

Verslaggevingsregels zorgen dat financiële risico's zichtbaar worden gemaakt

Corporate ALM

door: Drs. Jitske van Londen en Drs. Martijn Vos, RBA

Al vanaf 1985 voert ORTEC bv Asset & Liability Management (ALM) studies uit voor ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen. In deze analyses wordt rekening gehouden met het perspectief van alle stakeholders van het pensioenfonds. Vanuit het perspectief van de sponsor van het pensioenfonds is de hoogte en volatiliteit van de premie altijd een belangrijke doelstelling geweest. Sinds de introductie van de International Financial Reporting Standards (IFRS) is voor ondernemingspensi-



oenfondsen naast het contributie risico ook de impact die het pensioenfonds heeft op de balans en de verlies- en winstrekening van de onderneming een belangrijk onderdeel van de analyses. Door deze verslaggevingregels worden de financiële risico's die de wereldwijde pensioenfondsen van een multinational lopen zichtbaar gemaakt in de jaarrekening van de onderneming. Hierdoor hebben de risico's van de pensioenfondsen invloed op de credit rating van de onderneming. Het ligt voor de hand om de risico's van de wereldwijde pensioenfondsen en de financiële risico's van de onderneming integraal te monitoren en te managen – Corporate ALM.

Waarom is pensioenrisico significant voor de ondernemingsrisico's

Per 1 januari 2005 zijn de International Financial Reporting Standards (IFRS) verplicht gesteld voor beursgenoteerde ondernemingen. Deze regels schrijven voor dat een onderneming met een defined benefit regeling (eindloon- of middelloonregeling) de pensioenbeleggingen en verplichtingen in haar jaarrekening moet verantwoorden. De onderneming moet het verschil tussen beleggingen en accounting verplichtingen (gesmooth) op de geconsolideerde balans zetten, de boekhoudkundige kosten (NPPC) van het pensioenfonds verwerken in de Verlies- en Winstrekening en de werkelijke kosten (de contributies aan het pensioenfonds) in de kaspositie van de onderneming verwerken. De impact hiervan op de totale jaarrekening hangt uiteraard af van de

omvang van het pensioenfonds ten opzichte van de marktkapitalisatie van de onderneming. Bij een multinational gaat het overigens niet om één pensioenfonds maar zijn er in verschillende landen (juridisch) losse pensioenfondsen. Voor veel (Nederlandse) multinationals hebben de gezamenlijke pensioenfondsen dan ook een omvang die minimaal vergelijkbaar is met die van een grote business unit. In een enkel geval zijn de beleggingen van het pensioenfonds zelfs groter dan de waarde van de onderneming (Bezooyen, 2003). Voornamelijk pensioenfondsen in de UK, US, Nederland, Duitsland en Zwitserland hebben een grote omvang. Met andere woorden het balansmanagement van het pensioenfonds is een belangrijk onderdeel van het balans- en risicomanagement van ondernemingen geworden.

Waarom integraal

Tot op heden is er nog maar beperkt sprake van een integrale aanpak van risicomanagement van de onderneming en ALM analyse van de aangesloten pensioenfondsen. Dit wordt deels veroorzaakt door een aantal governance aspecten, zo is in Nederland een pensioenfonds een aparte juridische entiteit met een eigen bestuur en verantwoordelijkheden. In de Verenigde Staten speelt de "board of trustees" een belangrijke rol bij beslissingen rond het pensioenfonds. Ondanks deze terechte aandachtspunten zijn wij sterk voor een geïntegreerde aanpak. Waarom vinden wij dit belangrijk? In de eerste plaats hebben onderneming en pensioenfonds een aantal gezamenlijke risicobronnen. Een onderneming die deels gefinancierd is met vreemd vermogen, is gevoelig voor de ontwikkeling van de rente; dit geldt ook voor pensioenverplichtingen (in een marktwaarde of IFRS context) en vastrentende beleggingen van een pensioenfonds. Naast de rente zijn ontwikkelingen op de valutamarkten een gemeenschappelijke bron van risico. De internationale onderneming haalt een groot deel van haar omzet in vreemde valuta en het pensioenfonds belegt een deel van haar vermogen buiten het euro gebied. Inflatie is een risicobron die afhankelijk van de pensioenregeling (voorwaardelijke of onvoorwaardelijke indexatie) en regionale verschillen (in de VS veelal alleen nominale toezeggingen) meer of minder een rol speelt bij pensioenrisico's. Afhankelijk van het soort product of dienstverlening is (loon)inflatie een risico voor de ondernemer.

Tot slot zal er een verband bestaan tussen het economische klimaat waarin de ondernemer actief is en het rendement dat het pensioenfonds op zijn aandelenbeleggingen ontvangt. Naast deze gezamenlijke risicobronnen is er ook een gemeenschappelijk rendements framework. Immers, zoals hierboven is aangegeven komen pensioen- en ondernemingsresultaten gezamenlijk terug in het jaarverslag van de onderneming. Deze cijfers bepalen weer grotendeels de kredietbeoordeling die de onderneming krijgt en de ontwikkeling van de koers van het aandeel.

Methodologie Corporate ALM

Wij onderscheiden twee fases in het uitvoeren van een integrale analyse: Ten eerste het integraal bekijken van de wereldwijde pensioenfondsen. De tweede fase van de integrale analyse is het toevoegen van de financiële ondernemingsrisico's. Nu kan integraal risicomanagement plaatsvinden van het pensioen- en financieel risico ten behoeve van het behouden en creëren van shareholder value en credit rating. Dit noemen wij Corporate ALM. De integrale analyse wordt als volgt uitgevoerd: In de eerste plaats stellen we zoals hierboven beschreven de (gezamenlijke) risicobronnen vast. Aan de kant van de onderneming brengen we de financieringsstructuur (verdeling vreemd en eigen vermogen) en de bijbeho-

rende financieringslasten (per valuta en verdeeld in fixed en floating financiering) in kaart. Naast de lasten maken wij een inschatting van de operationele winsten, vaak wordt hier de EBIT (Earnings Before Interest en Taxes) voor gebruikt (ook weer verdeeld naar currency), samen met een inschatting voor de toekomstige omzet kunnen hieruit grote delen van de toekomstige balans worden gesimuleerd.

Aan de kant van de pensioenen bepalen we welke fondsen in de analyse worden meegenomen. Een multinational heeft wereldwijd soms wel 40 pensioenfondsen, van dit aantal bepaalt een vijftal over het algemeen voor meer dan 95% het totale risico (en rendement). Na de selectie van pensioenfondsen worden de huidige en toekomstige verplichtingen zo goed mogelijk in kaart gebracht (dit is vergelijkbaar met een normale ALM studie voor een pensioenfonds). De verplichtingen worden zowel volgens lokale regels (bepalen de contributies van onderneming naar pensioenfondsen) vastgesteld als volgens de IFRS standaarden. Op basis van bovenstaande informatie zijn de pensioenonderdelen van de balans, verlies en winstrekening en werkelijke kasstromen goed in kaart te brengen. Voor de ontwikkeling van de ondernemingsbalans gebruiken wij scenario-analyse. Eerste voorwaarde voor het gebruik van deze methode is een consistente set met economische scenario's (zie Boender 2005 et al, voor een uitgebreide beschrijving van deze methode).

In tegenstelling tot ALM studies voor pensioenfondsen is de horizon van dergelijke analyses geen 25 maar 5 jaar. Naast de economische scenario's brengen we uiteraard de huidige beleggingsmixen van het pensioenfonds tot in detail in kaart. Ook wordt rekening gehouden met het verband tussen de winst van de onderneming en het rendement op de aandelenmarkten in het algemeen.

Voor het in kaart brengen van de pensioen- en ondernemingsrisico's heeft ORTEC zowel een quick-scan model (inzicht en richting van simpele beleidsalternatieven) als een uitgebreid model ('exacte' kwantificering en uitgebreide beleidsalternatieven).

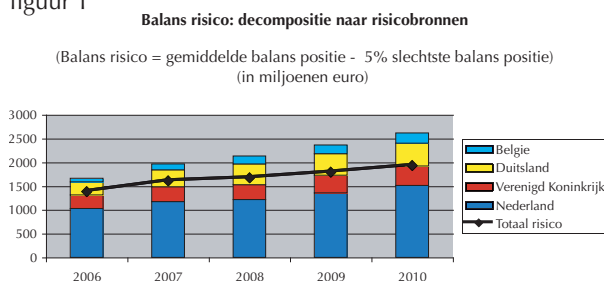
Analyses

In de integrale analyse wordt gekeken naar ten eerste de ontwikkeling van pensioenonderdelen in de jaarrekening van de onderneming – bijvoorbeeld de balanspost op de ondernemingsbalans – en ten tweede naar de ontwikkeling van de financiële ratio's van de onderneming waarop financieel analisten de jaarrekening beoordelen en waarop de credit rating van de onderneming wordt getoetst. In de analyses is aandacht voor zowel de trend als de kans dat grenswaarden voor de credit rating of interne toets worden geraakt. Naast inzicht is Corporate ALM met name bedoeld om te ondersteunen bij het maken van beleidsaanpassingen. Ter illustratie volgen hieronder twee voorbeelden.

Voorbeeld 1: Integraal wereldwijde pensioenfondsen versus lokale ALM's

In onderstaande figuur is te zien hoe het balansrisico van een onderneming eruit ziet wanneer de uitkomsten van losse pensioen ALM's wordt vergeleken met het balansrisico uit de integrale analyse:

figuur 1



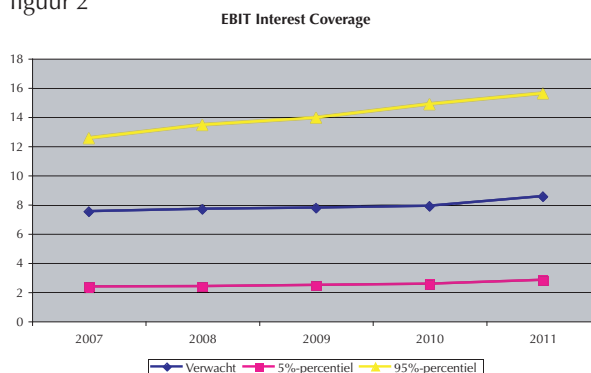
In figuur 1 is voor 4 landen het balansrisico voor de komende vijf jaar weergegeven. Het balansrisico is hierbij gedefinieerd als de gemiddelde prepaid (= technische term) op de ondernemingsbalans minus de 5% Value-at-Risk van de prepaid. Deze maatstaf laat zien hoeveel risico een van de landen toevoegt aan de ondernemingsbalans. Het totaal risico laat zien wat de risico toevoeging is wanneer de balanspositie van de geaggregeerde landen wordt bekeken. De toevoeging van een 'los' land is te vergelijken met de uitkomst van een ALM analyse voor dat land, waar de totale risico toevoeging uit de Corporate ALM analyse volgt. Uit de figuur maken we het volgende op: het balansrisico komt voor het grootste deel uit het Nederlandse fonds; het balansrisico neemt de komende jaren voor alle landen toe; het totaal risico is circa 80% van de som van de risico toevoeging van de losse landen. Hieruit maken wij op dat er tussen de landen natuurlijke hedges bestaan en dat wanneer wordt gekeken naar de losse landen het balansrisico wordt overschat, in dit geval met 25%. In het algemeen geldt dat de hoogte van de natuurlijke hedges sterk afhankelijk is van de pensioenverhoudingen van de multinational. Wanneer een multinational in minstens twee landen significante verplichtingen heeft, is al een duidelijke hedge (risico reductie 20% of hoger) te zien.

Voorbeeld 2: Corporate ALM

Voor onderneming risicomaten zoals de EBIT interest coverage (= Bedrijfsresultaat voor rentelasten en belastingen / bruto rente kosten voor aftrekking van rente inkomsten) kunnen vergelijkbare grafieken gemaakt worden als in voorbeeld 1. Daarnaast kan de verdeling van de risicomaten vergeleken worden met credit rating criteria om de kans op een verandering van credit rating in kaart te brengen. Bijvoorbeeld voor een industrieel bedrijf hoort een EBIT interest coverage van 8,0 bij een A credit rating (S&P mediaan waarden), 4,7 bij een BBB rating en 2,5 bij een BB rating. Uit figuur 2 valt op te maken dat op basis

van het EBIT Interest Coverage risico deze onderneming met 5% kans een verlaging van de credit rating van A naar BB riskeert.

figuur 2



Via dezelfde analyse kan de impact van beleidsalternatieven, zoals bijvoorbeeld het aflossen van een lening of het herfinancieren van een lening, vergeleken worden.

In het algemeen geldt dat de uitkomst van de integrale analyses sterk afhankelijk is van de verhouding pensioenfondsen / onderneming, pensioenbeleid en de ondernemingsector (bijvoorbeeld commodities sector versus financiële sector). Verder geldt dat wanneer risico analyse voor pensioenfondsen (ALM) en onderneming (corporate finance) los plaatsvindt, de hoogte en oorzaken van de risico's voor de meeste maatstaven significant verandert. Echter, waar voor de wereldwijde pensioenfondsen integraal de totaal risico's altijd afnemen (natuurlijke hedges), nemen de totaal risico's bij een integrale benadering van pensioenfonds en onderneming voor sommige risicomaten toe.

Samenvatting en Conclusie

In dit artikel hebben wij aangegeven hoe de werelden van Corporate finance voor ondernemingen en ALM voor pensioenfondsen bij elkaar worden gebracht tot Corporate ALM om tot beter inzicht en betere beslissingen te kunnen komen.

Wanneer pensioen risico voor ondernemingen met (significante) defined benefit regelingen in meer dan één land niet integraal wordt geanalyseerd, wordt het pensioenrisico altijd overschat. Hierdoor kunnen risico beperkende maatregelen te drastisch worden ingezet en juist leiden tot toename van de risico's. Wanneer pensioenrisico en financieel ondernemingsrisico niet integraal wordt geanalyseerd, leidt dit in sommige gevallen tot een onderschatting van het risico en tot het inzetten van de verkeerde beleidsinstrumenten. Dit kost de onderneming onnodig risicokapitaal (in sommige gevallen 25% van het risicobudget).

Corporate ALM is een krachtig instrument om deze inefficiënties te elimineren en om te monitoren dat ondernemingen daadwerkelijk binnen de gestelde grenzen blijven.

Literatuur • Bezooyen, Jeroen van, *Pensions, the Corporate Perspective*, Fiducie, April 2003, jaargang 11 nummer 3;

• Boender, C.G.E., C. Dert, F. Heemskerk, H. Hoek (2005), "ALM for Pension funds", to appear in: W.T. Ziemba en J.M. Mulvey (eds)(2005), "Worldwide Asset and Liability Modeling", Cambridge University Press.