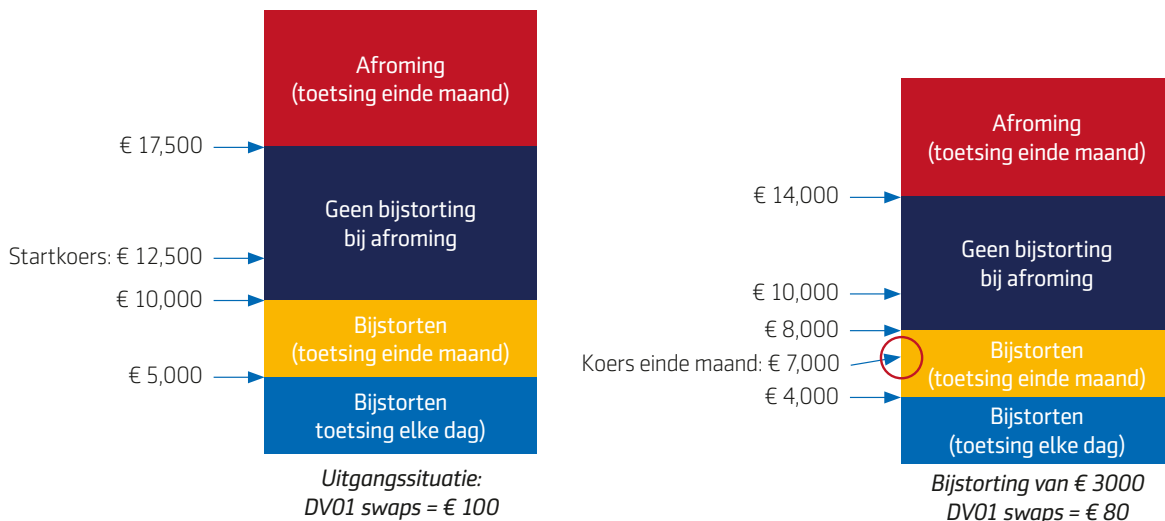
Deze grenzen blijven vervolgens constant (in euro's) totdat de SLM koers over een van deze grenzen gaat. Bij een overschrijding worden de nieuwe grenzen (en de nieuwe referentiekoers) vastgesteld. Dan wordt bijgestort of afgeroomd naar de nieuwe referentiekoers.

Nog als voorbeeld: stel de SLM koers is aan het einde van de maand gelijk aan 7.000 euro. In dit geval moet worden bijgestort. Eerst worden de nieuwe grenzen en de nieuwe referentiekoers bepaald. Stel dat de swap DV01 is gedaald naar 80 euro. In dit geval hebben we dan de volgende (nieuwe) grenzen:

- De ondergrens voor intra-maand bijstortingen is 4.000 euro
- De ondergrens voor eindemaand bijstortingen is 8.000 euro
- De referentiekoers is 10.000 euro
- De bovengrens voor eindemaand afromingen is 14.000 euro

Er vindt dus een bijstorting plaats van 3.000 euro (van 7.000 euro naar de nieuwe referentiekoers van 10.000 euro). Daarna staan de bovenstaande grenzen (in euro's) weer vast totdat een van de grenzen wordt overschreden.

Zie onderstaande figuur voor een illustratie hiervan.



Schematische weergave van het opnieuw bepalen van de grenzen voor het SLM fonds indien de ondergrens aan het einde van de maand wordt overschreden. Deze ondergrens is initieel gelijk aan 10.000 euro. In dit voorbeeld daalt de SLM koers aan het einde van de maand tot 7.000 euro. Op dit moment worden de grenzen van het SLM fonds opnieuw bepaald o.b.v. de actuele swap DV01 (80 euro). Vervolgens wordt 3.000 euro bijgestort naar de nieuwe referentiekoers van 10.000 euro.

3.3 Praktische aspecten

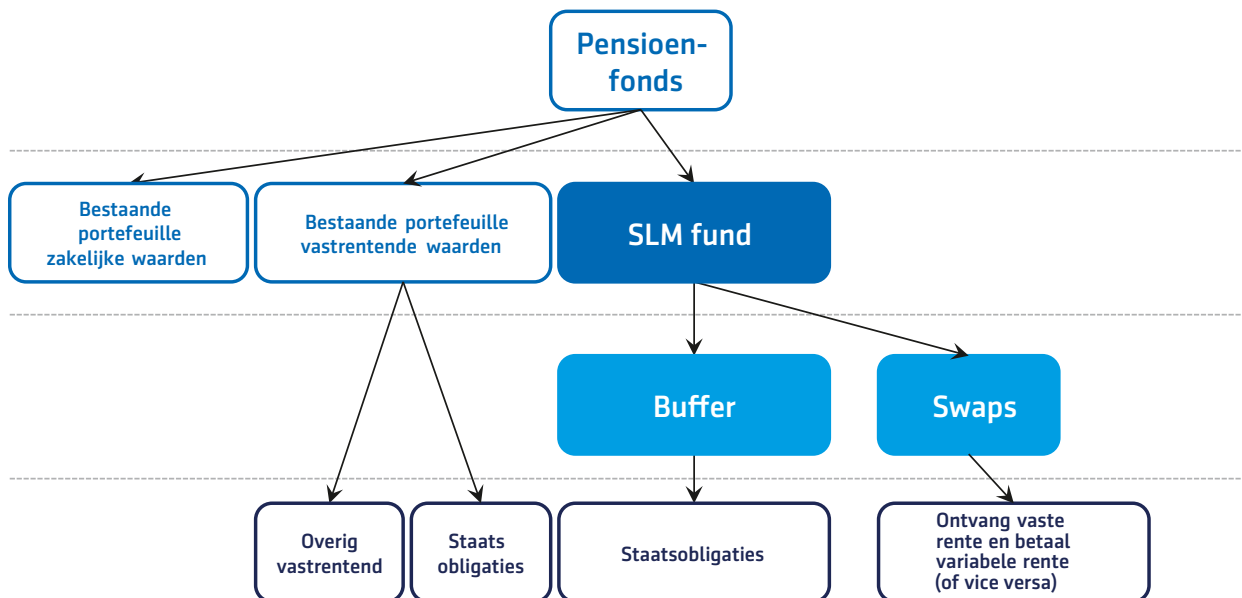
Als klant van het SLM fonds geeft u ons de volmacht om, indien nodig, de bijstortingen en afromingen uit te voeren. Afromingen van het SLM fonds worden altijd herbelegd in uw staatsobligatieportefeuille. Bijstortingen vinden in eerste instantie ook plaats vanuit de staatsobligatieportefeuille. Als dit ontoereikend is wordt geld onttrokken aan een eventuele creditportefeuille. Als dit ook niet afdoende is wordt geld onttrokken aan de overige beschikbare fondsen. Er wordt in dit geval eerst geld onttrokken uit de fondsen met de laagste transactiekosten. Indien een participant in een extreem geval niet aan de bijstortingsverplichting kan voldoen worden SLM participaties verkocht om de zittende participanten te beschermen. Op deze manier wordt er geen kredietrisico gelopen op de andere participanten.

In het beleggingsmandaat wordt verder ook vastgelegd hoeveel procent van het totaal belegd vermogen moet worden belegd in de staatsobligatieportefeuille (buiten het SLM fonds) en het SLM fonds. Het staatsobligatiefonds en het SLM fonds worden hierbij "samengenomen" vanwege de hierboven beschreven interactie tussen deze beleggingen door bijstortingen en afromingen.

Nota bene: Op het niveau van de totale balans van het pensioenfonds hoeft het effect van een rentestijging niet groot te zijn, zeker als het renterisico volledig is afgedekt. In dit geval zal de waardedaling van de vastrentende beleggingen (door de rentestijging) in lijn zijn met de waardedaling van de verplichtingen. Hierdoor zal het eigen vermogen van het pensioenfonds (nagenoeg) constant blijven.

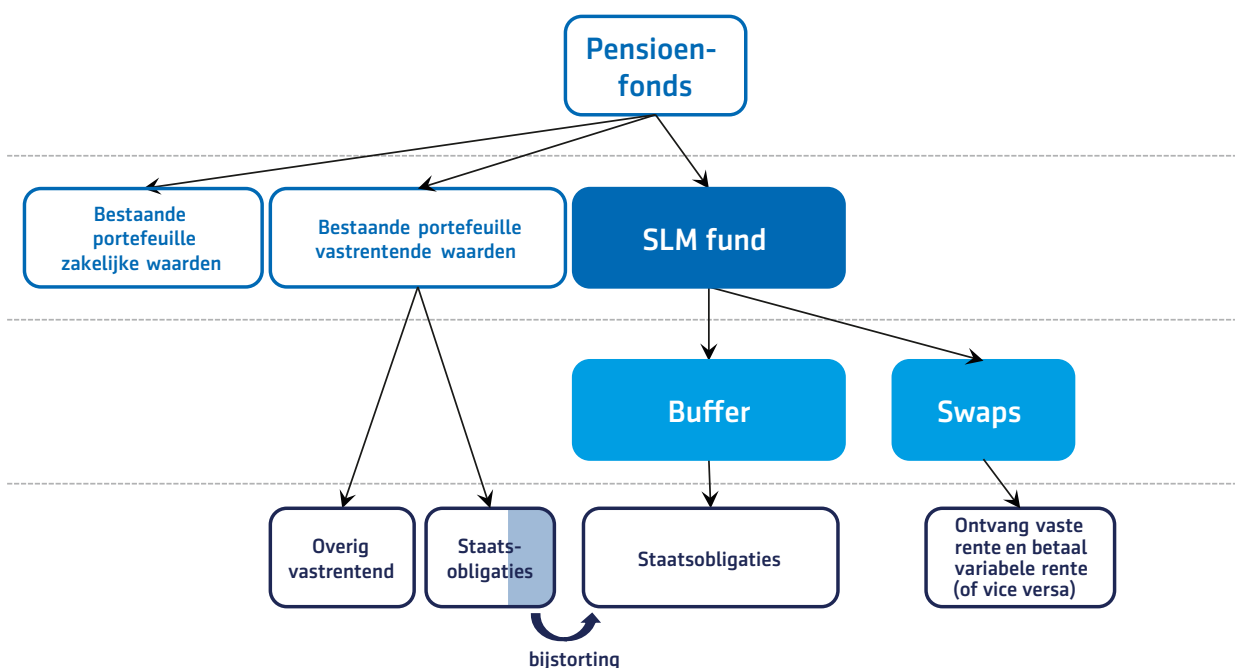
3.4 Effect op de totale rentegevoeligheid

Bijstortingen en afromingen lopen zoveel mogelijk via uw staatsobligatiefondsen¹⁰ omdat in dit geval de transactiekosten beperkt zijn. Deze werkwijze heeft ook als voordeel dat het effect van bijstortingen en afromingen op de totale rentegevoeligheid van de beleggingen zo klein mogelijk is. Bij een afroming worden bijvoorbeeld staatsobligaties in de buffer van het SLM fonds verkocht. Daarvan worden extra participaties in het staatsobligatiefonds gekocht. Omdat de rentegevoeligheid van de swaps in het SLM fonds bij het afroemen en bijstorten niet wordt aangepast gebeurt er op totaalniveau dan ook weinig: staatsobligaties in het SLM fonds worden alleen ingeruild voor staatsobligaties in een ander fonds. Bij bijstorten gebeurt iets soortgelijks. Participaties in het staatsobligatiefonds worden in dit geval verkocht en er met de opbrengst worden staatsobligaties aangekocht binnen het SLM fonds. Opnieuw is er in dit geval een minimaal effect op de totale rentegevoeligheid. Deze procedure wordt in de onderstaande figuren verder verduidelijkt.

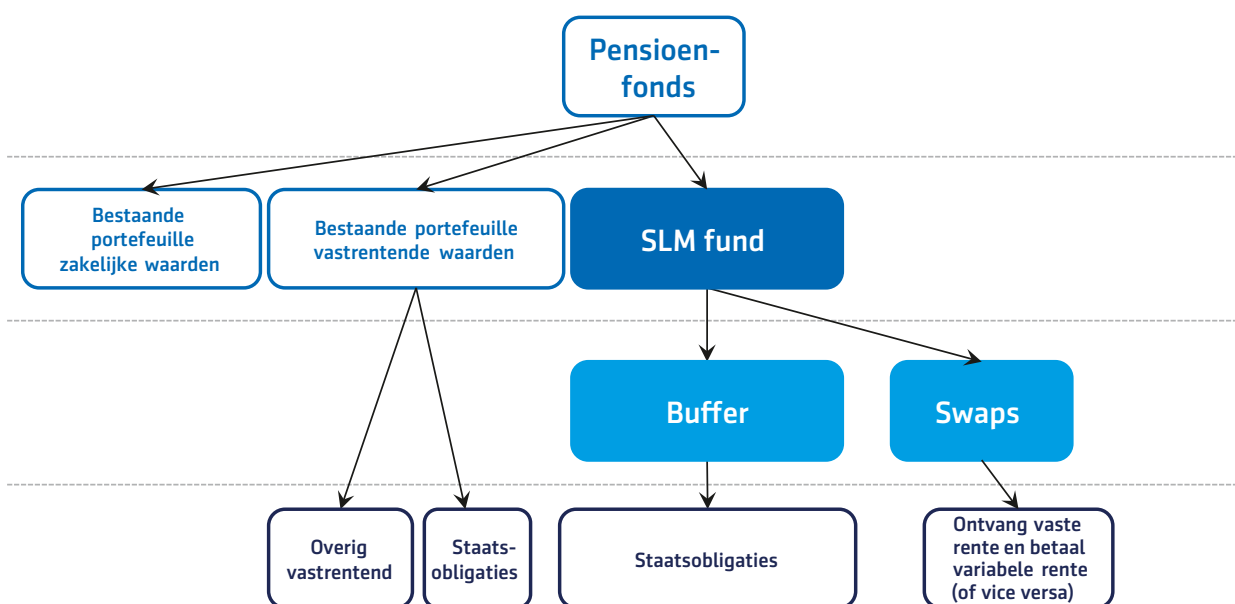


Voorbeeld van een bijstorting vanuit de staatsobligatieportefeuille: (i) Uitgangssituatie voor de stijging van de rente

10. Niet alle klanten participeren in staatsobligatiefondsen. Voor klanten met een discretionaire staatsobligatieportefeuille kan echter ook worden gehandeld van en naar van deze discretionaire portefeuille.



Voorbeeld van een bijstorting vanuit de staatsobligatieportefeuille: (ii) Effect van de rentestijging. In dit geval neemt de waarde van de swapportefeuille en de obligaties af. Ter compensatie van deze waardedaling wordt geld bijgestort vanuit het staatsobligatiefonds. Dit geld wordt herbelegd in de buffer van het SLM fonds. Staatsobligaties in het obligatiefonds worden dus feitelijk omgezet in staatsobligaties in de buffer van het SLM fonds. Hierdoor is het effect op de totale rentegevoeligheid van de beleggingen minimaal.



Voorbeeld van een bijstorting vanuit de staatsobligatieportefeuille: (iii) Nieuwe situatie na de bijstorting

3.5 Overige mandaatrestricties

Op het niveau van het volledige beleggingsmandaat (dus alle beleggingen, inclusief alle vastrentende- en zakelijke waarden) gelden twee aanvullende restricties.

1. Er moet altijd voldoende geld beschikbaar zijn om te kunnen bijstorten

Op het moment dat intra-maand moet worden bijgestort moet voldoende geld aanwezig zijn in de portefeuille. De bijstorting is in dit geval ongeveer gelijk aan 75 x swap DV01. Dit is het verschil tussen de referentiekopers (= 125 x swap DV01) en de intra-maand ondergrens (= 50 x swap DV01). Hierbij wordt de swap DV01 bedoeld op het tijdstip van de vorige bijstorting of afroming.

In de praktijk zal de bijstorting die nodig is hiervan afwijken. Dit komt door twee effecten. Ten eerste zal de bijstorting groter zijn doordat de ondergrens in de praktijk wordt onderschreden. Om een tweede reden is de benodigde bijstorting echter kleiner. Dit komt omdat de nieuwe referentiekopers wordt vastgesteld op basis van de actuele swap DV01. De actuele swap DV01 zal lager zijn bij een bijstorting omdat in dit geval het renteniveau hoger is. Hierdoor is de nieuwe referentiekopers relatief laag als intra-maand wordt bijgestort. Dit is gunstig omdat op deze wijze de benodigde bijstorting zoveel mogelijk wordt beperkt.

Voor intra-maand bijstortingen moet geld beschikbaar zijn in dagelijks beschikbare obligatieportefeuilles met een hoge kredietwaardigheid ("investment grade"). Anders bestaat het risico dat door een sterke koersdaling toch niet genoeg geld beschikbaar is. Wel moeten we er in dit geval rekening mee houden dat de waarde van de investment grade obligatieportefeuilles in het algemeen ook afneemt bij een rentestijging.

Bij een bijstorting kunnen we uitgaan van een stijging van de rente met 0.75%-punt (ten opzichte van de vorige bijstorting of afroming). Wanneer we uitgaan van een duratie van 7 voor de obligatieportefeuille betekent dit een waardedaling van ongeveer 5% ($\approx 7 \times 0,75\%$ -punt) ten opzichte van de vorige bijstorting of afroming. In de praktijk kunnen er ook klanten zijn die beleggen in een discretionaire portefeuille met langlopende staatsobligaties. Als we voor zo'n portefeuille uitgaan van een duratie van 15 kan een waardedaling van ongeveer 11% optreden. In de praktijk gaan we uit van een ruimere marge van 20%. Er moet dus minimaal 90 x swap DV01 beschikbaar zijn in dagelijks beschikbare investment grade obligaties. De obligaties in het SLM fonds tellen hierbij niet mee.

2. Het gebruik van derivaten in het gehele beleggingsmandaat moet begrensd worden

Een tweede restrictie geldt verder voor het gehele beleggingsmandaat. Om een te grote hefboom te voorkomen moest bij de oprichting van het SLM fonds minimaal 270 x swap DV01 beschikbaar zijn in fondsen die op dag- en op maandbasis beschikbaar zijn.¹¹ Het SLM fonds telt hierbij niet mee.

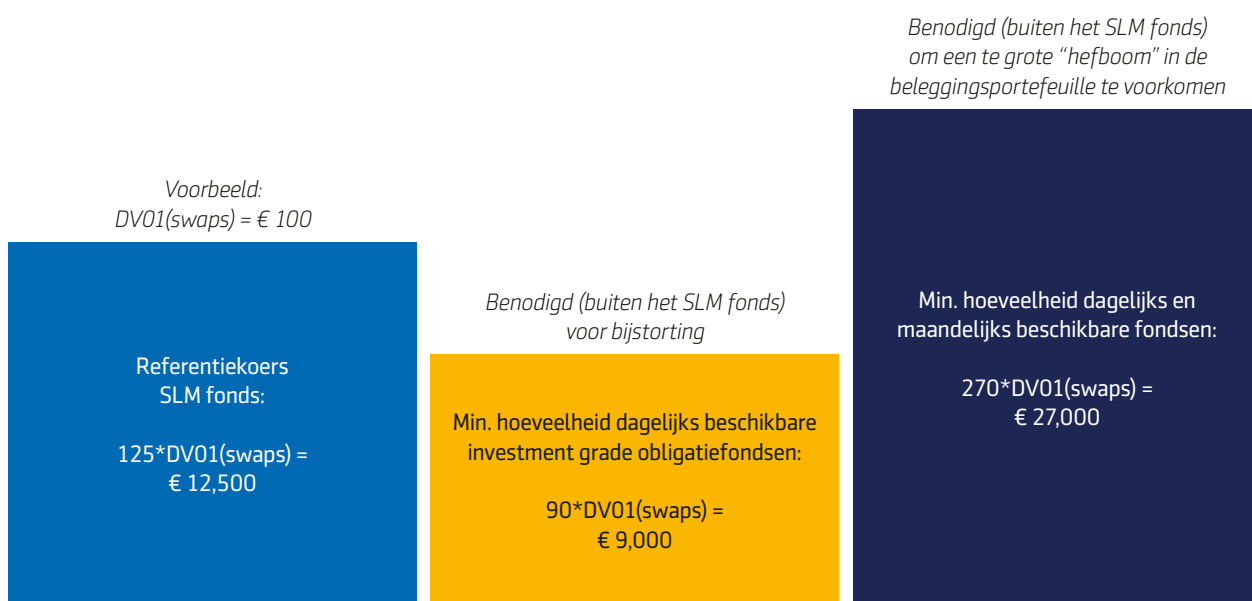
In lijn met de overige grenzen worden deze twee restricties uitgedrukt in eurobedragen. De eurobedragen worden ook nu weer alleen geactualiseerd bij een bijstorting of afroming. Een voorbeeld: stel de swap DV01 is 100 euro bij een bijstorting of afroming. In dit geval hebben we de volgende grenzen:

- De minimale hoeveelheid dagelijks beschikbare investment grade obligatiefondsen is 9.000 euro per SLM participatie
- De minimale hoeveelheid dag- en maandfondsen is 27.000 euro per SLM participatie

Hierbij geldt dat de dagelijks beschikbare investment grade obligatiefondsen (in de eerste restrictie) "meetellen" voor de tweede restrictie. De overige grenzen voor het SLM fonds (en de referentiekopers) zijn voor dit voorbeeld al gegeven in de eerdere sectie.

Indien de buffer voor de initiële marge toeneemt in het SLM fonds kan de benodigde buffer buiten het SLM fonds afnemen. Als voorbeeld: per 1 oktober 2016 is de buffer voor de initiële marge met 0,35%-punt verhoogd, dus van 0,5%-punt naar 0,85%-punt. Hierdoor is per 1 oktober 2016 deze restrictie verlaagd naar 235 x swap DV01 (i.p.v. 270 x swap DV01).

N.B. In de rest van de brochure gaan we verder uit van de situatie ten tijde van de oprichting van het SLM fonds



Schematische weergave van de restricties (in eurobedragen) die van toepassing zijn voor uw klantmandaat (bedragen per SLM participatie).

In dit voorbeeld wordt uitgegaan van een swap DV01 van 100 euro.

11. Inclusief eventuele discretionaire portefeuilles.

4. Mitigatie tegenpartijrisico

4.1 Tegenpartijrisico

Omdat een renteswap een bilateraal contract is, met mogelijk een lange contractduur (mogelijk tot zelfs 50 jaar in de toekomst), lopen beide partijen het risico dat de andere partij zich niet aan de betalingsverplichting houdt. Als de ene partij failliet gaat betekent dit verlies voor de andere partij. Dit tegenpartijrisico wordt binnen het SLM fonds geminimaliseerd doordat de swaps alleen worden afgesloten met hoogwaardige tegenpartijen met een minimale rating van BBB- (investment grade). In dit geval zijn deze partijen kredietwaardig genoeg om aan hun toekomstige betalingsverplichtingen te voldoen. Als de ratinglimiet overschreden wordt moeten de swaps binnen 6 maanden worden verkocht. De kredietwaardigheid van alle tegenpartijen wordt jaarlijks ook opnieuw geëvalueerd door onze specialisten op het gebied van kredietrisico.

Ook wordt het risico binnen het SLM fonds beperkt doordat wij een breed gespreide portefeuille van swaps aanhouden bij meer dan tien tegenpartijen. Maximaal 25% van de totale rentegevoeligheid van de swaps mag worden belegd bij één tegenpartij. Dit voorkomt dat teveel kredietrisico wordt gelopen op één enkele marktpartij. Om tegenpartijrisico nog verder te beperken wordt door de partijen die een swap aangaan ook onderpand verschaft indien dat nodig is. In de volgende sectie bespreken we dit in meer detail.

Nota bene: Bij de volledige implementatie van de EMIR regelgeving zullen de tegenpartijen van het SLM fonds bestaan uit instellingen die zijn aangesloten bij de centrale clearing houses (de zgn. "clearing members"). Hierdoor worden de tegenpartijrisico's nog verder beperkt. Zie de verdere informatie over dit onderwerp in het volgende hoofdstuk.

4.2 Praktische uitwerking van de onderpandregeling

Naast het aanhouden van een breed gespreide swapportefeuille wordt het tegenpartijrisico binnen het SLM fonds, en voor alle andere fondsen met "over-the-counter" (OTC) derivaten, ook gemitigeerd door een efficiënt onderpandproces. OTC derivaten zijn beleggingsinstrumenten die niet verhandelbaar zijn op de effectenbeurs maar waarbij de partijen buiten de beurs om een contract afsluiten.

Dagelijks wordt hierbij aan de hand van de actuele rentecurve de marktwaarde van de swaps bepaald. Dan wordt bepaald of en door wie extra onderpand moet worden gestort om het tegenpartijrisico te verminderen. Als bijvoorbeeld de marktwaarde van de swaps in het SLM fonds negatief is, dienen wij vanuit het SLM fonds onderpand te storten op een aparte rekening van de tegenpartij. Andersom dient de tegenpartij onderpand te storten als de swaps in het SLM fonds voor ons een positieve marktwaarde hebben. Omdat afstemming van het onderpand dagelijks plaatsvindt, is het tegenpartijrisico beperkt tot de marktwaardebeweging van één dag.

Wij verzorgen alle juridische documentatie voor de zogenaamde "credit support annex" (CSA) contracten die bij de renteswaps horen. Hierin worden de afspraken over de kwaliteit van het onderpand vastgelegd. Daarnaast is het voor het handelen in OTC derivaten ook nodig om een zogenaamde ISDA master-agreement af te sluiten. Dit is een internationale raamovereenkomst waarin het afsluiten van OTC-contracten wordt geregeld.

Voor het SLM fonds sluiten wij de OTC derivaten (waaronder renteswaps) af met tegenpartijen. Door de hoge rating kan Aegon op gunstige voorwaarden handelen in de OTC markt. Hierdoor kunnen ook relatief kleine fondsen profiteren van de solide status en onze slagkracht. Wij beheren het onderpand voor de OTC contracten. Dagelijks wordt een overzicht gemaakt van de marktwaardes van alle OTC-derivaten met alle tegenpartijen op het slot van de vorige handelsdag. Dan wordt onderpand gestort en onttrokken aan de rekening van het SLM fonds, of wordt onderpand ontvangen van het SLM fonds.

4.3 Toegestaan onderpand en waarderingscurve

Nu wordt het onderpand in de praktijk in de vorm van (euro) kasgeld uitgewisseld, hoewel sommige CSAs het ook nog toestaan om andere instrumenten als onderpand te gebruiken. De kwaliteit van het onderpand bepaalt de waarderingscurve die wordt gebruikt voor de renteswaps. Omdat het onderpand nu in de praktijk wordt uitgewisseld in de vorm van kasgeld kan de waardering van de swaps dus het beste gebeuren op basis van de rentecurve voor kasbeleggingen (de zogenaamde 1-dags EONIA rente).¹² Deze rentecurve wordt dan ook gebruikt voor de waardering van de swaps in het SLM fonds (alsmede de aansturing van het fonds). Onder EMIR wordt het toegestane onderpand veel meer beperkt tot kasgeld. De verwachting is dat de EONIA rentecurve in de komende jaren leidend zal worden voor de waardering van swapcontracten in de rentemarkt. In het volgende hoofdstuk gaan wij hierop verder in.

12. De EONIA rente (Euro OverNight Index Average) is het eendaags-renteniveau voor het eurogebied.

5. Invloed van EMIR op het SLM fonds

5.1 Ontwikkelingen in het kader van EMIR

De financiële crisis in 2008 heeft er onder andere toe geleid dat de G-20 in september 2009 afspraken heeft gemaakt om de OTC derivatenmarkt transparanter te maken. Voor de Europese Unie zijn de G-20 maatregelen door de Europese Commissie geformaliseerd in de "European Market Infrastructure Regulation" (EMIR).¹³ EMIR is sinds 16 augustus 2012 van kracht. De implementatie van EMIR vindt gefaseerd plaats door de Europese autoriteiten.

De regelgever streeft met EMIR een stabielere markt en meer transparantie in de OTC derivatenmarkten na. De belangrijkste maatregel is de verplichte "clearing" van bepaalde OTC derivatentransacties. Invoering van clearen via een centraal "clearing house" vindt gefaseerd per groep van OTC derivaten plaats. Een clearing house is een organisatie die het risico van de niet-nakoming van de OTC derivatentransactie overneemt van de partijen die bij de OTC transactie betrokken zijn.

Omdat de markt voor rentederivaten een behoorlijke omvang heeft, moeten vermogensbeheerders nieuwe transacties in rentederivaten vanaf eind 2016 verplicht centraal clearen. Voor de overige OTC derivaten is pas op langere termijn sprake van een verplichting tot centrale clearing. Voor OTC transacties zonder verplichting tot clearen via een clearing house zal een initieel onderpand naar verwachting over enkele jaren ook verplicht worden. Wij verwachten dat centrale clearing voor alle gestandaardiseerde OTC derivaten verplicht wordt. Om clearing mogelijk te maken zijn overeenkomsten nodig met tegenpartijen en aangesloten instellingen van de centrale clearing houses, de zgn. clearing members.

De regulering van de markt zorgt voor meer inzicht in het aantal en de omvang van de afgesloten OTC derivaten. Dit kan leiden tot een efficiëntere prijsvorming. Ook wordt het risico van de verschillende betrokken partijen in een derivatentransactie nauwgezet bekeken. EMIR draagt zo bij aan meer transparantie en risicomitigatie en daarmee aan een grotere stabiliteit van de financiële markten. De implementatie van EMIR zal bijdragen aan een efficiëntere markt, een stabiel rendement en een verdere beperking van risico's in de OTC derivatenmarkt. Door de nieuwe manier van werken met een clearing house worden de administratieve kosten wel hoger omdat het transactieproces voor de vermogensbeheerder complexer en arbeidsintensiever wordt.

De nieuwe regelgeving verplicht tegenpartijen van derivaten (bijvoorbeeld vermogensbeheerders) om:

1. Bepaalde OTC derivaten centraal te clearen via een toegelaten clearing house;
2. Alle gecontracteerde derivaten (zowel OTC als beursgenoteerde derivaten) te rapporteren aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM);
3. Risico mitigerende technieken toe te passen met betrekking tot OTC derivaten die niet centraal gecleard worden.

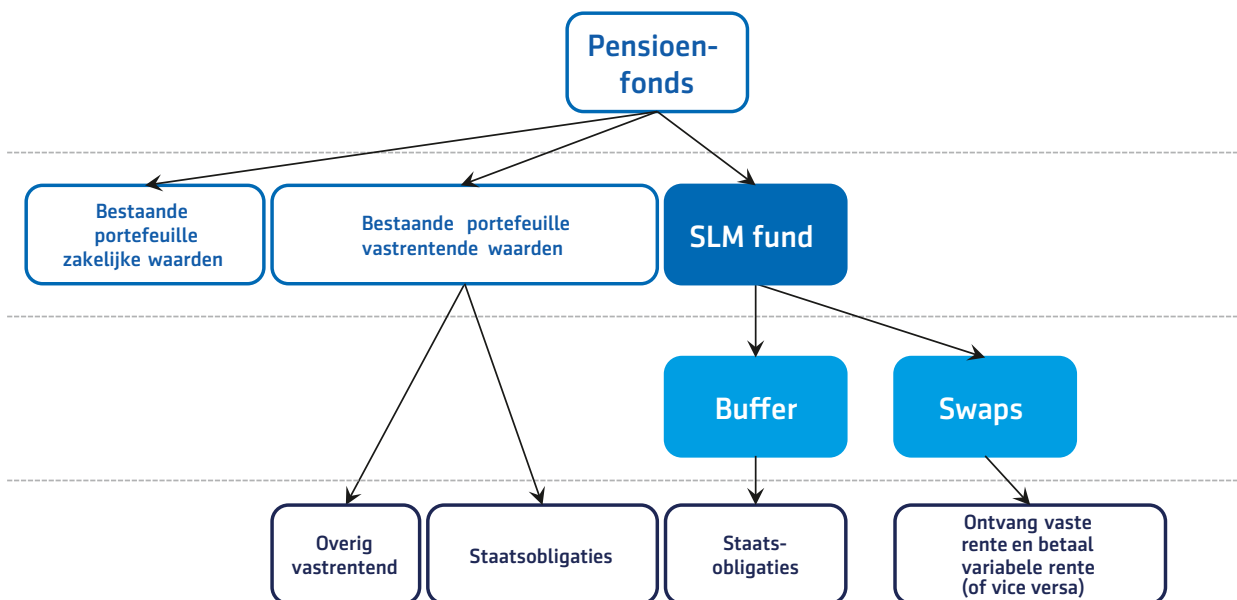
De onder 1 genoemde "clearplicht" geldt overigens alleen tussen bepaalde in de EMIR regelgeving gedefinieerde tegenpartijen. Om clearing mogelijk te maken zijn wij inmiddels overeenkomsten aangegaan met clearing members en centrale clearing houses.

5.2 Impact op het SLM fonds

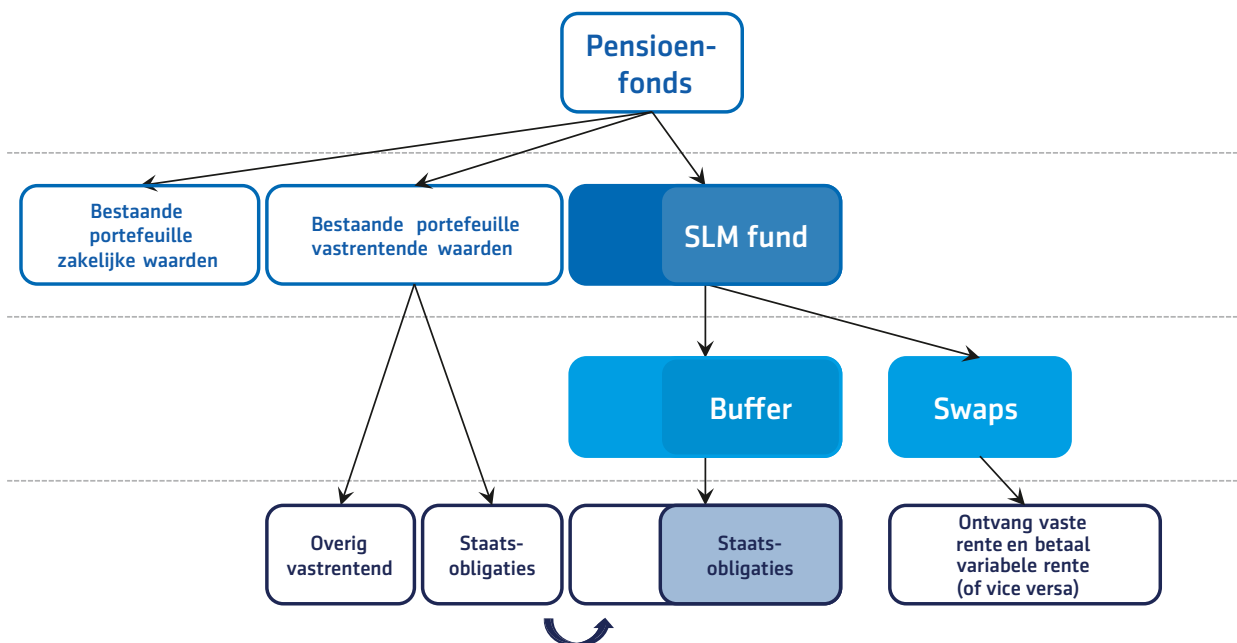
EMIR heeft impact op alle fondsen die transacties in OTC derivaten doen voor de uitvoering van hun beleggingsbeleid. Deze fondsen worden in het algemeen beperkt geraakt. De impact van EMIR op het SLM fonds is wel groot als clearing verplicht wordt. Voor OTC transacties moet onder EMIR namelijk bij elke transactie door beide partijen een initiële marge worden gestort. Deze initiële marge heeft een bufferfunctie voor het opvangen van verliezen die voortkomen uit bijvoorbeeld een faillissement van een van de betrokken partijen.

Voor de storting van de initiële marge is het van belang dat de buffer van het SLM fonds groot genoeg is om aan deze verplichting te kunnen voldoen. Hierdoor zult u meer geld moeten investeren in het SLM fonds en blijft minder geld over voor de overige beleggingscategorieën. Het effect hiervan op uw mandaat is schematisch weergegeven in de onderstaande figuren.

13. In de Verenigde Staten zijn de nieuwe G-20 vereisten opgenomen in de zogenaamde "Dodd Frank Act". In andere landen, buiten de Europese Unie en de Verenigde Staten, lopen initiatieven voor vergelijkbare regelgeving.



Het SLM fonds zonder extra buffervereiste vanuit EMIR



Het SLM fonds als gevolg van EMIR

Onder EMIR zullen de clearing houses vooral kasgeld en staatsobligaties als onderpand accepteren. Dit betekent dat de risico's in het onderpandproces verder worden beperkt. Dit heeft als belangrijke consequentie dat in de renteswaps worden gewaardeerd met een rentecurve op basis van de rente voor kasbeleggingen (de EONIA rente).

Deze ontwikkeling introduceert overigens een basisrisico voor pensioenfondsen. De verplichtingen voor pensioenfondsen zijn nu namelijk gebaseerd op de EURIBOR curve. Als deze curve op termijn door DNB niet wordt aangepast naar EONIA zullen pensioenfondsen dan ook gevoelig worden voor het verschil tussen de EONIA en EURIBOR rentecurve.

Als samenvatting zijn de belangrijkste wijzigingen die volgen uit EMIR hieronder weergegeven.

Gevolgen van EMIR regelgeving voor het SLM fonds	
EMIR: European Markets Infrastructure Regulation	Gevolgen voor Strategic Liability Matching Fund
<ul style="list-style-type: none">• Rentederivaten mogen niet langer onderhands verhandeld worden, maar via een clearing house• Hogere buffervereisten, dus meer onderpand nodig voor rentederivaten• Dit vermindert wel het tegenpartijrisico	<ul style="list-style-type: none">• Hogere buffervereiste: hogere koers per participatie• SLM fonds neemt groter deel van de beleggingsportefeuille in• Met name kasgeld en staatsobligaties als onderpand

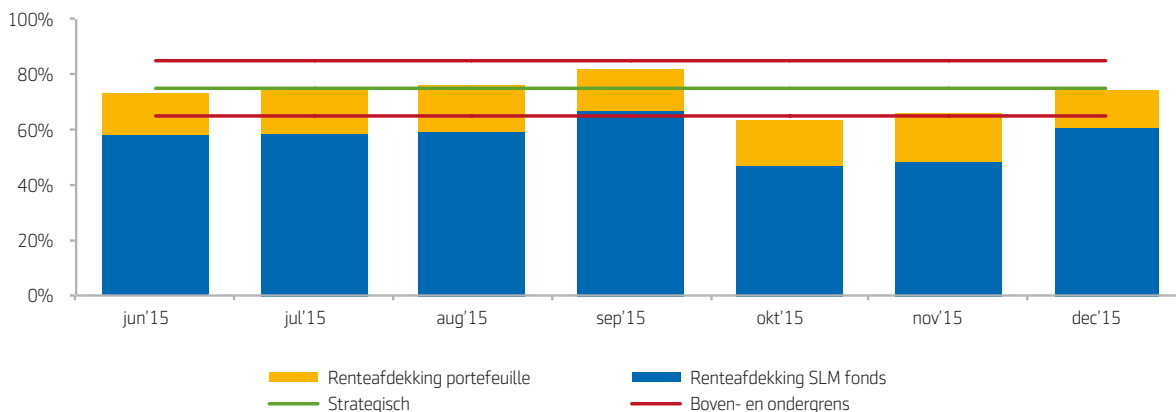
6. Bijsturing renteafdekking en rapportage

6.1 Matching & Monitoring

Het SLM fonds is heel geschikt om het renterisico geheel of gedeeltelijk af te dekken. Dit betekent echter niet dat eenmaal ingenomen posities op de lange termijn altijd de beoogde afdekking garanderen. Marktbewegingen en ontwikkelingen die met uw verplichtingen te maken hebben kunnen er toe leiden dat hier een afwijking in ontstaat. Om de renteafdekking op het gewenste niveau te houden hebben wij daarom de Matching & Monitoring service. Hierbij geeft u een strategisch afdekkingspercentage op met een onder- en een bovengrens. Met de Matching & Monitoring service wordt periodiek geëvalueerd of de afdekking nog binnen de afgesproken grenzen ligt. Als dat niet het geval is wordt de mate van afdekking weer teruggebracht naar het gewenste strategische niveau. Dit laatste wordt gedaan door participaties in het SLM fonds te kopen of te verkopen. Dan weet u zeker dat de renteafdekking altijd in lijn is met uw beleggingsmandaat.

Stel dat u bijvoorbeeld heeft gekozen voor een strategisch afdekkingspercentage van 75%. Met daaromheen een bandbreedte van 10% naar boven en naar beneden. Een renteafdekking van 75% betekent dat de vastrentende portefeuille zodanig is samengesteld dat bij een wijziging van de rente de waardeverandering naar verwachting 75% van de waardeverandering van de verplichtingen is. Daarbij worden alleen de vastrentende waarden meegerekend die een sterke afhankelijkheid van de swaprente kennen, zoals staatsobligaties, investment grade credits en hypotheeklen. Vastrentende waarden die daarnaast ook sterk reageren op bijvoorbeeld veranderingen in kredietwaardigheid worden niet meegenomen. Dit zijn bijvoorbeeld high yield obligaties en emerging market debt.

Periodiek bekijken wij of de actuele renteafdekking nog binnen de toegestane bandbreedte ligt. Naast de actuele beleggingssamenstelling wordt ook de meest recente samenstelling van de verplichtingen meegenomen om eventuele wijzigingen niet te missen. Indien de renteafdekking in het bovenstaande voorbeeld op maandeinde hoger is dan 85% of juist lager dan 65%, wordt door middel van transacties in het SLM fonds de afdekking teruggebracht naar de strategische waarde van 75%. Uiteraard zullen bij een grotere bandbreedte de grenzen minder snel worden overschreden, waardoor er ook minder transacties – dus minder transactiekosten - worden uitgevoerd. Daar staat tegenover dat dit ook kan leiden tot grotere afwijkingen van het strategische afdekkingspercentage. Bij de vaststelling van de bandbreedte kunt u deze aspecten tegen elkaar afwegen.



Monitoring van het renteafdekkingspercentage

Voor de Matching & Monitoring service hebben wij informatie over de kasstromen van uw verplichtingen nodig en wat het gewenste afdekpercentage is (incl. een bandbreedte). Wij gaan er dan voor zorgen dat uw rentebeleid uitgevoerd wordt. Om op de hoogte te blijven van de actuele situatie kunt u gebruik maken van het Asset & Liability dashboard. Hier onder vindt u daar meer informatie hierover. Het dashboard helpt u om in-control te zijn voor wat betreft het renterisico.

6.2 Asset & Liability Dashboard

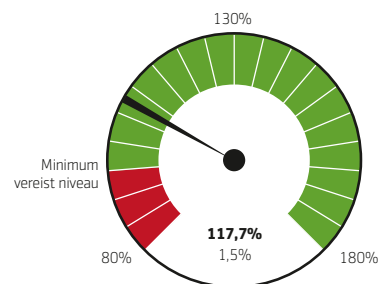
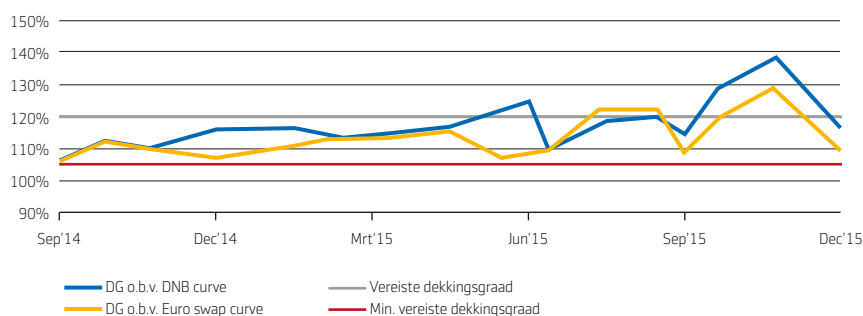
De renteafdekking kunt u in detail volgen met het Asset & Liability Dashboard. In deze rapportage staat informatie over uw renteafdekking. Hierdoor weet u of deze zich binnen de grenzen bevindt en geeft u inzicht in de momenten wanneer de renteafdekking door middel van de Matching & Monitoring service weer naar de strategische waarde wordt gebracht. Achterin deze brochure vindt u een voorbeeld van het Asset & Liability Dashboard, met een voorbeeld van de Matching & Monitoring service onder het kopje 'Renteafdekking [ex ante]'.

Naast het huidige percentage van renteafdekking wordt er in het Asset & Liability Dashboard ook geëvalueerd hoe goed de afdekking van het renterisico daadwerkelijk is geweest in de periode die voorbij is; de zogenaamde 'Renteafdekking [ex post]'. Dit wordt gedaan door de werkelijke waardeontwikkeling van de verplichtingen – veroorzaakt door een verandering van de rente over de afgelopen periode - te vergelijken met de waardeontwikkeling van de (vastrentende) beleggingen. Wij vertalen dit ook direct door naar de impact daarvan op de dekkingsgraad..

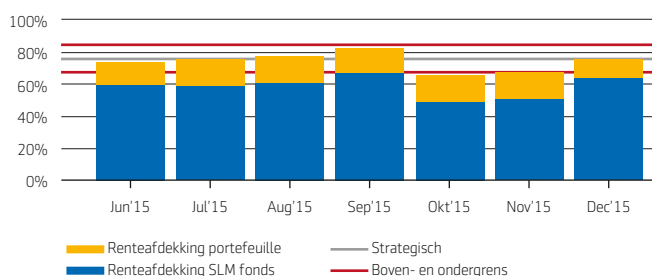
Het Asset & Liability Dashboard geeft u naast informatie over de afdekking van het renterisico ook een uitgebreid inzicht in andere aspecten van uw fonds. Bijvoorbeeld dus de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Ook wordt de verandering van de dekkingsgraad gedurende de rapportageperiode ontleed en gerapporteerd: 'Dekkingsgraad attributie'. Dat wil zeggen dat de factoren die invloed hebben op de dekkingsgraad wordt uitgesplitst naar een aantal effecten die elk hun eigen impact hebben op het niveau van de dekkingsgraad. Daarmee ziet u in een oogopslag welke factor in de afgelopen periode de belangrijkste drijfveer is geweest voor de verandering van de dekkingsgraad.

Als laatste ook een scenario-analyse; zie 'Effect toekomstige rente- en zakelijke waardenschokken op dekkingsgraad'. Deze tabel laat het verwachte niveau van de dekkingsgraad zien als er een renteschok (langs de horizontale as) en/of een zakelijke waardenschok (langs de verticale as) optreedt. Op het moment dat er in de markt extreme situaties optreden geeft dit overzicht een eerste indicatie van de impact die deze situatie op de dekkingsgraad van een fonds zal hebben.

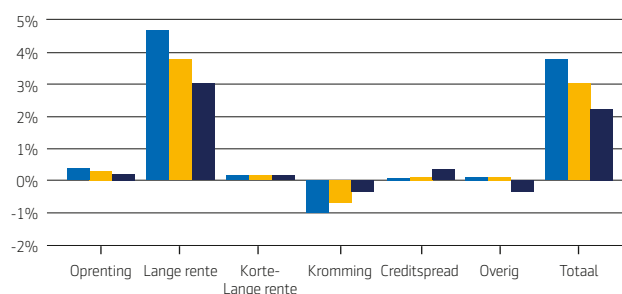
Depot dekkingsgraad



Rente afdekking [ex ante]

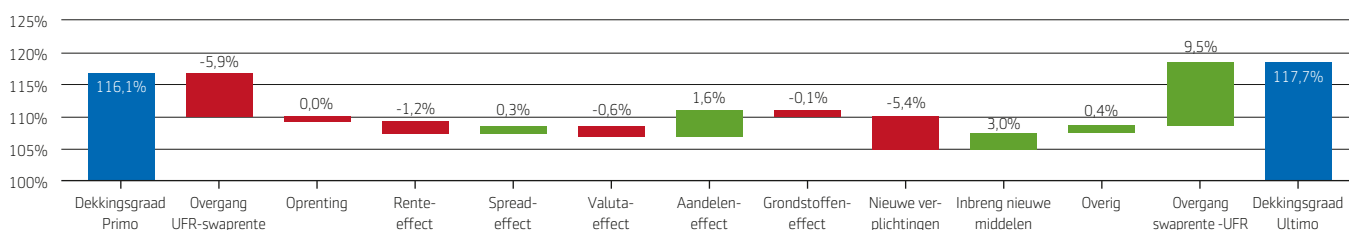


Rente afdekking [ex post]



■ Verpflichting (ex-post) Ex-ante rentehedge: 82,7%
 ■ Beleggingen (ex-ante) Ex-post rentehedge: 74,4%
 ■ Beleggingen (ex-post) Mismatch (% VPV): -0,3%

Dekkingsgraad attributie



Effect toekomstige rente- en zakelijke waardenschokken op dekkingsgraad

		Renteschok				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Zakelijke waarden schok	25,0%	123,6%	128,7%	134,2%	140,1%	146,3%
	12,5%	116,6%	121,1%	125,8%	130,9%	136,2%
	0,0%	109,9%	113,7%	117,7%	121,9%	126,4%
	-12,5%	102,2%	105,2%	108,3%	111,7%	115,2%
	-25%	95,0%	97,3%	99,7%	102,2%	104,8%

Disclaimer

Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie juist en zo volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waarden kunnen geen rechten worden ontleend. De verstrekte informatie is aan wijziging onderhevig. De waarde van het Strategic Liability Matching fonds is afhankelijk van de ontwikkelingen op financiële markten of (indien van toepassing) andere markten.

Ons profiel

Aegon Asset Management is een wereldwijde, actieve belegger. Wij gebruiken onze kennis van beleggen om mensen te helpen bij het bereiken van levenslange financiële zekerheid, met een focus op excellentie, vertrouwen en samenwerking.

Klanten hebben ons €343 miljard toevertrouwd

Wereldwijd beleggen wij €343 miljard voor onze klanten. In de markten waarin wij opereren (het Verenigd Koninkrijk, Europa, Noord-Amerika en Azië) bieden onze teams van specialisten hoogwaardige beleggingsoplossingen aan over verschillende beleggingscategorieën.

Profiteren van onze grensoverschrijdende competenties en lokale implementatiekracht

Onze uitgebreide kennis over markten gebruiken wij om onze klanten de beste beleggingsoplossingen te bieden. Hiervoor wordt ook de kennis van zusterbedrijven Kames Capital (in het Verenigd Koninkrijk) en TKP Investments, onze multi manager in Groningen, ingezet. Aegon Asset Management is onderdeel van Aegon, een van de grootste financiële dienstverleners ter wereld op het gebied van levensverzekeringen, pensioenen en vermogensbeheer.

Een vertrouwde partner voor de lange termijn

We werken samen met onze klanten om hen te helpen bij het bereiken van hun lange termijn beleggingsdoelen. Daarbij zoeken wij naar de perfecte oplossing voor iedere uitdaging; de beste mix van rendement, service en oplossingen die wij kunnen bieden. Wij geloven in sterk bestuur, transparantie en verantwoordelijkheid voor onze klanten.

Historie van succesvol beleggen

Door onze verbondenheid met Aegon gaat onze historie terug tot 1844. Hierdoor begrijpen wij goed hoe belangrijk lange termijn relaties, degelijk risico management en duurzaam goed rendement zijn. Door onze lange historie als belegger voor ons moederbedrijf hebben wij ervaren beleggingsteams, een solide basis van belegd vermogen en aantoonbaar goede historische rendementscijfers opgebouwd.

aegonassetmanagement.com