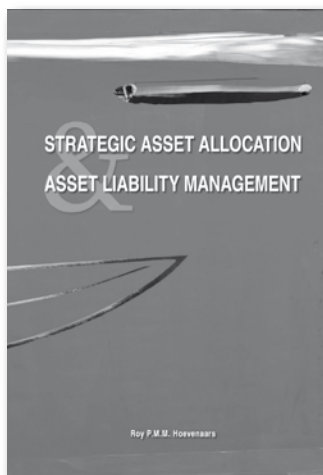


De laatste jaren is een pensioenrevolutie ontstaan waarbij de herinrichting van collectieve en individuele pensioenregelingen uitgebreid wordt besproken. Discussies rondom kosten en baten van collectieve pensioenregelingen worden gevoed door zaken als waardeoverdrachten tussen generaties, de levensloopbenadering en de *governance structure* binnen pensioenfondsen. Inzichten in de relaties tussen de verschillende belanghebbenden, werknemers, slapers, gepensioneerden, en toekomstige deelnemers, zijn cruciaal voor de houdbaarheid en continuïteit van de pensioenregeling. Hiertoe zijn de identificatie en de waardering van de impliciete afspraken in het pensioencontract een uitdaging voor beleidsmakers in de komende jaren. Deze vaak voorwaardelijke afspraken kunnen worden gezien als *embedded* financiële opties. Het proefschrift ontwikkelt econometrische modellen die deze embedded opties binnen een pensioenregeling identificeren en waarderen voor verschillende generaties. Traditionele *asset liability management* (ALM) studies dienen te worden uitgebreid met deze nieuwe ALM-aanpak, omdat nu beter inzichtelijk kan worden gemaakt wat de gevolgen zijn van beleidswijzigingen voor de individuele deelnemers. Embedded opties ontstaan door voorwaardelijke afspraken en condities in expliciete pensioencontracten. Bij veel pensioenfondsen is de ophoging van pensioenen met inflatie-indexatie afhankelijk van de financiële positie van het fonds. Deze embedded indexatie-optie kan worden geïnterpreteerd als een put-optie voor het pensioenfonds die geschreven is door de deelnemers. Wanneer de financiële positie van het fonds dusdanig verslechtert dat volledige inflatiecompensatie niet realistisch lijkt, komt de put-optie *in-the-money* en kan het fonds de optie uitoefenen, wat leidt tot gedeeltelijke inflatiecompensatie. Ondanks dat een conditioneel indexatiebeleid het fonds robuuster maakt voor een verdere verslechtering van de positie, vinden er impliciet waardeoverdrachten plaats tussen deelnemers. In tegenstelling tot aandelenopties worden de belanghebbenden in het fonds niet automatisch gecompenseerd voor de impliciete risico's en waardeoverdrachten. Door de embedded indexatie-optie voor elke generatie te waarderen wordt inzichtelijk welke generaties de lasten en welke de lusten dragen. Dit proefschrift illustreert deze nieuwe *value-based* ALM-aanpak door een aantal recente wijzigingen in de Nederlandse pensioenindustrie te evalueren. Het toont de intergenerationele waardeoverdrachten als gevolg van wijzigingen in het beleggings-, premie- en indexatiebeleid. In een realistisch uitgewerkt voor-



Hoevenaars, R. (2008) *Strategic asset allocation and asset liability management*. Maastricht: Datawyse.

beeld lijkt een risicovollere beleggingsmix gunstiger voor jongere dan oudere deelnemers. Door de hogere verwachte beleggingsopbrengsten kan de premie worden verlaagd. Hier hebben met name de jongeren baat bij, terwijl ouderen slechter af zijn door een hoger indexatierisico op de korte termijn. De invoering van een flexibele premie en/of indexatiebeleid leidt ook tot waardeoverdrachten. Zo hebben jongeren meer baat gehad bij de recente overgang van traditionele *defined benefit*-regelingen met een variabele premie naar meer hybride pensioenregelingen met variabele indexatie. In dergelijke regelingen dient de werknemerspremie niet langer als enige instrument om een

verslechtering van de financiële positie van het fonds bij te sturen, en is het effect van conditionele indexatie veel groter. Vooral jongere werknemers hebben baat bij het achterblijven van een premieverhoging in economisch slechte tijden, zonder dat zij veel last hebben van de lagere indexatie. Het proefschrift gaat ook in op de verborgen waardeoverdrachten bij zogenaamde *liability-driven* beleggingsstrategieën. Deze zijn momenteel een veel besproken onderwerp in de beleggingsindustrie. Als gevolg van nieuwe financiële toetsingskaders hebben veel pensioenfondsen in binnen- en buitenland dynamische beleggingsstrategieën geanalyseerd. Hierbij ligt de nadruk op het reduceren van het renterisico op de balans van een pensioenfonds op de korte termijn. Dergelijke beleggingsstrategieën hoeven niet overeen te komen met de langetermijnhorizon van een pensioenfonds. Het kan zo zijn dat de bescherming tegen kortetermijnrisico's ten koste gaat van hun indexatiekwaliteit van de huidige gepensioneerden, en van een gezonde toekomstige financiële positie voor de huidige werkende en toekomstige jongere generaties. Dit kan een gevaar zijn voor de houdbaarheid van het pensioenstelsel. Kortom, dit proefschrift beweert dat value-based ALM een noodzakelijke uitbreiding is van traditionele ALM-studies zoals deze nu door pensioenfondsen en consultants worden gebruikt. Het toont hoe embedded opties waardeoverdrachten tussen generaties inzichtelijk maken als gevolg van een wijziging in het pensioenbeleid. Dergelijke inzichten in de relaties tussen gepensioneerden, werkenden, slapers en toekomstige deelnemers zijn essentieel voor de houdbaarheid en continuïteit van de collectieve pensioenregelingen.

ROY HOEVENAARS

Senior portfolio manager bij APG Vermogensbeheer en onderzoeker aan de Universiteit Maastricht