



De meerwaarde van beleidsopties

Auteur(s):

Kortleve, C.E.

*De auteur is werkzaam als senior investment strategist bij het pensioenfonds PGGM. Met dank aan Koert Kuipers (ABP). Niels.Kortleve@pggm.nl***Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4421, pagina 588, 12 december 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

marktw aarde

Als pensioenfondsen hun activa en passiva tegen marktwaarde waarderen, blijkt duidelijk de meerwaarde van premie- en indexatiebeleid. Tevens kan men de waardeoverdracht tussen belanghebbenden bij beleidswijzigingen in beeld brengen.

De financiële positie van pensioenfondsen krijgt momenteel veel aandacht. Zowel pensioenfondsen als de toezichthouder gaan daar op een andere manier naar kijken. Fondsen hanteren voor de waardering van hun verplichtingen nu nog vaak een vaste rekenrente, die niet samenhangt met marktprijzen. De fondsen gaan hun verplichtingen op marktwaarde berekenen.

In dit artikel komt een methode aan de orde die op juiste wijze de meerwaarde van beleidsopties bepaalt door die correct te waarderen: niet tegen een vaste rekenrente, maar met behulp van optiemodellen. De stuurinstrumenten van pensioenfondsen, zoals voorwaardelijke indexatie en de mogelijkheid van premieverhoging, blijken een grote meerwaarde te hebben om hun financiële positie te verbeteren.

Asset Liability Management op oude leest

Binnen Asset Liability Management (alm) zoeken pensioenfondsen naar de optimale verhouding van de beleggingen (de 'assets') en de verplichtingen (de 'liabilities'), rekening houdend met het financieringsbeleid. Men maakt met behulp van alm een afweging tussen ambitie, prijs en zekerheid, wat vaak overeenkomt met de afweging tussen indexatie, premie en een acceptabel risiconiveau. In feite weegt men het risico af tegen het rendement en de premie.

In alm kijkt men met behulp van scenarioanalyses naar mogelijke ontwikkelingen om die afweging te maken. De fondsen gebruiken daarbij simulaties, vaak een duizendtal, voor het mogelijke verloop van de verplichtingen, de (loon)inflatie en de beleggingen. Het fonds analyseert de mogelijke kasstromen en maakt dan een afweging bij welk beleggingsbeleid het fonds de hoogste verwachte opbrengsten haalt - en dus de laagste gemiddelde premie en de meeste indexatie - bij een aanvaardbaar risico.

Momenteel kijkt men vooral naar het mogelijke verloop van de verwachte kasstromen in de toekomst, maar niet naar de marktwaarde daarvan. Men neemt de marktprijs van risico's niet mee in de analyse. Men kijkt naar allerlei statistische grootheden, zoals het aantal scenario's met tekorten, de mate van de tekorten, de dekkingsgraad, enzovoort. Hierbij verzuimt men echter de huidige waarde van die mogelijke tekorten te bepalen. Bij die statistische grootheden wordt meestal ook geen rekening gehouden met risicoaversie: altijd vijftig procent indexeren beoordeelt men bijvoorbeeld hetzelfde als gemiddeld vijftig procent, bestaande uit bijvoorbeeld de helft van de tijd geen indexatie en de andere helft volledige indexatie. Sinds Markowitz weten we echter al dat een zekere indexatie van vijftig procent een hogere waarde heeft dan een onzekere¹

Marktwaarde

De nieuwe pensioenwet zal als uitgangspunt hanteren dat verplichtingen worden gewaardeerd op marktwaarde. De toezichthouder is bezig met een nieuw toetsingskader waarin verzekeraars en pensioenfondsen vanaf januari 2006 hun verplichtingen moeten waarderen op marktwaarde. Ten slotte gaan de nieuwe internationale accounting standards ook uit van marktwaardering. Marktwaardering van pensioenverplichtingen wordt hiermee een feit.

Veel pensioenfondsen vinden die marktwaardering een nadeel omdat het een grotere volatiliteit in de verplichtingen laat zien. De vrees is dat de sponsorende onderneming de risico's van een mismatch op de balans van de onderneming niet meer wil lopen en de pensioenregeling zal willen aanpassen. Men kan besluiten matchend te beleggen² Dit betekent een zeker (nominaal) pensioen tegen naar verwachting een hogere gemiddelde premie met minder ruimte voor indexatie. Daarnaast kan men overgaan op een beschikbare premieregeling, waarbij de sponsor alleen nog een premiebijdrage afsprekt maar niet meer de hoogte van het pensioen. Ook in het buitenland - met name het Verenigd Koninkrijk en Denemarken - heeft de overgang naar marktwaarde vaak geleid tot een voorzichtiger beleid, waarbij men voorbijging aan enkele alternatieve beleidsopties. In dit artikel wil ik laten zien dat het onjuist waarderen van de beleidsopties leidt tot een te streng beeld. Met de juiste methode kan men niet alleen correcter waarderen, men kan ook de consequenties

van beleidswijzigingen voor de verschillende belanghebbenden laten zien.

Opties

Pensioenfondsen gebruiken ALM om hun beleid te bepalen (zie tekstkader op de vorige bladzijde). Momenteel waarderen ze hun verplichtingen vaak tegen een vaste rekenrente van vier procent en niet op marktwaarde. Verder waarderen ze voorwaardelijke kasstromen, zoals voorwaardelijke indexatie en een dynamische premie, vaak incorrect.

Men kan voorwaardelijke kasstromen op marktwaarde waarderen door gebruik te maken van technieken uit de optiemarkt³. Door alle premie-inkomsten, pensioenuitkeringen en beleggingsopbrengsten in elk van de toekomstige scenario's te bepalen en die telkens met bovengenoemde technieken contant te maken, krijgt men de marktwaarde. Daarbij houdt men niet alleen rekening met de verwachte hoogte van de kasstromen, maar ook met de onzekerheid. Hoe groter de onzekerheid, hoe lager de huidige waarde.

Omdat de kasstromen verschillend zijn in de diverse toekomstscenario's hebben we in feite te maken met opties: waardering door verdiscontering met rentes, zoals vaak gebeurt, is dan onjuist. Dit komt omdat de markt een andere waarde hecht aan duizend euro in een gunstig scenario dan in een ongunstig scenario. Dit heeft te maken met marginaal nut: een miljonair hecht minder waarde aan duizend euro extra dan een uitkeringstrekker. Toekomstige premie-inkomsten in een ongunstig scenario - denk aan een sterke premieverhoging tijdens een recessie - hebben voor een pensioenfonds dan ook een hogere waarde dan in een gunstig scenario. Door de premie-inkomsten en de verplichtingen correct te waarderen, zal blijken dat de financiële positie door de inzet van die stuurmiddelen vaak beter is dan men nu veronderstelt: het fonds kan de beleidsopties uitoefenen en de meerwaarde opnemen op zijn balans.

Marktwaarde ALM

In dit artikel gebruik ik 'marktwaarde ALM' om beleidsalternatieven te evalueren. Door kasstromen te vertalen in marktwaarde komt het te voeren beleid terug in de balans, die men kan gebruiken bij analyse van het beleid. Het nieuwe van deze aanpak is dat men toekomstig beleid uitdrukt in euro's in plaats van in moeilijker te interpreteren stochastische grootheden. 'Marktwaarde ALM' voegt daarmee een extra dimensie aan ALM toe.

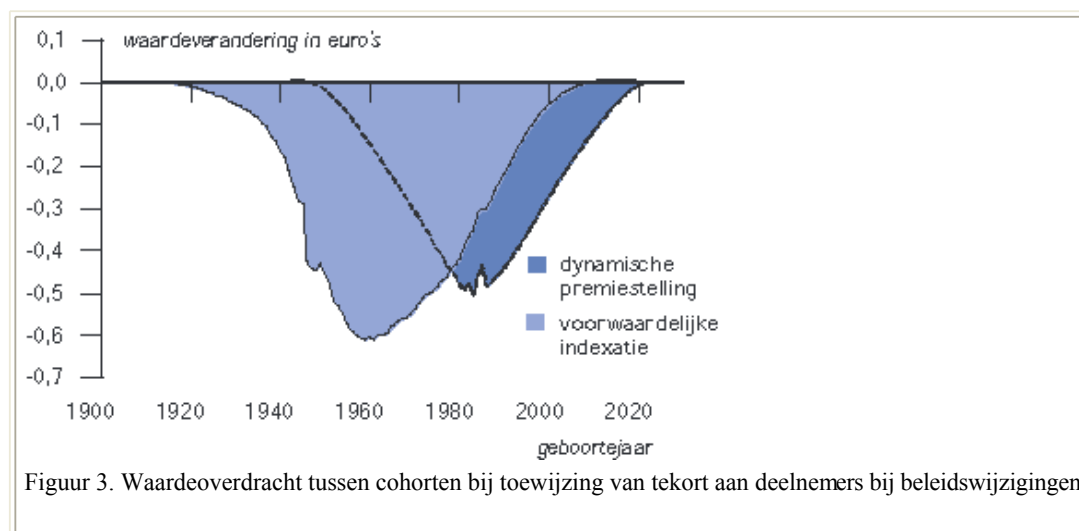
Uitgaande van een bepaald beleid kan men het fonds evalueren door de marktwaardebalans te beoordelen⁴. Aan het einde van de beleidshorizon is er zowel kans op een tekort als op een overschot. Men kan de huidige waarde van die mogelijke overschotten op de balans zetten als 'optie overschot'. Dit is het bedrag dat het fonds nu van een bank zou kunnen krijgen, als het de mogelijke overschotten over veertig jaar aan die bank zou overdragen. Dit is vergelijkbaar met in de markt verhandelde opties, waarbij de uiteindelijke waarde ook afhangt van de toekomstige situatie. Evenzo staat de waarde van de mogelijke tekorten over veertig jaar op de balans als 'optie tekort'; dit bedrag zou men moeten betalen aan bijvoorbeeld een verzekeraar om alle tekorten aan het einde van de horizon te dekken. Deze twee posten samen vervangen de klassieke sluitpost 'tekort' of 'overschot'.

Toewijzen van het tekort

In het tekstkader op de volgende pagina komen drie beleidsvarianten aan de orde. Het invoeren van een dynamisch premiebeleid en voorwaardelijke indexatie blijkt veel meerwaarde voor pensioenfondsen te hebben.

Een pensioenfonds heeft in principe geen eigen vermogen en kent ook geen tekort of overschot. Voor zover die wel op de balans staan, betreft het nog niet toebedeelde waarden, waarvoor bepaalde belanghebbenden verantwoordelijk zullen zijn⁵. Ander beleid betekent dus geen waardecreatie of -vernietiging, maar heeft waardeoverdracht tussen belanghebbenden tot gevolg. Door de expliciete pensioendeals is het oorspronkelijk onbestemde tekort toegewezen aan verschillende belanghebbenden. Men kan per cohort zien hoeveel waarde (van het tekort) zij toegewezen krijgen door de maatregelen⁶. De totale toegewezen waarde is gelijk aan de totale wijziging in de posten 'optie tekort' en 'optie overschot' samen: € 43.

Uit [figuur 3](#) blijkt dat het invoeren van de dynamische premie vooral de jongeren treft. De voorwaardelijke indexatie treft voornamelijk de ouderen.



Conclusie

Bij marktconform waarden weegt men de negatieve toekomstscenario's veel zwaarder dan de positieve. Hoge kasstromen hebben dan ook niet altijd de hoogste contante waarde. De klassieke ALM-maatstaven als percentielen en gemiddelden kunnen belanghebbenden op het verkeerde been zetten omdat een lagere gemiddelde premie voor de deelnemers niet per se goedkoper is. Marktwaarde ALM drukt de resultaten uit in een eenvoudig en eenduidig te begrijpen maatstaf, namelijk in euro's.

De meerwaarde van premie- en indexatiebeleid

Pensioenfondsen zonder sturingsmiddelen

De eerste pensioendeal is zeer rigide: het fonds vraagt in de komende veertig jaar een vaste premie van tien procent en indexeert de uitkeringen altijd met de looninflatie.

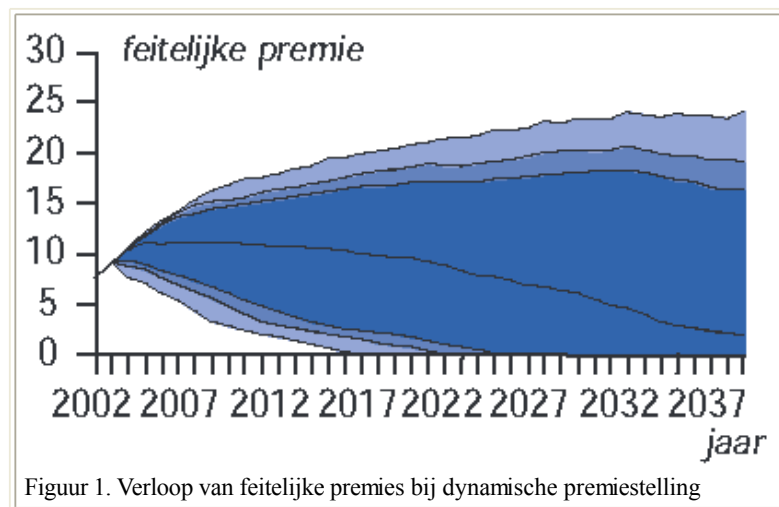
Naast de beleggingen ontvangt het fonds veertig jaar premies als inkomsten. Afhankelijk van de behaalde resultaten op de beleggingen kan het fonds na die veertig jaar zowel overschotten als tekorten hebben; de huidige waarden daarvan zijn respectievelijk € 36 en € 4. In klassieke alm-termen heeft dit fonds een tekort van € 32: het fonds heeft te weinig vermogen en premie-inkomsten om met zekerheid onvoorwaardelijk te kunnen indexeren met looninflatie.

Het is duidelijk dat deze deal onhoudbaar is. De waarde van de optie op een tekort is veel te hoog; het nu afdekken in de markt van alle mogelijke tekorten zou € 36 kosten.

Dynamische premiestelling

De kracht van een dynamische premiestelling is dat het fonds de premie kan verhogen in ongunstige tijden. Bij een lage dekkingsgraad kan een fonds extra premies vragen om de solvabiliteit te verbeteren.

In [figuur 1](#) is de mogelijke ontwikkeling van de premie in de vorm van een percentielenwolk te zien. Er ontstaat een waaier van mogelijke premieniveaus, die afhangt van de toestand in elk van de scenario's. De gemiddelde premie over de hele periode is 8,7 procent. Dit lijkt gunstig voor de actieve deelnemers ten opzichte van de vorige pensioendeal, de gemiddelde premie daalt immers van 10 procent naar 8,7 procent.



Uit balans 2 blijkt dat de contante waarde van de premies toeneemt van € 36 tot € 54: de gemiddelde premie is lager maar heeft toch een hogere marktwaarde. Daarnaast blijkt dat het saldo van de opties afneemt van € 32 naar € 14.

Gemiddeld is de premie misschien 'slechts' 8,7 procent, maar in een ongunstig toekomstscenario zal het fonds een veel hogere premie vragen, ook beduidend hoger dan de vaste tien procent van de vorige pensioendeal. Dit zijn precies de premies die nu veel zwaarder wegen voor het fonds; het marginale nut van een extra euro premie-inkomsten in een ongunstig scenario is hoog.

Voorwaardelijke indexatie

Het fonds kan naast de premie ook voorwaardelijke indexatie van de uitkeringen als beleidsinstrument inzetten. Door niet te indexeren in moeilijke tijden neemt de waarde van de uitkeringen af. Dit middel heeft ook een groot effect. Deze maatregel is gunstig voor een pensioenfonds dat een tekort wil wegwerken maar ongunstig voor vooral de gepensioneerden die de waarde van hun uitkeringen zien dalen.

In dit voorbeeld wordt uitgegaan van de volgende indexatiestafel: het fonds indexeert niet bij een dekkingsgraad van tachtig procent of lager en volledig bij honderd procent; daartussen vindt interpolatie plaats. Boven de honderd procent geeft het fonds inhaalindexatie als het in voorgaande jaren niet heeft geïndexeerd.

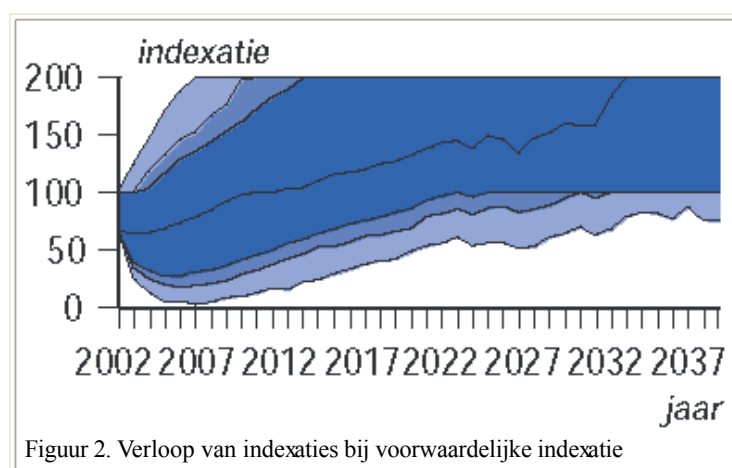
In grafiek 2 staat de gegeven indexatie als percentage van de loonstijging van dat jaar. In eerste instantie bestaat veel kans op korting op de indexatie. Rond 2012 komt de mediaan op honderd procent indexatie en lijkt het systeem de dekkinggraad op orde te hebben. Daarna vindt veel inhaalindexatie plaats.

De uitkeringen nemen met achttien euro in waarde af. De premies nemen nog eens met € 7 toe. Met al deze maatregelen kan het fonds de 'optie tekort' vrijwel wegwerken. Maar de stuurmiddelen hebben mogelijk té goed gewerkt: de 'optie overschot' neemt toe tot € 12.

Met marktwaarde ALM kan men het beleid beoordelen door te kijken naar de gevolgen van verschillende beleidsopties voor de waarde van belanghebbenden. Een ander beleid betekent niet dat het fonds waarde creëert of vernietigt. Het betekent waardeoverdracht tussen belanghebbenden of toewijzing van nog niet toegewezen waarde. Via beleidswijzigingen kan een pensioenfonds een tekort wegwerken door het toe te wijzen aan cohorten. De introductie van een dynamische premiestelling treft daarbij vooral de jongeren en de introductie van voorwaardelijke indexatie treft voornamelijk de ouderen.

Niels Kortleve

[figuur 2](#)



1 Matchend beleggen betekent beleggen in obligaties waarvan de kasstromen het spiegelbeeld vormen van de verplichtingen.

2 Zie H.M. Markowitz, Portfolio Selection, *Journal of Finance*, jrg. 7, maart 1952, blz. 77-91.

3 Men kan dat doen met deflators of 'risk neutral valuation', bekend van het Black/Scholes-model. Zie bijvoorbeeld A. Pelsser, Waardering van derivaten: risiconeutraal of deflators?, *De Actuaris*, januari 2003.

4 In dit geval is dit beleid gericht op continuïteit, inclusief nieuwe toetreders. De analyses zijn voor een gesimuleerd pensioenfonds. De getoonde beleidsvoorstellen zijn fictief ter illustratie van dit model. Bij deze analyses is de horizon veertig jaar. De beleggingsmix is statisch en bestaat in alle gevallen uit vijftig procent aandelen, veertig procent obligaties en tien procent index linked-obligaties.

5 De niet toebedeelde waarden kunnen ook garanties van de sponsor betreffen.

6 Een cohort is hierbij de groep mensen met hetzelfde geboortjaar.