

# Pensioenfondsen

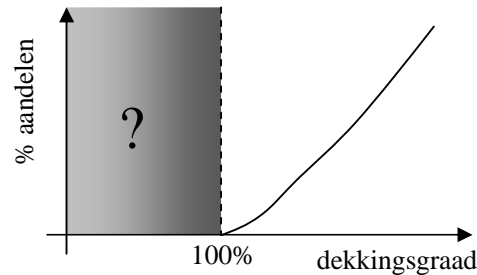
## Omgaan met onvermijdbare risico's

(geplaatst in EBS 87, p.88-89, 2002)

door Arjen Siegmann, André Lucas en Jan Bertus Molenkamp

Het kapitaaldekkend stelsel en de (voor de meeste werknemers in Nederland) verplichte deelname aan een pensioenregeling heeft 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 bepaald dat het vermogen van een pensioenfonds op elk tijdstip voldoende moet zijn om de huidige *waarde* van de verplichtingen voor honderd procent te dekken. Het idee lijkt te leven bij het grote publiek 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.

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 toezichthouder op de pensioenfondsen, de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK). In een grafiek zou het beleid van de PVK weergegeven kunnen worden als in Figuur 1. Deze figuur geeft het percentage belegd in aandelen als



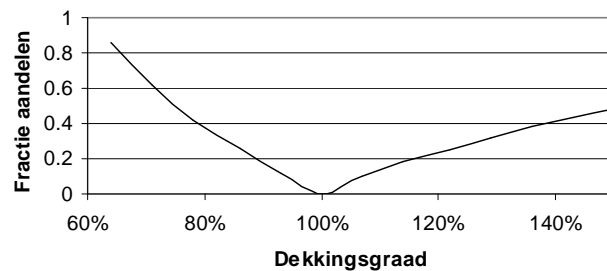
**Figuur 1**

functie van de dekkingsgraad.<sup>1</sup> Bij een hogere dekkingsgraad mag een groter deel van het vermogen in aandelen worden belegd, aangezien de vermogensbuffer groter is. Daarentegen hoort bij teruglopende buffers een teruglopend belang van de aandelenposities. Het vraagteken links van de 100-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* vóórkomen. 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

<sup>1</sup> De dekkingsgraad is het quotiënt van de waarde van de activa ten opzichte van de passiva (contant gemaakt tegen 4% rekenrente) en vormt één van de sleutelgetallen in de pensioen- en verzekeringswereld.



**Figuur 2**

de toezichthouder is, worden ALM-studies veelvuldig uitgevoerd in opdracht van financiële instellingen zoals banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.<sup>2</sup> als fundering voor het beleid richting belanghebbenden (bv. werkgevers, werknemers, pensioengerechtigden, aandeelhouders, toezichthouder, enz.).

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, bijvoorbeeld obligaties, met een vast jaarrendement van bijvoorbeeld 7%, en een risicodragende belegging, bijvoorbeeld aandelen, met een onzeker rendement. Een voorbeeld van een strategische beleggingsmix voor een pensioenfonds is 60% aandelen en 40% obligaties.

Nemen we nu een horizon van 15 jaar met één beslismoment aan het begin van de periode, dan is het vrij makkelijk om bovenstaande doelstelling te optimaliseren. De resultaten zijn te zien in Figuur 2. Op de horizontale as staat de dekkingsgraad tegen 4% rekenrente, op de verticale as de optimal 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 aandelenbeleggingen. Bij dekkingsgraden beneden de honderd procent neemt het aandelenbelang toe bij een dalende dekkingsgraad. Dit is een duidelijk alternatief voor het vraagteken in Figuur 1<sup>3</sup>. 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/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.

### **Marktwaardering van de verplichtingen: nog meer hens aan dek?**

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.

Veel Nederlandse pensioenfondsen rapporteren (actuariële) dekkingsgraden van tenminste honderd procent. Zoals gezegd hebben we echter de reële of marktwaarde-dekkingsgraad nodig. Alle eerdere berekeningen waren gebaseerd op een veronderstelling dat de rekenrente van 4% een redelijke weergave was van de reële

<sup>2</sup> Zie Boender, C.G.E. (2002): "Asset Liability Management," in *Bestuur en management van pensioenen: regelingen, beleggingen en uitvoering*, Carel Petersen (red.), Den Haag: SDU Uitgeverij.

<sup>3</sup> De gevonden V-vorm blijft staan bij voor de hand liggende uitbreidingen van het model, zie Lucas, Molenkamp, Siegmann: "De Pensioen- en Verzekeringskamer komt van rechts: Buffervorming en beleggingsbeleid bij Nederlandse pensioenfondsen.", VU Research Memorandum 2002-2.

rente. Over de afgelopen 30 jaar is die rente echter ongeveer 3,5% geweest. Tel daarbij op de huidige lage niveaus van de lange (nominale) euro-rente 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 4%. Een lagere reële rente heeft een direct effect op de marktwaarde van de verplichtingen. Tabel 1 illustreert dat door voor een aantal specifieke en voor het collectief van Nederlandse pensioenfondsen bij benadering de dekkingsgraad tegen marktwaarde te geven.<sup>4</sup>

**Tabel 1**

Fonds	Gerapporteerde actuariële dekkingsgraad eind 2000	Marktwaarde- dekkingsgraad bij gemiddelde inflatie van 2%
ABP	132%	114%
BPMT	133%	115%
UNILEVER	196%	169%
HAGEMEIER	156%	135%
AKZO NOBEL	124%	107%
ABN AMRO	133%	115%
DSM	150%	129%
KPN	136%	117%
PHILIPS	153%	132%
ING	141%	122%
KON. OLIE	163%	141%
Collectief NL Pensioenfondsen	133%	115%
Projectie eind 2001 voor collectief NL Pensioenfondsen	113%	98%

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.

Concluderend, 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.

*De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Financiering van de Economische Faculteit, Vrije Universiteit Amsterdam. Jan Bertus Molenkamp is tevens werkzaam bij Mn Services en schrijft dit artikel op persoonlijke titel.*

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