

## De minnen van LDI

# Juich niet te vroeg

**De institutionele beleggingswereld kent sinds 2004 Liability Driven Investment (LDI). De meest voorkomende implementatievorm daarvan leidt echter tot fundamen-teel verkeerde beleggingsbeslissingen en jaagt pensioenfondsen nodeloos op hoge kosten.**

*Prof. dr Guus Boender, drs. Lorraine van Lieshout, RBA en drs. Martijn Vos, RBA*

Resp. ceo Financial Markets, directeur en senior consultant bij Ortec

Het hoofdprobleem van Liability Driven Investment is dat de meest voorkomende vorm uitgaat van de veronderstelling dat de pensioenverplichtingen bestaan uit de cashflows die resulteren uit uitsluitend de bestaande opgebouwde pensioenrechten: het zogenoemde liquidatiescenario. Echter, de realiteit is 'going concern', waardoor de daadwerkelijke cashflows aanzienlijk afwijken van de cash-flows die zouden resulteren bij liquidatie van het fonds.

*Toepassing van dit concept dat wereldwijd sterk in opkomst is, is uitsluitend verantwoord voor de zeer korte termijn*

Het verschil dat resulteert indien beleid gemaakt wordt op basis van het liquidatiescenario of op basis van going concern wordt geïllustreerd in de grafiek. Hieruit blijkt dat een bepaald ALM-beleid in geval van going concern bij een strategische mix met 85 procent aandelen tot dezelfde risico's leidt als een strategische mix met 50 procent aandelen bij liquidatie. De LDI-aanpak zou dus ten onrechte het solvabiliteitsrisico overschatten met een omvang die gelijk is aan het risico van 35 procentpunten extra aandelen in de strategische mix. De oorzaak van deze enorme overschatting van het solvabiliteitsrisico door LDI is dat feitelijk de risico-reducerende werking van extra premies en van voorwaardelijke indexatie volledig wordt genegeerd! Terwijl met name de voorwaardelijke indexatie bij uitstek het beleidsinstrument is dat pensioenfondsen de laatste jaren hebben ingevoerd om de solvabiliteitsrisico's enorm te reduceren, en om het

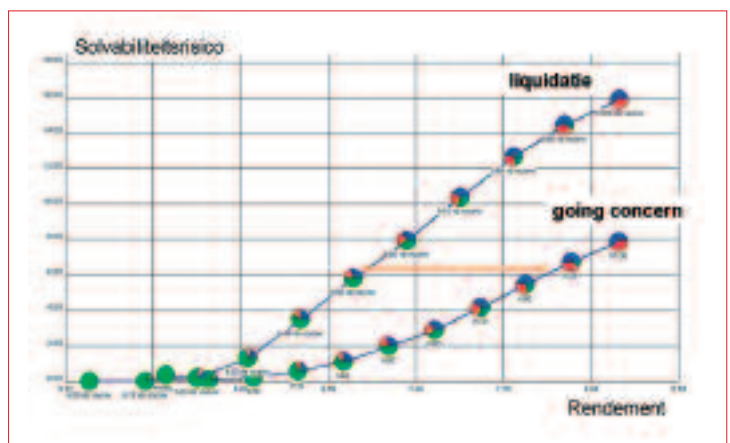
pensioensysteem risicobestendiger te maken. LDI stapt hier simpelweg overheen omdat met name vermogensbeheerders voorwaardelijke indexatie niet kennen, noch doorgronden. Hierdoor zal bij LDI voor een veel te prudent beleid gekozen worden, of in de analyses blijkt dat onnodig dure beschermings-instrumenten optimaal zijn, terwijl die in de praktijk overbodig zijn.

LDI in deze vorm kan dus alleen worden toegepast op zeer korte tijdshorizonten waarbij extra premies en voorwaardelijke indexatie niet van toepassing zijn, ofwel in samenwerking met onafhankelijke ALM-specialisten om de risicoreducerende invloed van de vigerende premie- en indexatiestaffels in de analyse te betrekken.

### Stap voorwaarts

LDI is een stap voorwaarts omdat het in geval van pensioenen de beleggers ervan bewust maakt dat het risico en rendement van een beleggingsportefeuille zich doorvertaalt naar 'upsides' en 'downsides' van premies, indexaties en dekkingsgraden. Echter, onzorgvuldige en

**Grafiek** Welke verplichtingen? Vergelijking tussen liquidatie en going concern.





## Kader 1

### Voorbeeldanalyse

Stel, een fonds voert een beleid met 50 procent zakelijke waarden. In eerste instantie analyseren we dit fonds op basis van een liquidatiescenario, zoals gebruikelijk bij LDI-analyses. Bij dit beleid resulteert een solvabiliteitsrisico van 6 procent.

Vervolgens analyseren we dit fonds in een 'going concern'-omgeving, zoals gebruikelijk in een ALM-studie. Bij een vergelijkbaar rendement daalt het risico dan van 6 naar 1 procent. De solvabiliteitsrisico's worden dus aanzienlijk hoger ingeschat in een liquidatiescenario dan in werkelijkheid het geval is. Dit kan leiden tot het onnodig aangaan van beschermingsconstructies. Vanuit rendementsperspectief gekeken kan bij eenzelfde risico (van 6 procent) en met dezelfde beleggingsproducten een rendement worden gehaald dat ruim een 1%-punt hoger ligt als rekening wordt gehouden met de 'going concern'-omgeving. Een simpele vuistregel zegt dat een jaarlijks extra rendement van 1 procent kan leiden tot een reductie van de kosten met 30 procent, of tot een 30 procent hoger pensioen.

### De risicoreducerende kracht van premie- en indexatiebeleid

We weten dat het premie-instrument steeds 'botter' wordt. De achtergrond hiervan is dat de pensioenverplichtingen veel sneller groeien dan de loonsom. Hierdoor is er in de loop der decennia steeds meer premie nodig om een bepaalde versterking van de dekkingsgraad te bewerkstelligen.

Een hardnekkig misverstand in de pensioenbranche is dat het bottere Nederlandse premie-instrument zou impliceren dat het premie-instrument ineffectief zou zijn.

Het beste voorbeeld om te illustreren dat veel beleidsmakers hier de fout ingaan betreft de afkoopsommen die werkgevers blijken te moeten betalen om hun defined-benefitsysteem voor een faire prijs te kunnen omzetten naar collectief defined contribution. In de praktijk blijkt deze prijs vaak te bestaan uit een opslag van circa 30 procent op de kostendekkende premie. De risicoreducerende werking van het botter geworden premie-instrument heeft in deze praktische gevallen dus alsnog een waarde die overeenkomt met jaarlijks 30 procent van de kostendekkende premie.

## Kader 2

onvolledig transparante toepassing van LDI kan fatale gevolgen hebben voor de beleidskeuzes en de beleidsconsequenties, en pensioenfondsen onnodig in dure beschermingsconstructies dwingen. Toepassing van dit concept dat wereldwijd sterk in opkomst is, is uitsluitend verantwoord voor de zeer korte termijn, of in samenwerking met ALM-specialisten voor de onafhankelijke waarborging dat op een adequate manier rekening wordt gehouden met de fondsspecifieke dynamiek.

### Voorzichtigheid geboden

Daarnaast onderschatten de gebruikelijke LDI-implementaties de herstelkracht van de inkoop van nieuwe pensioenrechten. Immers, indien voor de inkoop van nieuwe pensioenrechten de actuariële kostprijs plus bufferopslag wordt betaald, dan vindt er in een niet gesloten fonds elk jaar aanvulling plaats met dekkingsgraad ruim boven de 105 procent.

Extra factor is dat indien LDI rekening zou houden met voorwaardelijke indexatie, dit alleen toegepast kan worden op de cashflows die resulteren uit de bestaande verplichtingen, maar niet de verplichtingen die resulteren uit de nieuwe inkoop, die de bestaande na circa vijftien à twintig jaar gemiddeld hebben vervangen. Ook vanuit deze optiek moet dus uiterst voorzichtig met de resultaten van LDI-studies worden omgegaan, met name naarmate de focus meer ligt op de lange termijn. ■