

Fair-value ALM heeft steeds meer toekomst

De vraag van de redactie van het VBA Journaal om terug te kijken op oude bijdragen leidt voor mij tot de conclusie dat het wat tijd nodig heeft gehad, maar dat fair-value ALM steeds meer een rol is gaan spelen in het ALM-beleid. Die trend zet naar verwachting door; daarvan geef ik enkele voorbeelden.

ALM: inschatten en managen risico's

ALM is een belangrijk onderdeel van risicomanagement. Een ALM-er is altijd op zoek naar de beste inschatting van de risico's die een bank, verzekeraar of pensioenfonds¹ loopt. Met die inschatting helpt de ALM-er de bestuurders een betere risico-afweging te maken. Om die inschatting zo goed mogelijk te maken denkt de ALM-er altijd na over nieuwe technieken en concepten om die risico's weer te geven en mee te nemen.

Met de komst van het FTK gingen pensioenfondsen behalve hun bezittingen ook hun verplichtingen waarderen op marktwaarde. Voor PGGM was dat aanleiding om opnieuw na te denken over ALM. Dat heeft geleid tot het implementeren van fair-value ALM. Fair-value ALM weegt risico's in de waardering van toekomstige kasstromen en gebruikt daarbij optiewaarderingstechnieken.

Niels Kortleve

PGGM en Netspar.
Tevens voorzitter
ALM-commissie
van de VBA.



Fair-value ALM als eye-opener

In het artikel 'De marktwaarde van beleggingsopties' (Kortleve 2004) staat het voorbeeld van de werkloze en de miljonair.

Stel, u hebt de keuze tussen twee afspraken. Bij de eerste mogelijkheid betaalt u nu 100 euro en krijgt u 1.000 euro als u miljonair wordt. In het tweede geval betaalt u ook 100 euro, maar krijgt u 1.000 euro als u werkloos wordt. U acht de kans op 'miljonair worden' en 'werkloos worden' elk 10%; de verwachte opbrengst van beide deals is dus 100 euro. Welke deal kiest u?

Tot dan toe was de conclusie dat ALM-modellen indifferent zijn omdat de verwachte uitkomsten gelijk zijn. Maar iedereen zal kiezen voor deal 2 omdat de marginale waarde van 1.000 euro voor een werkloze veel hoger is. Fair-value ALM kijkt niet alleen naar de verwachte uitkomst, maar ook naar de toestand tijdens de kasstroom en hangt meer gewicht aan slechtere scenario's, een extra inzicht ten opzichte van ALM tot dan toe. ALM richtte zich in sterke mate op het gemiddelde en te weinig op het risico. Verder moest men kansverdelingen voor premie, indexatie en dekkingsgraad tegen elkaar afwegen. Fair-value ALM drukt alles in euro's uit en vergroot daarmee het inzicht en de afweging in ALM.

Andere belangrijke eye-openers (Kortleve 2004) zijn de volgende:

1. Een variabele premie die gemiddeld lager is, lijkt goedkoper voor de deelnemer dan een hogere vaste premie; je betaalt gemiddeld immers minder. Fair-value ALM laat zien dat de variabele premie echter duurder is voor de deelnemer omdat hij juist hoge premies moet betalen in slechte, dure tijden. Een premie die gemiddeld 10% lager ligt kost juist 10% meer.
2. Volledig beleggen in aandelen leidt naar verwachting tot meer indexatie en een lagere gemiddelde premie. Maar 100% in index-linked bonds beleggen geeft – uitgaande van een beleid van premieverhoging en indexatiekorting bij lage dekkingsgraden – de hoogste waarde van de uitkeringen en is daarmee gunstig voor gepensioneerden en ouderen. Meer beleggen in aandelen verlaagt de waarde van de uitkeringen omdat er vaker en

meer indexatiekorting plaatsvindt. De volgende generatie heeft met (meer) aandelen wel (meer) kans op (hogere) overschotten.

Fair-value ALM voor evenwichtige belangenbehartiging

Vanwege structurele ontwikkelingen, zoals de vergrijzing en de steeds doorzettende langleventrend, kijken diverse ALM-ers al enige tijd naar manieren om de houdbaarheid van ons pensioenstelsel te verbeteren.² Met fair-value ALM kunnen die ALM-ers niet alleen kijken naar houdbaarheid in termen van betaalbaarheid, prijs en risico, maar ook naar evenwichtige belangenbehartiging.

Al langere tijd staat de generatiesolidariteit ter discussie. Gezien de AOW-discussie hoef ik dat, denk ik, niet verder toe te lichten. Doordat pensioenfondsen vanwege de vergrijzing steeds minder goed kunnen sturen met premies, moeten ze in slechte tijden of forsere premieverhogingen inzetten of andere stuurmiddelen gebruiken. Fair-value ALM laat de impact daarvan zien op verschillende generaties. PGGM gebruikt de generatierekeningen, waarbij elk leeftijdscohort zijn eigen rekening heeft, als rekenmiddel, niet zozeer als gewenste oplossing. Anderen (zie Kocken 2006) gebruiken dezelfde techniek om te kijken naar de gevolgen voor de verdeling tussen sponsor en deelnemers en tussen gepensioneerden en actieven (indien de sponsor afwezig is).³

Veel pensioenfondsen zaten eind 2008 in onderdekking. Dat betekent dat fondsen niet indexeren en verder mogelijk de premie verhogen en/of de regeling versoberen (eventueel door de pensioenopbouw te verlagen/pensioenleeftijd te verhogen). Ouderen missen daardoor veel indexatie en de waarde van hun pensioentoezegging daalt ten opzichte van de situatie met indexatie. Een belangrijke conclusie bij de toepassing van generatierekeningen bij de onderdekking van pensioenfondsen is dat de meeste maatregelen extra solidariteit vragen van jongere en toekomstige deelnemers (zie Boeijen et al. 2009). Bijna alle herstelmaatregelen die een pensioenfonds kan doorvoeren leiden al snel tot een extra bijdrage van de jongeren met een waarde van honderden of zelfs duizenden euro's per jaar.

Figuur 1 laat zien dat jongere generaties door de sterk gedaalde dekkingsgraad tot een paar duizend euro per jaar verliezen. In het voorbeeld heeft het fonds een dekkingsgraad van 95%, maar keert het wel gewoon volledige pensioenen uit en gepensioneer-

den hebben zelfs nog kans op indexatie als het weer beter gaat. Gepensioneerden krijgen dan ook solidariteitssteun van jongeren; de solidariteitssteun van een 25-jarige is bijna 1.300 euro per jaar waard. Als het fonds ook nog hogere premies gaat vragen om het herstel te bespoedigen, dan neemt het beroep op jongeren toe met enkele honderden euro's per jaar.⁴ Een deel van die hogere premies – die actieven en dus ook jongeren betalen – gaat immers op aan de uitkeringen en indexatie van ouderen.

Fair-value ALM helpt het bestuur van pensioenfondsen om bij beleidsbeslissingen de belangen van de verschillende stakeholders beter tegen elkaar af te wegen.

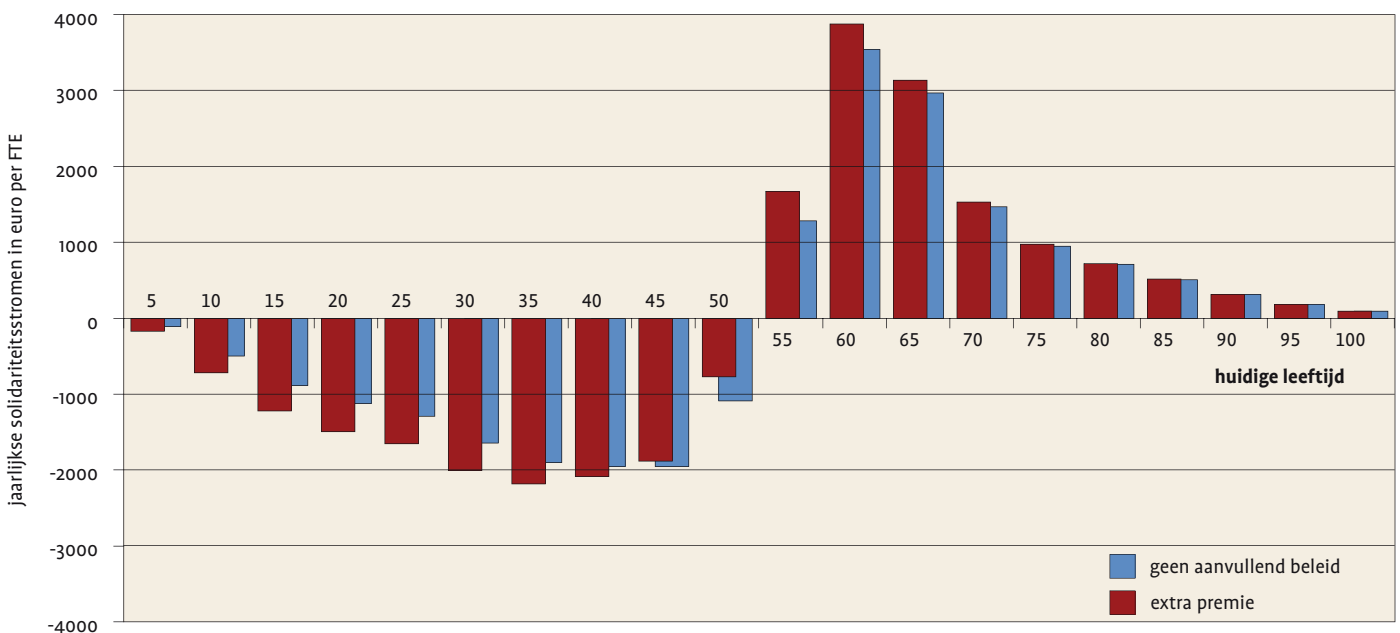
Fair-value ALM in 2014

Over 5 jaar levert fair-value ALM op drie deelgebieden een belangrijke bijdrage: de analyses rond de houdbaarheid van het pensioencontract, het toezicht op pensioenen en de communicatie daarover. ALM-ers zullen verder gaan nadenken over de integratie van simulaties, regimes, stressscenario's en fair-value en ook over nieuwe concepten als nutsfuncties.

Bij de beoordeling van de houdbaarheid van het *pensioencontract* zullen ALM-ers meer kijken naar de impact op stakeholders. Als de waarde van uittreden

uit het pensioencontract voor subgroepen hoger is dan blijven deelnemen, dan staat de houdbaarheid ter discussie. Fair-value ALM kan inzicht geven in deze discontinuïteitsrisico's en heeft in/voor 2014 geholpen vast te stellen waar de kritieke grenzen liggen. Verder zullen we in ALM steeds meer kijken naar (de waarde van) de zwarte scenario's, die een pensioenfonds te allen tijde wil vermijden. De optiewaarderingsstechnieken helpen bij het bepalen van beschermingsconstructies zoals liability hedging en collars, maar mogelijk ook in het afdekken of afstoten (mogelijk zelfs securitiseren) van bepaalde staart-risico's.

Bij *toezicht* zal fair-value ALM een rol spelen in het beoordelen van de soliditeit van het pensioenfonds en de kracht van diens sponsor(s). Door het meeneemen van het faillissementsrisico kan men de waarde van de sponsortoezegging beter beoordelen en fondsen met een solider beleid en sponsor kunnen bijvoorbeeld een langere hersteltermijn krijgen. Verder leent fair-value ALM zich prima voor de beoordeling van de financiële opzet, het indexatielabel of zelfs een pensioenlabel. Men kan de waarde van de onzekere indexatie in de komende jaren afzetten tegen de waarde van onvoorwaardelijke indexatie en daarmee meteen zowel de hoogte als de onzekerheid van de indexatie meenemen in de beoordeling.



Figuur 1: generatie-effecten als gevolg van onderdekking (zonder ingrijpen en met extra premie)

Bij *communicatie* kan men naast impact op stakeholders, discontinuïteitsrisico en bijbehorende grenzen, soliditeit en de beoordeling van het beleid fair-value ALM ook gebruiken om te communiceren over risico's. De communicatie over de waarde van de sponsortoezegging helpt beleggingsanalisten van (beursgenoteerde) een betere inschatting te maken van de waarde van bedrijven. Dat kan wel betekenen dat sponsors van pensioenfondsen met een grote sponsortoezegging – in het Verenigd Koninkrijk overigens beduidend meer dan in Nederland – gaan nadenken over het pensioencontract. Betere communicatie leidt dan tot herbezinning op het contract en toezicht.

Af en toe terugblikken is leerzaam

Het heeft enige tijd nodig gehad,⁵ maar fair-value ALM wordt steeds meer hardcore. Ook elders heb ik al geconstateerd dat we nog veel kunnen leren van 40 jaar oude theorieën en concepten (Kortleve 2009). Die toepassen op andere situaties geeft weer nieuwe inzichten. Dat geldt ook voor de discussies in de ALM-commissie tussen ALM-ers van banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Mijn extrapolatie over de toekomst van fair-value ALM zal wel niet 100% uitkomen: de waarde van fair-value ALM is namelijk wel moeilijk uit te drukken in euro's. En een ALM-er houdt altijd rekening met stressscenario: *the future will tell*.



Referenties

- Boeijen, D., Pascal Janssen en Niels Kortleve (2009), 'Reactie op: Herstel dekkingsgraad pensioenfondsen vergt grote inkomensoffers', ESB 94(4558), 17 april 2009
- Hoevenaars, R., T. Kocken, E. Ponds (2009), 'Pricing Risk in Corporate Pension Plans: Understanding the Real Pension Deal', Rotman International Journal of Pension Management, Volume 2, Issue 1 Spring 2009
- Kocken, T. (2006), 'Curious Contracts. Pension Funds Redesign for the Future' (pp. 39-71), 's-Hertogenbosch, Tutein Nolthenius

Kortleve, C.E. (2004), 'De marktwaarde van beleggingsopties', VBA Journaal, zomer 2004

Kortleve, C.E. (2009), 'Wat pensioenfondsen kunnen leren van een veertig jaar oude beleggingstheorie', VBA Journaal, 2^e kwartaal 2009

Noten

- 1 In dit artikel ga ik verder vooral in op pensioenfondsen.
- 2 De discussie over het pensioencontract en eventuele leeftijdsdifferentiatie behandel ik verder niet in dit artikel (voor meer informatie zie o.a. Kortleve 2009).
- 3 Hoevenaars et al. (2009) gebruiken de techniek om de benodigde premie te berekenen als de werkgever zich als risiconemer terugtrekt.
- 4 Een 25-jarige draagt dan ca. 1.540 per jaar bij.
- 5 Fair-value ALM maakt gebruik van optietechnieken begin jaren '70 ontwikkeld en de eerste analyses bij PGGM zijn uit 2003.