

Omgaan met onvermijdbare risico's

Auteur(s):

Siegmann, A.

Lucas, A.

Molenkamp, J.B.

De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Financiering van de Economische Faculteit, Vrije Universiteit Amsterdam. Jan Bertus Molenkamp is tevens werkzaam bij Mn Services.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4345, pagina 88, 1 februari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

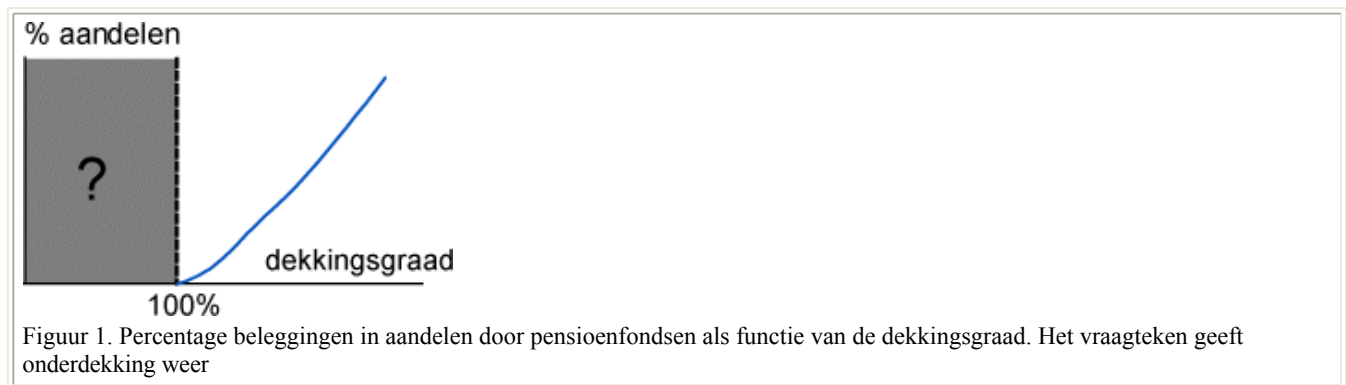
pensioenfondsen

Alleen een verantwoorde positie in risicovolle waardepapieren kan een erosie van pensioenaanspraken voorkomen.

Het kapitaaldekkend stelsel en de (voor de meeste werknemers in Nederland) verplichte deelname aan een pensioenregeling hebben geleid tot grote vermogensposities bij pensioenfondsen. Deze zijn behaald door de contributies van deelnemers te beleggen in vermogenstitels als aandelen, obligaties en onroerend goed. De Nederlandse wet bepaalt dat het vermogen van een pensioenfonds op elk tijdstip voldoende moet zijn om de huidige waarde van de verplichtingen voor honderd procent te dekken. Bij het grote publiek lijkt het idee te leven dat deze wetgeving garandeert dat opgebouwde pensioenrechten waardevast (en eventueel zelfs risicoloos) zijn. Dit is echter helemaal niet vanzelfsprekend. Pensioensparen kan worden gezien als een belegging, waarbij zowel een kosten- of rendementscomponent hoort als een risico-component. Dit is het uitgangspunt in Asset/Liability Management (ALM) studies zoals die in de praktijk door pensioenfondsen worden uitgevoerd. In dit artikel brengen we enkele belangrijke implicaties van dit uitgangspunt voor het voetlicht.

Onvoldoende buffers?

In de huidige tijden van economische teruggang en neergaande beurzen is er veel aandacht voor de vermogensbuffers van pensioenfondsen. Deze aandacht spitst zich in eerste instantie toe op actueel beleggings- en financieringsbeleid. De angst bestaat dat de (geslonken) buffers onvoldoende zijn voor het dragen van de risico's op de huidige investeringen in aandelen. Deze zorg wordt meestal gevolgd door een aanbeveling de risicovolle aandelenbelangen te reduceren, dan wel de buffers uit te breiden door bijvoorbeeld premieverhogingen. Een dergelijk geluid komt onder andere uit de hoek van de toezichhouder op de pensioenfondsen, de Pensioen- en Verzekeringkamer (PVK). In een grafiek zou diens beleid weergegeven kunnen worden als in [figuur 1](#). Bij een hogere dekkingsgraad mag een groter deel van het vermogen in aandelen worden belegd, aangezien de vermogensbuffer groter is¹. Daarentegen hoort bij teruglopende buffers een teruglopend belang van de aandelenposities. Het vraagteken links van de honderd-procentlijn geeft aan dat er in Nederland geen directe regelgeving is die precies voorschrijft wat een pensioenfonds op beleggingsgebied moet of mag doen in geval van onderdekking. Wellicht dat dit voortkomt uit de populaire idee dat pensioenen gegarandeerd zijn en onderdekking dus gewoon niet kan voorkomen.



In dit artikel willen we ingaan op deze blinde vlek en daarmee enkele dimensies aan het huidige debat toevoegen.

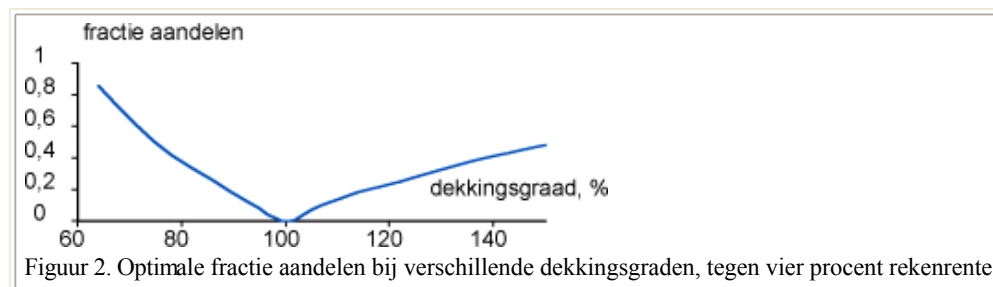
Optimaal beleggingsbeleid bij verliesaversie

In de context van pensioenfondsen onderzoekt men met ALM het optimale beleggings- en financieringsbeleid voor een gegeven pensioensysteem. Ook zonder dat er een specifieke verplichting vanuit de toezichhouder is, worden deze studies veelvuldig uitgevoerd in opdracht van financiële instellingen zoals banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen als fundering voor het beleid

richting belanghebbenden (zoals werkgevers, werknemers, pensioengerechtigden, aandeelhouders, toezichthouder, enzovoort)².

Voor een gestileerd pensioenfonds valt simpel af te leiden wat de ALM-aanpak oplevert met betrekking tot het strategisch beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Voor de doelstelling van het fonds sluiten we aan bij wat gebruikelijk is bij ALM studies: we streven naar maximalisatie van welvaart (minimalisatie van contributies) met als risicomaat de verwachte onderdekking. Onderdekking is daarbij gedefinieerd als het bedrag dat men bij het bereiken van de pensioenleeftijd tekort komt. Voor het gemak concentreren we ons op de keuze voor een eenvoudige beleggingsmix. Er zijn twee beleggingscategorieën, namelijk een risicovrije belegging (zoals obligaties), met een vast jaarrendement van bijvoorbeeld zeven procent, en een risicodragende belegging (zoals aandelen), met een onzeker rendement. Een voorbeeld van een strategische beleggingsmix voor een pensioenfonds is zestig procent aandelen en veertig procent obligaties.

Nemen we nu een horizon van vijftien jaar met één beslistmoment aan het begin van de periode, dan is het vrij makkelijk om bovenstaande doelstelling te realiseren. De resultaten zijn te zien in [figuur 2](#).



Op de horizontale as staat de dekkingsgraad tegen vier procent rekenrente, op de verticale as de optimale fractie aandelen. We zien in de figuur dat bij een dekkingsgraad van honderd procent de toekomstige (nominale) pensioenaanspraken volledig veilig kunnen worden gesteld. De optimale beleggingsmix bevat in dit geval geen aandelen. Bij een dekkingsgraad van meer dan honderd procent is er sprake van een vermogensbuffer. Deze buffer kan worden ingezet om de pensioenkosten te drukken door gebruik te maken van de risicopremie op aandelen-beleggingen. Bij dekkingsgraden beneden de honderd procent neemt het aandelenbelang toe met de dalende dekkingsgraad. Dit is een duidelijk alternatief voor het vraagteken in [figuur 1](#)³. In een situatie van onderdekking lijkt investeren in aandelen noodzakelijk.

Wanneer de pensioenaanspraken niet meer risicovrij kunnen worden gewaarborgd, moet risico worden genomen om uitholling van de pensioenaanspraken te voorkomen. Als alternatief voor een verhoging van het aandelenbelang kan men denken aan een premiestorting of een versobering dan wel uitholling van de pensioenrechten, bijvoorbeeld via lagere indexering. Beide alternatieven zorgen ervoor dat de financiële positie van het fonds naar rechts schuift op de horizontale as in [figuur 2](#).

Marktwaaarde verplichtingen

Tot zover hopen we dat de boodschap duidelijk is. Een onverkort advies tot reductie van aandelenbelangen gaat voorbij aan de gevoeligheid van dit advies voor het niveau van de huidige dekkingsgraad. Deze conclusie wordt nog scherper wanneer we rekenen met inflatie-onzekerheid. De V-vorm in [figuur 2](#) verschuift dan omhoog: aandelenbelangen dienen bij inflatieonzekerheid nooit tot nul te worden gereduceerd en risico is onvermijdelijk. Bovendien correspondeert het minimum-aandelenbelang met een reële dekkingsgraad van honderd procent. Afhankelijk van het niveau van de reële rente kan de reële dekkingsgraad hoger of lager zijn dan de door pensioenfondsen gerapporteerde actuariële dekkingsgraden.

Situatie in Nederland

Veel Nederlandse pensioenfondsen rapporteren (actuariële) dekkingsgraden van tenminste honderd procent. Zoals gezegd hebben we echter de reële of marktwaaarde-dekkingsgraad nodig. Alle eerdere berekeningen waren gebaseerd op een veronderstelling dat de rekenrente van vier procent een redelijke weergave was van de reële rente. Over de afgelopen dertig jaar is die rente echter ongeveer 3,5 procent geweest. Tel daarbij op de huidige lage niveaus van de lange (nominale) eurorente en de hogere inflatieverwachting in Nederland en het is duidelijk dat een realistische schatting voor de werkelijke reële rente aanzienlijk lager zou moeten zijn dan vier procent. Een lagere reële rente heeft een direct effect op de marktwaaarde van de verplichtingen. Tabel 1 illustreert dat door voor een aantal specifieke en voor het collectief van Nederlandse pensioenfondsen bij benadering de dekkingsgraad tegen marktwaaarde te geven [4](#).

Het is duidelijk dat veel pensioenfondsen zich eind 2000 ook bij marktwaardering van de verplichtingen gelukkig nog in het rechtergedeelte van de V-vorm uit [figuur 2](#) bevonden. Echter, we hebben ondertussen een jaar achter de rug met sterk neergaande markten. De projectie voor ultimo 2001 laat zien dat het collectief van pensioenfondsen zich aan de linkerkant van de V-vorm bevindt. Sterker nog, gegeven dat enkele grote pensioenfondsen ruim boven de honderd procent zitten, moet er een flink aantal fondsen zijn die onder de honderd procent zitten.

Conclusie

De hoge-drukmeter voor Nederlandse pensioenfondsen staat in een aantal gevallen al ver in de rode zone. Een paniekreductie van de risicovolle posities lijkt dan het laatste dat we kunnen gebruiken. Alleen een verantwoorde positie in risicovolle waardepapieren kan namelijk een erosie van de pensioenaanspraken voorkomen. De discussie zou dan ook niet zo sterk gericht moeten zijn op het voorkomen van risico, maar op het omgaan met risico's in een situatie waar deze onvermijdbaar zijn.

1 De dekkingsgraad is het quotiënt van de waarde van de activa ten opzichte van de passiva (contant gemaakt tegen vier procent rekenrente) en vormt één van de sleutelgetallen in de pensioen- en verzekeringswereld.

2 Zie C.G.E. Boender, *Asset liability management, Bestuur en management van pensioenen: regelingen, beleggingen en uitvoering*, C. Petersen (red.), Den Haag, SDU Uitgeverij, 2002.

3 De gevonden V-vorm blijft staan bij voor de hand liggende uitbreidingen van het model, zie Siegmann en anderen, *De Pensioen- en Verzekeringskamer komt van rechts*, VU Research Memorandum nr. 2, Amsterdam, 2002.

4 De dekkingsgraden zijn berekend met behulp van een schatting van de duration van de pensioenverplichtingen en gebruik makend van gegevens van het Financieele Dagblad, de PVK en The WM Company. Verdere informatie is beschikbaar bij de auteurs.