

LANDBOUWSUBSIDIES EN BELEGGINGSRESTRICTIES UITRUILEN



F.R. Valkenburg AAG RBA is zelfstandig actuaaris en voorzitter van het Pensions Committee van de Actuarial Association of Europe (AAE).

In Europa kunnen een akkoord op het gebied van het landbouwbeleid (subsidies) en een akkoord over een Europese pensioenrichtlijn worden uitgeruild. Aan het begin van deze eeuw, misschien was het 2002, vroeg de Europese Commissie aan de Actuarial Association of Europe (afgekort 'AAE' en toen nog Groupe Consultatif geheten) of er wel of niet restricties omtrent het beleggingsbeleid bij pensioenfondsen moesten worden opgenomen in de Europese pensioenrichtlijn. Er lagen diverse restricties op tafel en daarnaast ook verplichtingen. Een voorbeeld van een restrictie is dat er niet in beleggingen met een andere valuta mag worden belegd. Een voorbeeld van een verplichting is dat tenminste x% van het pensioenvermogen in de staatsschuld van het eigen land moet worden belegd.

De financiële theorie geeft aan dat iedere beleggingsrestrictie geld kost. Een beleggingsrestrictie zorgt ervoor dat niet de best passende risicodiversificatie gevonden kan worden. Dit betekent dat het verwachte rendement lager zal zijn, dat het risico hoger is of een combinatie van beide. Het advies van de AAE was daarom om geen kwantitatieve restricties of verplichtingen op te nemen in de Europese pensioenrichtlijn. Dit betekent niet dat alles 'zo maar' mogelijk moet zijn. De AAE was (en is) groot voorstander van het 'prudent person principle'. Een pensioenfonds moet het eigen beleid kunnen vaststellen, rekening houdend met de verplichtingen, de eigen risicobereidheid en het prudent person principle. Restricties op voorhand horen hier niet bij.

Waarom gaan parlementariërs in tegen objectieve wetenschappelijke argumenten om geen restricties op voorhand in te bouwen?

De Europese Commissie kon zich vinden in de wetenschappelijke onderbouwing die we als Europese actuarissen gaven en namen geen vooraf bepaalde kwantitatieve restricties voor beleggingen op in de concept tekst voor de Europese pensioenrichtlijn. Vervolgens, en daar komt de (Europese) praktijk, wordt tijdens de behandeling in de Council en het Europarlement, de tekst voor de Europese pensioenrichtlijn aangepast. Waarom? Waarom gaan parlementariërs in tegen objectieve wetenschappelijke argumenten om geen restricties op voorhand in te bouwen? De precieze beweegredenen ken ik niet, maar ik heb me laten vertellen dat met name de zuidelijke lidstaten graag restricties wilden kunnen opleggen. De noordelijke lidstaten wilden op hun beurt minder geld geven aan landbouwsubsidies wat met name de zuidelijke lidstaten financieel zouden merken. En dan kunnen twee compleet verschillende dossiers ineens

met elkaar worden vermengd: als jij akkoord gaat met aanpassingen op het gebied van de landbouw, dan vinden wij het goed als de mogelijkheid van beleggingsrestricties in de Europese pensioenrichtlijn komt. En zo geschiedde, zie artikel 5 van de richtlijn.

Dezelfde discussie vindt nog steeds plaats in Europa

Een ander voorbeeld van de spanning tussen wetenschap en praktijk is van recenter datum. Op 6 december 2012 had ik het voorrecht om bij de kick-off van de pensioenwerkgroep van de OECD aanwezig te zijn in de rol van discussiant. De discussie met de overheidsafgevaardigde van een niet nader te noemen land aan de zuidelijke kant van de evenaar is me goed bijgebleven. Dezelfde discussie vindt nog steeds plaats als er in Europa gesproken wordt over Solvency voor verzekeraars of voor pensioenfondsen. De geachte afgevaardigde gaf aan dat de rekenrente voor de verplichtingen gebaseerd wordt op het verwachte rendement en niet op de risicovrije rente 'omdat de verplichtingen volledig gematcht worden'. Het gaat hier om ingegane pensioenen die hard gegarandeerd zijn. De theorie is heel duidelijk dat bij hard gegarandeerde verplichtingen de rekenrente gebaseerd moet worden op de risicovrije rentetermijnstructuur. Waardering op basis van verwacht rendement past niet bij harde verplichtingen. Bovendien waarom zou de waardering van harde verplichtingen, verplichtingen die dus geen relatie hebben met de beleggingen, afhankelijk moeten zijn van welke beleggingen er tegenover worden gezet? De verplichting zelf wordt er toch niet anders door of er wel of niet gematcht wordt? Matching verlaagt wel het risico van het geheel en dat komt direct tot uiting in de benodigde buffer die bij matching veel lager is dan wanneer de beleggingen niet zijn gematcht met de verplichtingen.

De beleggingen repliceren dus volledig de verplichtingen

Als discussiant had ik een vrije rol en mocht overal opmerkingen over maken of vragen bij stellen. Daarom heb ik de geachte afgevaardigde de vraag gesteld waarom hij de verplichtingen berekende op basis van verwacht rendement, terwijl de verplichtingen 'keihard' zijn. Een uitleg volgde dat de verplichtingen volledig gematcht zijn. De beleggingen repliceren dus volledig de verplichtingen en daarom kan het verwachte rendement van deze beleggingen voor de contact-making van de verplichtingen worden gebruikt. Precies dezelfde redenatie hoor ik ook nu nog in Europa bij de gesprekken over de waardering van verzekerings- en pensioenverplichtingen. Solvency II kent voor de waardering van verzekeringsverplichtingen de 'matching adjustment'. De geachte afgevaardigde legde uit dat het hanteren van de risicovrije rente tot enorme schommelingen in de waarde van de verplichtingen zou leiden en dat dat niet wenselijk is.

Het gaat er hier om de beleggingen en de verplichtingen in hun samenhang te bekijken

Ik was het met hem eens dat de waarde van de verplichtingen behoorlijk kan bewegen van dag tot dag, ja zelfs van uur tot uur. Maar wat is het probleem als je volledig gematchte beleggingen hebt? De waarde van de beleggingen beweegt dan immers even hard. Het gaat er hierom de beleggingen en de verplichtingen in hun samenhang te bekijken. Als er exacte matching is dan is de beweging van de waarde van de beleggingen volatiel en ook de waarde van de verplichtingen. Ze bewegen dan wel op precies dezelfde manier. Anders gezegd de dekkingsgraad blijft gelijk.

En dat geeft rust. Althans mij zou dat rust geven. Mijn volgende argument lag op het gebied van monitoring en risicomanagement. Wat namelijk als de verplichtingen misschien toch *nét* niet helemaal worden gematcht door de beleggingen?

Als er perfecte matching is, is er niets aan de hand en gaan ze hand-in-hand naar boven of naar beneden

Bij waardering op basis van verwacht rendement wordt dat niet opgemerkt. Vooraf is namelijk ingebouwd dat verplichtingen en beleggingen elkaar precies matchen. We kunnen het niet meer toetsen. Juist daarom moeten we de verplichtingen waarderen zoals de theorie aangeeft: op basis van de risicovrije rente. De risicovrije rente ligt ook ten grondslag aan de waardering van de beleggingen. Als er perfecte matching is, is er niets aan de hand en gaan ze hand-in-hand naar boven of naar beneden. Als de matching toch iets minder perfect zou zijn dan werd gehoopt, komt dat meteen tot uiting doordat er direct een verschil in waarde van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen optreedt. Dit is wat we nodig hebben voor monitoring, om te kunnen zien of de matching nog steeds perfect is. Vervolgens kunnen we bijsturen als we dit nodig vinden of accepteren dat de matching niet volledig is.

Ik begrijp best dat er politieke redenen zijn om niet volledig transparant te zijn, om de theorie niet volledig toe te passen of juist alleen die stukjes theorie te nemen die wél van pas komen. Wij actuarissen moeten wat mij betreft altijd objectief blijven en ons niet voor de karretjes van de praktijk (lees veelal: politiek) laten spannen. ◀◀

@ Reacties op dit artikel graag naar redactie.actuaris@ag-ai.nl

A P P S ?

SAVE
THE
DATE!

AG JAARCONGRES 28 MEI 2015 DEFABRIQUE UTRECHT