

# Value Based ALM: last of hulpmiddel?

April 2021

108.365



## Abstract

Waar in de wereld van verzekeraars Value Based waardering al jaren is ingeburg-erd, is dit bij pensioenfondsen nog relatief onbekend en nieuw. Een enkeling is dit tegengekomen in de holistische balansconstructie van EIOPA, maar verder houden pensioenfondsen zich tot nu toe vooral bij 'gewoon' ALM. De komst van het pensioenakkoord maakt echter dat Value Based ALM (VBA) nu bij alle pensioenfondsen op tafel komt. In de uitwerking van het pensioenakkoord zien we Value Based ALM namelijk op twee plekken terugkomen: in de toets op evenwichtigheid en in de vaststelling van de omzetting van huidige opgebouwde aanspraken naar individuele kapitalen (invaren).



# Inhoud

<b>Value Based ALM: last of hulpmiddel?</b>	<b>3</b>
<b>Wat is Value Based ALM?</b>	<b>3</b>
<b>Relevante theorie: risiconeutrale scenario's</b>	<b>4</b>
<b>VBA als evenwichtigheidstoets</b>	<b>5</b>
<b>VBA als basis voor invaren</b>	<b>7</b>
<b>Kanttekeningen</b>	<b>9</b>
<b>Conclusie</b>	<b>10</b>



# Value Based ALM: last of hulpmiddel?

Waar in de wereld van verzekeraars Value Based waardering al jaren is ingeburgerd, is dit bij pensioenfondsen nog relatief onbekend en nieuw. Een enkeling is dit tegengekomen in de holistische balansconstructie van EIOPA, maar verder houden pensioenfondsen zich tot nu toe vooral bij 'gewoon' ALM. De komst van het pensioenakkoord maakt echter dat Value Based ALM (VBA) nu bij alle pensioenfondsen op tafel komt. In de uitwerking van het pensioenakkoord zien we Value Based ALM namelijk op twee plekken terugkomen: in de toets op evenwichtigheid en in de vaststelling van de omzetting van huidige opgebouwde aanspraken naar individuele kapitalen (invaren).

In veel reacties op de consultatiedocumenten lezen we toch vooral negatieve reacties op de introductie van VBA in de besluitvorming. Bij nader bestuderen van deze reacties lijken deze toch vooral gedreven vanuit specifieke vraagstukken en situaties waarin VBA niet tot de gewenste inzichten leidt. Voor andere vraagstukken en situaties heeft VBA juist wel toegevoegde waarde, want VBA biedt inzichten die met reguliere ALM-berekeningen veel moeilijker of zelfs niet in beeld kunnen worden gebracht. **In dit artikel zetten we uiteen wat VBA is, hoe deze kan en moet worden ingezet in de besluitvorming rondom de transitie naar een nieuw pensioenstelsel en wanneer dit wel en niet bruikbaar is.**

## Wat is Value Based ALM?

Kortgezegd geldt dat Value Based ALM een methodiek is om een (complex) financieel product te waarderen, zoals bijvoorbeeld een pensioencontract met alle premie-, indexatie- en kortingsopties die hierin zitten. Voor pensioencontracten is het een manier om inzicht te krijgen in de vraag hoeveel van het totale pensioengeld nu (impliciet) is bestemd voor welke groep/deelnemer. Hierbij geldt dat de som van alle individuele waarden gelijk is aan het huidige pensioenvermogen, waarbij ook toekomstige deelnemers onderdeel kunnen zijn van de bestemming van het huidige pensioenvermogen. En als we weten hoeveel in het huidige contract voor wie bestemd is, kunnen we ook bekijken wat hierin verandert als we het contract wijzigen.

# Relevante theorie: risiconeutrale scenario's

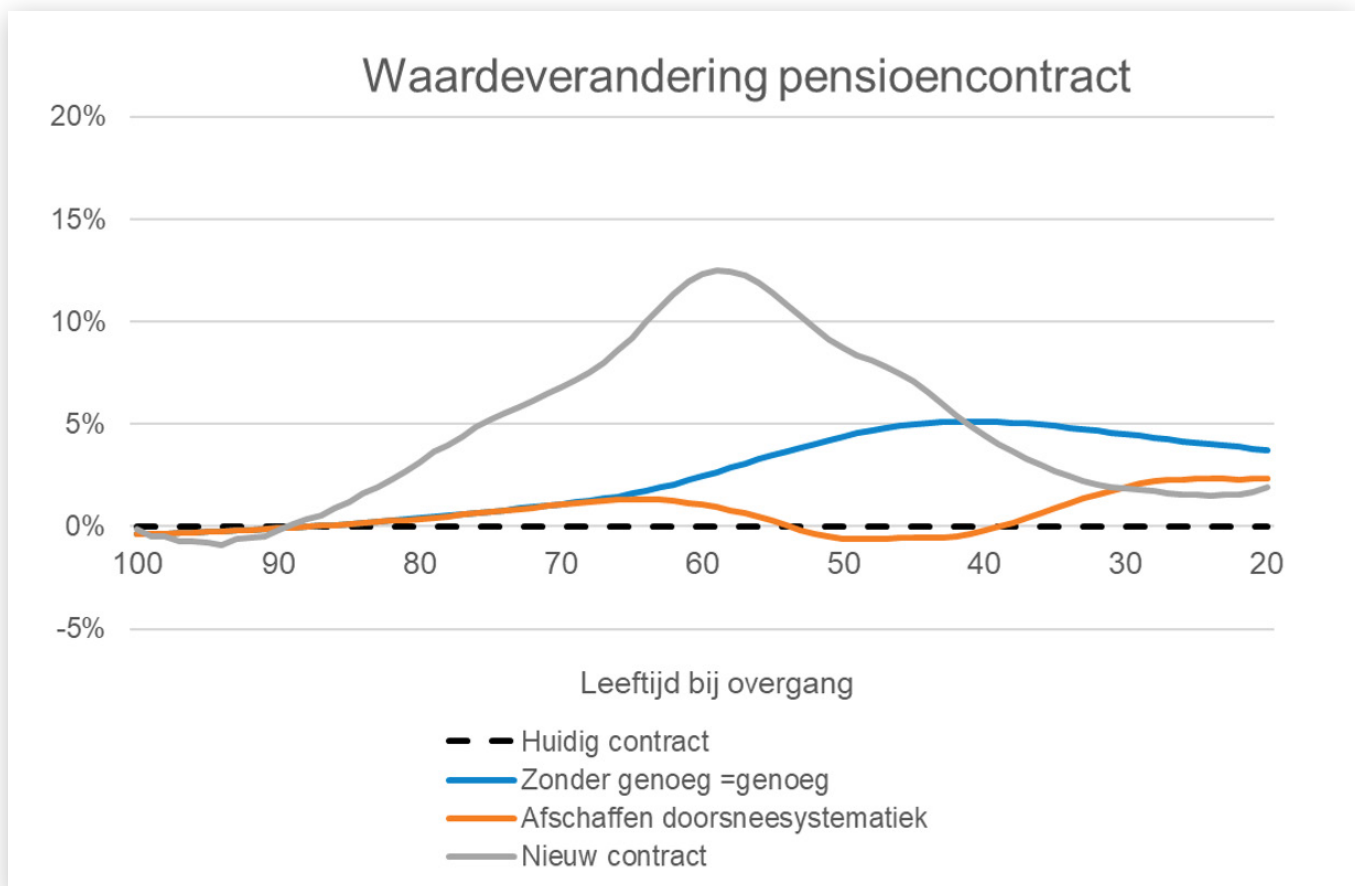
Voor Value Based ALM gebruiken we risiconeutrale scenariosets. Deze scenariosets zitten zodanig in elkaar dat de verwachte (verdisconteerde) waarde van een belegging, of dat nu kas, een veilige langlopende obligatie of een aandeel is, altijd gelijk is aan de huidige marktprijs. De verwachte (verdisconteerde) waarde is de risiconeutrale waardering van kasstromen die voortkomen uit het product of toekomstige verkoopwaarde van dit product. Nu is deze waardering voor de genoemde voorbeelden van een kasproduct, langlopende obligatie of aandeel misschien niet nodig, deze kan uit de markt worden afgelezen. Dat geldt zelfs voor complexere financiële producten zoals opties.

De informatie uit de huidige marktwaardering van deze complexere producten, zoals aandelen- en renteopties, gebruiken we om de risiconeutrale scenario's te bepalen. Vanuit de huidige marktvolatiliteiten en huidige prijzen kunnen we immers aflezen hoe risico's door de markt worden geprijsd. Hieruit kunnen we scenario's maken die ervoor zorgen dat de verwachte (verdisconteerde) waarde van de kasstromen uit dergelijke optieproducten bij de huidige marktvolatiliteit precies gelijk is aan de huidige marktprijs.

Merk op dat dit anders is dan reguliere ALM-scenario's, waarin (onder andere) risicopremies ervoor zorgen dat de verwachte (verdisconteerde) waarde van een risicovollere belegging hoger is dan de verwachte (verdisconteerde) waarde van een risicovrije belegging.

# VBA als evenwichtigheidsstoets

Eén van de onderdelen waar Value Based ALM terugkomt in de concept wetteksten, is als verplicht onderdeel van de evenwichtigheidsstoets bij overgang naar een nieuw contract. Deze evenwichtigheidsstoets is onderdeel van het transitieplan dat sociale partners moeten opstellen. In de evenwichtigheidsstoets wordt door middel van 'netto profijt' voor verschillende groepen deelnemers getoond hoeveel zij er in waardering van het pensioencontract op voor- of achteruitgaan. In de waardering van zowel het huidige als het nieuw beoogde contract worden alle optionaliteiten, zoals in voorgaande paragraaf beschreven, uit de contracten mee gewaardeerd.



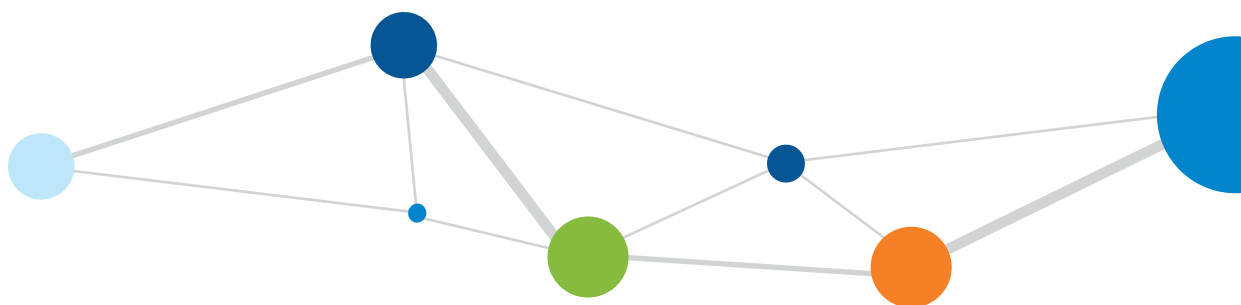
**Voorbeeld ontwikkeling netto profijt. In stapjes van huidig pensioencontract naar het nieuwe pensioencontract met solidariteitsbuffer. De stapjes zijn steeds een toevoeging ten opzichte van de voorgaande stap.**

Vanuit de vele analyses die inmiddels gedaan zijn naar het netto profijt bij overgang naar een WVP- of nieuw pensioencontract (NPC), zien we dat de waardering van een WVP of NPC regeling voor zittende generaties vaak hoger is dan van het huidige FTK-contract. De verklaring zit in het feit dat het huidige FTK-contract sterk gericht is op het opbouwen van buffers en het contract bij hoge dekkingsgraden niet compleet is. Dit betekent dat hoge dekkingsgraden niet worden uitgekeerd in een hoger pensioen en daarmee beschikbaar blijven voor toekomstige generaties, of zelfs helemaal niet uitgekeerd worden en in het fonds blijven hangen. Bij lage dekkingsgraden is het FTK wel compleet. Immers bij een aanhoudend dekkingstekort moet onder het reguliere FTK de dekkingsgraad teruggebracht worden naar het Minimaal Vereiste Vermogen van ongeveer 104%.

De nieuwe contracten zijn wel compleet, waardoor mee- en tegenvallende rendementen verdeeld worden en er maximaal 15% aan buffer kan zijn. Hierdoor wordt na transitie minder geld doorgeschoven naar jongere en toekomstige generaties.

Tegelijk weten we dat het afschaffen van de doorsneesystematiek leidt tot een achteruitgang in de waardering van het contract voor bijna alle actieve deelnemers. Met name de groep rond leeftijd 45-50 zal hun waardering flink zien zakken. Zij hebben immers tot op dit moment een hogere premie betaald dan de kostprijs van hun pensioen, en vanaf dit moment zouden zij onder het huidige FTK-regime “profiteren” en juist een lagere prijs voor hun pensioen betalen dan de kostprijs.

In de Memorie van Toelichting is opgenomen dat “Uit de doorrekeningen [van het CPB en 13 pensioenfondsen] blijkt dat het nadelige effect van de afschaffing van de tijdsevenredige opbouw en het positieve effect van de overstap op een nieuw pensioencontract elkaar – gegeven de actuele economische uitgangspunten – in hoge mate compenseren.”



Dit is inderdaad wat het algemene beeld laat zien. Geldt dit altijd? Nee. Belangrijk is om op te merken dat in de genoemde doorrekeningen altijd is gerekend vanuit een premiedekkingsgraad van 100% in het huidige contract en ook alleen is gekeken naar volledige leeftijdscohorten. Wanneer we de effecten bekijken voor fondsen die op dit moment een significant lagere premiedekkingsgraad hanteren, kunnen we wel degelijk een achteruitgang zien voor actieve deelnemers van bepaalde leeftijdsgroepen. Daarnaast weten we dat de impact van het afschaffen van de doorsneesystematiek toeneemt naarmate de rente stijgt, dus is het niet uit te sluiten dat ook wanneer de rente stijgt, het netto profijt voor meer (met name actieve) leeftijdsgroepen zal dalen.

Het is dan aan de sociale partners en het bestuur van een fonds om te beoordelen (en toe te lichten) in hoeverre dit evenwichtig is of dat verdere compensatie van deze groepen nodig is.

In de concept wetteksten is toepassing van VBA nu voorgeschreven in de evenwichtigheidstoets. In onze opinie moet deze wel worden aangevuld met reguliere ALM-maatstaven, waarmee bijvoorbeeld de pensioenverwachting in een gemiddeld en goed- en slechtweerscenario kan worden bekeken evenals de jaarlijkse volatiliteit van de uitkeringen en kapitalen om een volledig beeld van de impact voor deelnemers te krijgen. Wij zien toepassing van VBA in de toets op evenwichtigheid echter wel als een zeer waardevol instrument om inzicht te verkrijgen in de totale impact van veranderingen in zowel verwachting als risico in de transitie naar het nieuwe stelsel.

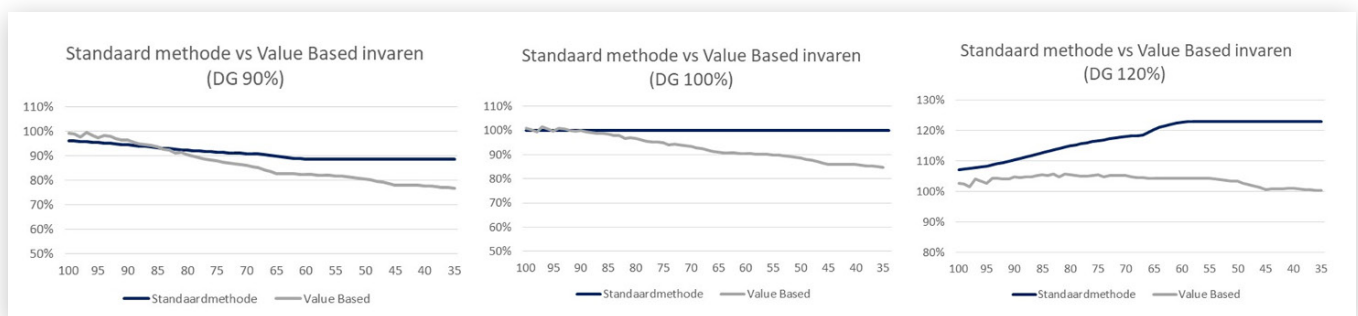
# VBA als basis voor invaren

Het tweede onderdeel waar Value Based ALM terugkomt in de concept wetteksten is als mogelijke methode om het bestaande collectieve vermogen om te zetten in individuele kapitalen bij invaren. VBA geldt hier als alternatieve verdelingsmethode, naast de 'standaardmethode'.

Bij de standaardmethode is de aanwezige buffer, die wordt bepaald als het verschil tussen het aanwezige vermogen en de waarde van de pensioenverplichtingen, leidend. De standaardmethode verdeelt de aanwezige buffer, na aftrek van de vorming van een eventuele solidariteitsbuffer en/of compensatiedepot, alsof deze in 10 jaar geleidelijk zou worden toegeedeeld.

De Value Based methodiek biedt een alternatief voor de verdeling van het aanwezige fondsvermogen. Bij deze methodiek is de risiconeutrale waardering van het huidige contract leidend bij de bepaling van hoeveel kapitaal deelnemers in het nieuwe contract als startkapitaal meekrijgen.

We zien grote verschillen tussen beide methoden, zoals onderstaande figuur illustreert.



Voorbeeld invaren volgens standaardmethode versus Value Based methode.



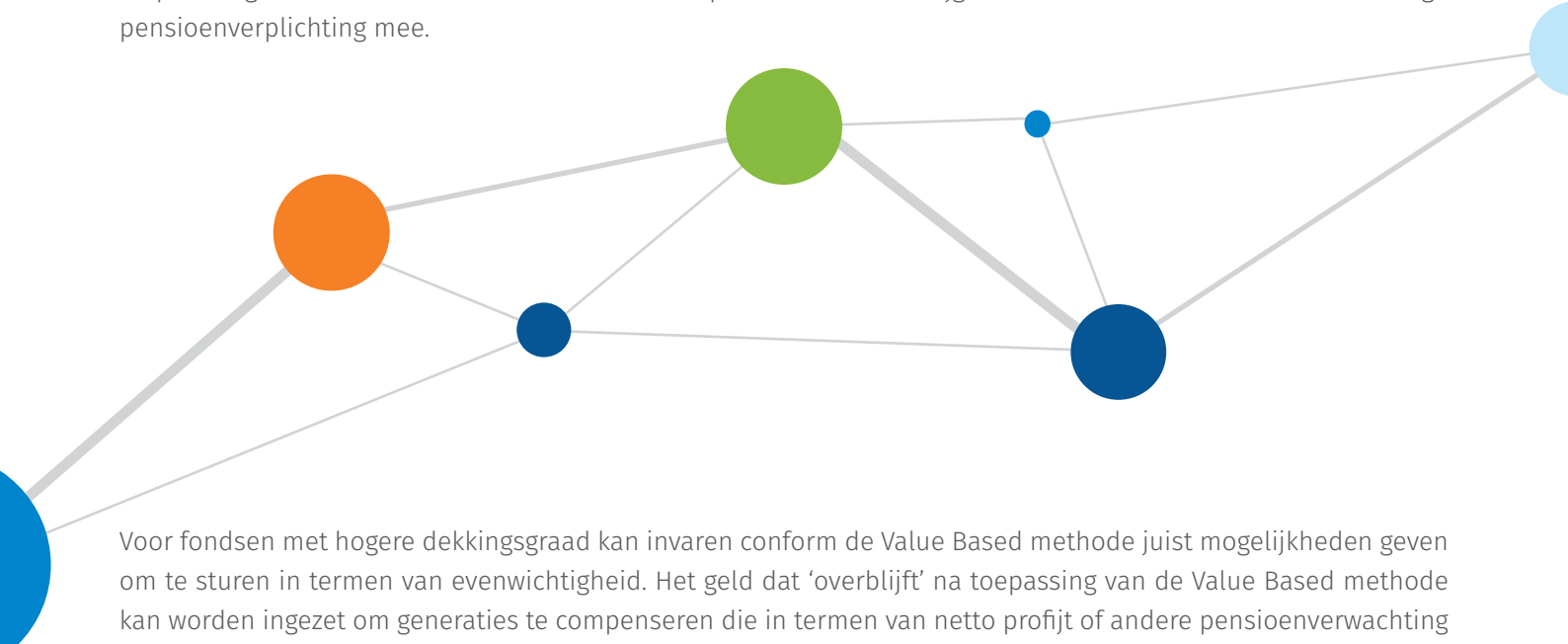


Bij de standaardmethode wordt het volledige fondsvermogen bij invaren omgezet in individuele kapitalen. Omdat het huidige FTK-contract sterk gericht is op het opbouwen van buffers en het contract bij hoge dekkingsgraden niet compleet is, geldt dat bij omzetting conform de Value Based methode slechts een deel van het aanwezige fondsvermogen wordt omgezet in individuele kapitalen.

Hierbij merken we op dat de uitkomst van de Value Based waardering afhangt van het gehanteerde beleggingsbeleid. In het algemeen zal gelden: hoe risicovoller het beleggingsbeleid is, hoe groter de kans is op het moeten korten van de aanspraken, en hoe groter de kans is dat er vermogen "over blijft". Bij het toepassen van de Value Based waardering is het daarom belangrijk om realistische uitgangspunten te hanteren over onder andere het beleggingsbeleid bij hoge dekkingsgraden.

Het toepassen van Value Based waardering bij invaren leidt er toe dat bij een dekkingsgraad van 100% vrijwel alle deelnemers minder kapitaal meekrijgen dan op dit moment voor hen gereserveerd is in de pensioenverplichtingen en dat veelal pas bij een dekkingsgraad van 115%-120% de volledige VPV kan worden meegegeven.

De vraag is of dit erg is. In onze optiek zal voor dekkingsgraden lager dan 100% veelal de standaardmethode beter toepasbaar en uitlegbaar zijn. Op dat moment is er immers geen overschot ten opzichte van de nominale verplichtingen dat kan worden verdeeld en op deze manier krijgen deelnemers minimaal hun huidige pensioenverplichting mee.



Voor fondsen met hogere dekkingsgraad kan invaren conform de Value Based methode juist mogelijkheden geven om te sturen in termen van evenwichtigheid. Het geldt dat 'overblijft' na toepassing van de Value Based methode kan worden ingezet om generaties te compenseren die in termen van netto profijt of andere pensioenverwachting de minste vooruitgang of zelfs achteruitgang zien. Hierbij kan zelfs als randvoorwaarde worden aangehouden dat deelnemers minimaal hun huidige pensioenverplichting als kapitaal meekrijgen. Daarmee geldt naar onze mening vooral voor fondsen met een hogere dekkingsgraad dat zij voor invaren zowel de standaardmethode als de Value Based methode tegen elkaar moeten/kunnen afwegen en hierin de keuze kunnen maken die het beste aansluit bij een in hun ogen evenwichtige transitie.

Een andere reden om minimaal de VPV tot 100% volgens de standaardmethode te verdelen, is dat sociale partners kunnen besluiten de pensioenopbouw elders onder te brengen. In dat geval gaat het fonds door als gesloten fonds en heeft het de mogelijkheid om vanaf dat moment de pensioenaanspraken over te brengen naar een verzekeraar of een beleggingsbeleid te voeren dat als doel heeft om de nominale aanspraken maximaal te beschermen. Dit is precies de aanname achter de standaardmethode waarbij een tekort conform de MVEV methode wordt afgerekend tot een dekkingsgraad van 100% wordt bereikt en vervolgens de nominale aanspraak zeker wordt gesteld.





# Kanttelingen

Bij het gebruik van Value Based ALM is wel een aantal kanttekeningen te maken. Ten eerste is belangrijk om op te merken dat de uitkomsten sterk samenhangen met de gemaakte veronderstellingen. Zo is het erg van belang welk beleid (o.a. premie en beleggingsbeleid) er voor de komende, zeg 80, jaar wordt verondersteld in zowel het huidige als het nieuwe contract. Daarnaast speelt het economisch startpunt, waarop zowel de renteontwikkeling als de marktprijzen in de risiconeutrale scenarioset worden gebaseerd, een belangrijke rol.

Dit geldt echter voor alle type impactanalyses naar de overgang en ook voor de zogenaamde URM-analyses die inzicht geven in het verwacht, goed weer en slecht weer pensioen. Er zullen toekomstprojecties moeten worden gemaakt waarin aannames met betrekking tot zowel de inrichting van beide contracten als de economische aannames van groot belang zijn.

Dit moeten we ons realiseren bij het uitvoeren en beoordelen van de uitkomsten van een evenwichtigheidstoets. De uitkomsten zijn geen absolute waarheid en geven vooral richtingen aan. Hard sturen op een nullijn in termen van netto profijt is daarmee niet noodzakelijk. Dit kan bijvoorbeeld in een specifieke combinatie van economisch startpunt en beleidsveronderstellingen het geval zijn, maar bij gewijzigde omstandigheden of veronderstellingen toch weer net anders uitpakken.

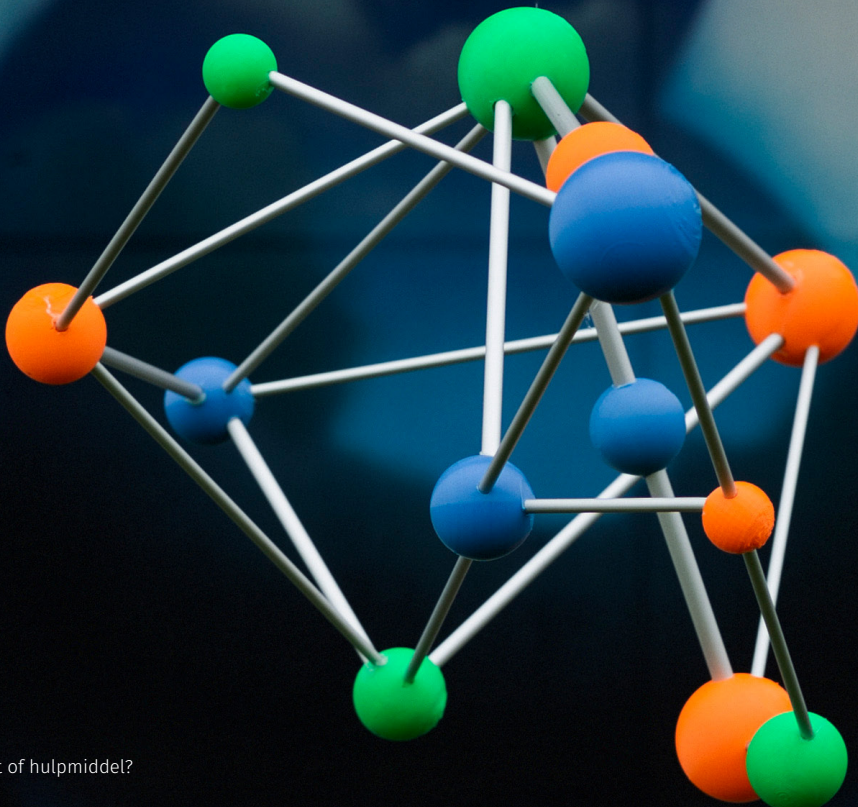
De sociale partners en fondsbesturen zullen daarmee vooral met een pragmatische blik naar de uitkomsten moeten kijken. Zijn de verschillen met het huidige contract niet te groot? En zijn de verschillen tussen verschillende groepen deelnemers uitlegbaar?



# Conclusie

Alles bij elkaar achten wij toepassing van Value Based ALM in de evenwichtigheidstoets van grote toegevoegde waarde. Met dit instrument kan inzicht worden verkregen in de totale impact van veranderingen in zowel verwachting als risico in de transitie naar het nieuwe stelsel. Zeker wanneer deze nog wordt aangevuld met reguliere ALM-maatstaven, waarmee bijvoorbeeld de pensioenverwachting in een gemiddeld en goed- en slechtweerscenario kan worden bekeken evenals de jaarlijkse volatiliteit van de uitkeringen en kapitalen, kan op deze manier een totaalbeeld worden verkregen van de impact van de transitie voor verschillende groepen deelnemers en de evenwichtigheid in de overgang.

Voor invaren geldt in onze optiek dat voor dekkinggraden lager dan 100% veelal de standaardmethode beter toepasbaar en uitlegbaar zal zijn. Op dat moment is er immers geen overschot dat kan worden verdeeld en op deze manier krijgen deelnemers minimaal hun huidige pensioenverplichting mee. Voor fondsen met hogere dekkinggraad kan invaren conform de Value Based methode juist wel mogelijkheden geven om te sturen in termen van evenwichtigheid. Het geldt dat 'overblijft' na toepassing van de Value Based methode kan aan die generaties worden toebedeeld die in termen van netto profijt of andere pensioenverwachting de minste vooruitgang of zelfs achteruitgang zien. Hierbij kan zelfs als randvoorwaarde worden aangehouden dat deelnemers minimaal hun huidige pensioenverplichting als kapitaal meekrijgen. Daarmee geldt naar onze mening vooral voor fondsen met een hogere dekkinggraad dat zij voor invaren zowel de standaardmethode als de Value Based methode tegen elkaar moeten/kunnen afwegen en hierin de keuze kunnen maken die het beste aansluit bij een in hun ogen evenwichtige transitie.





# Contact



## Chantal de Groot

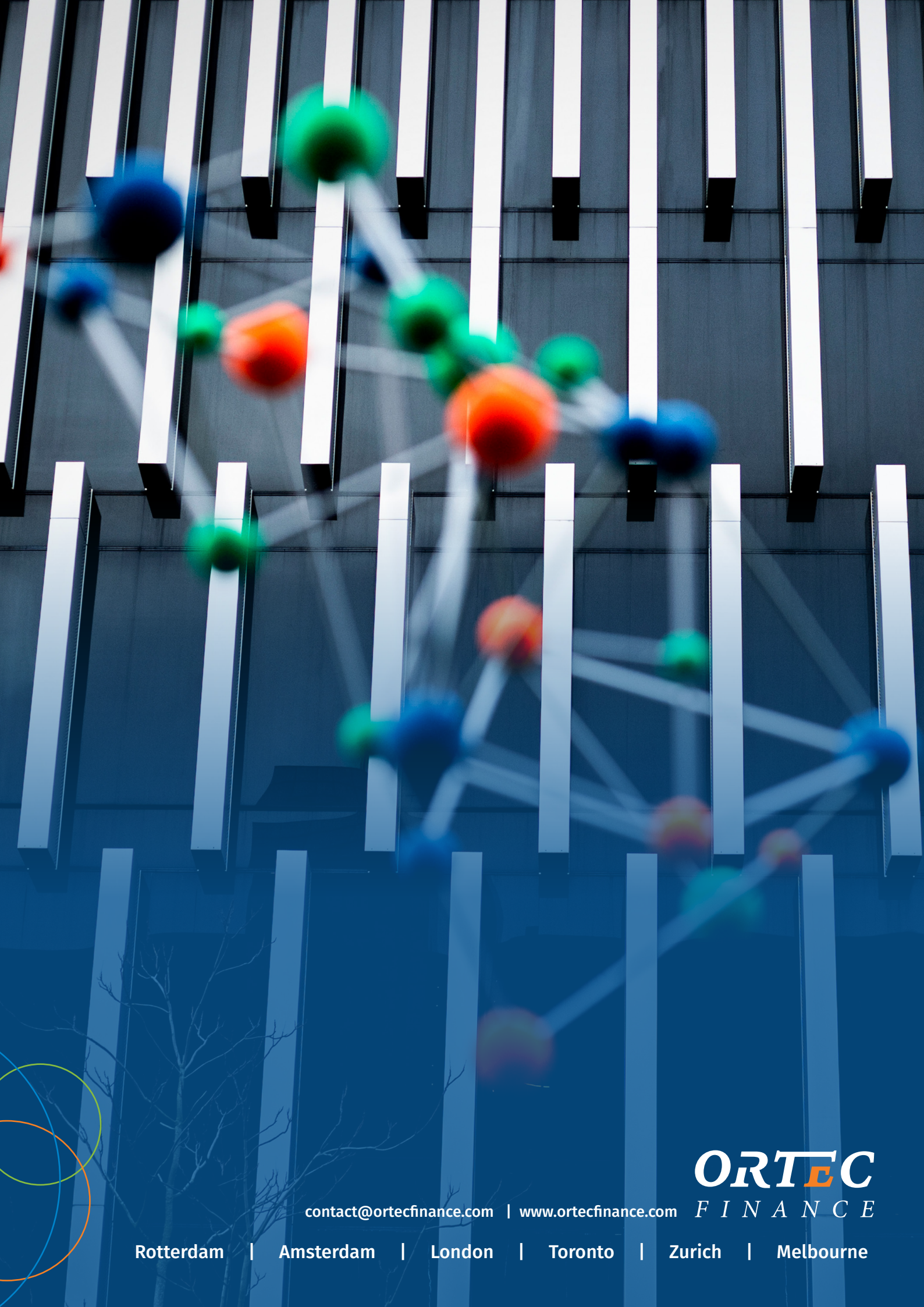
Team leader Client Servicing  
+31 10 700 56 43



## Sacha van Hoogdalem

Managing Director  
+31 10 700 56 31





**ORTEC**  
FINANCE

[contact@ortecfinance.com](mailto:contact@ortecfinance.com) | [www.ortecfinance.com](http://www.ortecfinance.com)

Rotterdam | Amsterdam | London | Toronto | Zurich | Melbourne