

# Terug naar de toekomst

## Marktconforme en onderhandse ALM

Wat is eigenlijk marktconforme ALM? Is er ook niet-marktconforme ALM? Als je de deskundigen beluistert, hoor je ze alleen praten over marktconform, maar uit het feit dat er zoveel over gepraat wordt, mag je wel afleiden dat er inderdaad ook zo iets is als niet-marktconforme ALM. Weten we precies het verschil en gooien we met het badwater het kind niet weg?

We kunnen er niet omheen, er is inderdaad zo iets als niet-marktconforme ALM en deze oudere benadering wordt meestal met weinig argumenten afgedaan als achterhaald. Toch wordt deze oudere benadering nog altijd toegepast. Daarom zijn er zoveel congressen over marktconforme benaderingen. Beide stromingen hebben bovendien een nuttige bijdrage aan het

beheer van financiële instellingen, maar de aanhangers begrijpen elkaar onvoldoende, met als gevolg een onvruchtbare discussie over ieders plaats en rol. ALM – oftewel balansmanagement – is een wijze van beschouwen met als doel de beoordeling van de financiële positie van een instelling mogelijk te maken, ten einde deze met passende maatregelen op een bepaald niveau te brengen of te houden. De definitie is ruim want onder instelling kan veel vallen: bank, verzekeraar, pensioenfonds, groothandel en machinefabriek. ALM richt zich op solvabiliteit en cash flow. Er zijn in- en uitgaande kasstromen en op ieder gewenst tijdstip in de toekomst kan de financiële stand van zaken worden weergegeven door deze kasstromen contant

Jan  
van de Poel



te maken. Die contante waarden representeren de waarde van de activa en de passiva. De kernvraag is of er genoeg in de tas zit (de waarde van de activa) om de toekomstige verplichtingen (de waarde van de passiva) na te komen. Het verschil of de verhouding tussen beide is een maatstaf voor de solvabiliteit.

Iedere ALM-analyse heeft een planperiode: het tijdstip waarop beschouwd wordt en de daarop volgende periode waarin kasstromen worden bepaald. Men kan de analyse uitvoeren op ieder tijdstip, net als bij het boekhouden, maar het boekhouden beschouwt het verleden, terwijl ALM zich richt op de toekomst en die is onzeker. Het professioneel en consistent omgaan met die onzekerheid is de nuttige bijdrage van ALM aan het beheer van financiële instellingen. Daarbij wordt geput uit de financieringstheorie die onder andere een methode omvat waarmee marktconforme disconteringsvoeten bepaald worden aan de hand van de bij de kasstromen optredende of verwachte risico's. Het vermogen om aangegane verplichtingen te kunnen nakomen – solvabiliteit – staat bij ALM voorop. Welnu, als dat de rol van ALM is, kan er toch nauwelijks gedacht worden aan iets anders dan marktconforme waardering van activa en passiva? Als je de solvabiliteit wilt weten, kan je toch geen andere schatting maken dan één die zich een beeld vormt van de exit-waarde van de balansposten, want je hebt pas iets in handen als een ander er wat voor wil geven. Is het inderdaad zo simpel?

Het loopt met bovenstaande argumentatie ten gunste van marktconforme waardering momenteel minder voorspoedig. Er zijn critici die van oordeel zijn dat het principe dat de instelling tussentijds virtueel geliquideerd moet worden om de marktconforme waarde te bepalen (de *liquidatiefictie*) niet van toepassing zou moeten zijn op pensioenfondsen en verzekeraars, omdat de cliëntèle niet weg kan lopen zonder zeer hoge kosten te maken en dat er daarom tussentijds niets te liquideren valt. Iedereen houdt zich aan zijn contract en er is voor de instelling altijd tijd genoeg om eventuele tekorten bij te spijkeren als de actuele marktprijzen even tegenzitten. Een tekort op basis van fair value, zo luidt de kritiek, hoeft niet altijd een echt probleem te zijn, reden waarom deze waarderingsmethode zou moeten worden afgewezen.

### Liquidatiefictie is goed voor de discipline

Er wordt onvoldoende nagedacht over waardering, zowel door voor- als tegenstanders van de marktconforme benadering. De kern van het probleem is de

liquidatiefictie: wat houdt deze precies in en waarom is dat principe geschikt om als basis te dienen voor de handhaving van de *financiële discipline*? Pas daarna komen we te spreken over de praktische toepassing. Houdt men een andere volgorde aan, dan loopt het uit op een zinloos debat. Daar komt bij dat het alternatief voor marktconforme waardering bestaansrecht heeft. Voorstanders van marktconforme waardering zouden zich wel wat meer mogen inspannen om de daarbij behorende argumentatie te vatten.

Eerst het marktconforme standpunt. Dat begint niet zo maar met het concept van de liquidatiefictie, maar met de noodzaak van *discipline*. Partijen sluiten financiële overeenkomsten die een hoog gehalte van vertrouwen eisen omdat de looptijden zo lang zijn en de risico's bestaan uit marktrisico's en morele risico's. De marktrisico's krijgen veel aandacht. Terecht, want ze liegen er niet om. De morele risico's blijven ten onrechte meestal buiten schot.

In onze theorie van waardering van financiële contracten, worden de volgende variabelen betrokken: (1) looptijd van het contract; (2) formalisatie van het contract en (3) verdeling van risico's.

Naarmate de looptijd langer is, bestaat er meer risico dat er gedurende de looptijd iets gebeurt wat partijen nu juist probeerden uit te sluiten. Onvoorziene omstandigheden zijn er altijd en je kan overleggen tot je een ons weegt, onvoorzien is onvoorzien. Was dat alles, dan zouden er weinig langlopende contracten gesloten worden, maar een lange looptijd heeft ook voordelen. Bijvoorbeeld dat de beleggingen relatief meer risico kunnen dragen op korte termijn zodat de lange termijn vooruitzichten op een hoger rendement relatief beter zijn. Los van het principe dat je dat alleen kan doen als er voldoende buffer aanwezig is om die risico's op te kunnen vangen, moeten partijen accepteren dat zij niet alle toekomstige onzekerheden vooraf kunnen specificeren op straffe van een ingewikkeld contract dat veel inspanning vereist om te worden gesloten en bijzonder duur is qua tussentijdse bewaking. Deze hoge transactiekosten brengen partijen ertoe een relatief onvolledig contract te sluiten waarbij lang niet alle mogelijke toekomstige omstandigheden in kaart worden gebracht. Er komt een contract tot stand waarbij *parties agree to disagree later*. Men neemt zijn toevlucht tot een onvolledig contract. Op hoofdlijnen wordt de verdeling afgesproken van risico's over de partijen die bij de risicoverdeling betrokken zijn. Soms zijn dat niet meer dan twee partijen, zoals bij

een bankkrediet met een looptijd van vijf jaar. Soms worden er afspraken gemaakt over een eventuele winst, zoals bij verzekeringscontracten. Soms zijn alle werknemers en werkgevers in een bepaalde bedrijfstak betrokken in de risicoverdeling, zoals bij pensioencontracten.

Er kan asymmetrie optreden: de ene partij weet over bepaalde risico's meer dan de andere. Meestal wordt zoiets vooraf vastgesteld en soms ook uitgesloten van rechten en plichten als dit een serieus *moral hazard* inhoudt. Maar perfect is vrijwel geen enkele financieel contract met een relatief lange looptijd en daarom is wederzijds vertrouwen van partijen een cruciale conditie zonder vervulling waarvan dergelijke contracten in het geheel niet tot stand komen. Het vertrouwen – mits aanwezig – reduceert de transactiekosten die bestaan uit het overleggen over het contract en de ex post controle op naleving, tot en met het oplossen van disputen. Zo veel te langer de looptijd, zoveel te hoger is het risico, dat geabsorbeerd wordt door afspraken over risicodeling tussen meerdere partijen en deze omstandigheid noodzaakt tot een vertrouwensrelatie en derhalve tot discipline bij het nakomen van plichten.

Bovenstaande theorie – een simpele versie van de transactiekostentheorie – laat zien dat de verschillen tussen banken, verzekeraars en pensioenfondsen niet principieel zijn, maar uitgedrukt kunnen worden in termen van looptijd, volledigheid en risicodeling. De convergentie die de grenzen tussen deze sectoren doet vervagen, is echter niet het onderwerp van dit artikel. Voor de wetgeving en het ontwikkelen van toezichtkaders is dit evenwel een belangrijk uitgangspunt.

### Vertrouwen reduceert transactiekosten

In het verbintenissenrecht kan men niet zonder een verwijzing naar fiduciary duty, stewardship of in het Nederlands *goed huisvaderschap*. Vage principes, maar dankzij een landurige praktijk is er jurisprudentie ontstaan die een staalkaart vormt van afdwingbare rechten en plichten waarover partijen beschikken. Deze rechtspraktijk is geenszins gefixeerd, er verandert voortdurend iets. Pogingen om deze veranderingen volledig te codificeren zijn tot mislukken gedoemd omdat de werkelijkheid sneller verandert dan de wetgeving en zich daaraan ook aanpast, ook bij wijze van anticipatie. Telkens weer moet het vage principe concreet worden gemaakt, hetzij via *public ordering* (rechtspraak), hetzij door *private ordering* (onderhandse arbitrage).

Langlopende contracten kunnen niet volledig gespecificeerd zijn, het zou te veel kosten. De transactiekosten vliegen de pan uit. Pensioencontracten zijn om die reden net zo onvolledig als huwelijkscontracten en arbeidsovereenkomsten (waar het pensioencontract trouwens een onderdeel van is). De context van deze verbintenissen maakt ook nog eens dat iedere poging tot volledigheid leidt tot sfeerbederf, wat op zich een reden is om het bij een onvolledig contract te laten.

Een verzekeringscontract is minder fiduciair dan een pensioencontract omdat de verdeling van risico's anders is. Bij een verzekeringscontract zijn slechts twee partijen betrokken: de verzekeraar en de klant. Bij een pensioencontract gebruikt men collectiviteiten die verplicht zijn tot deelname en die (deels ongespecificeerde) risico's met elkaar delen, waardoor allen beter af zijn en meer krijgen voor hetzelfde geld, of lagere kosten hebben voor hetzelfde product. In het bijzonder werkt de intergenerationale solidariteit in het voordeel van de collectieve pensioenregeling, maar daar staan allerlei mogelijke geschillen tegenover omdat de klanten niet voortijdig hun contract kunnen beëindigen, tenzij zij een andere werkgever kiezen. Pensioenfondsen moeten dus procedures hebben voor het beheersen van *intergenerationale conflicten*, want echte tekorten hebben zij nooit omdat er altijd weer nieuwe cohorten deelnemers geronseld kunnen worden. De rekening kan echter behoorlijk gepeperd zijn voor nieuwe deelnemers; zij lopen het risico ingeschreven te hebben voor een piramidespel. Dit risico is momenteel duidelijker dan ooit aanwezig. De liquidatiefictie is de eenvoudigste methode om deze conflicten te zien aankomen en ze tijdig op te lossen. Zo eenvoudig is dat. Wat moeten we er meer over zeggen? Dat alle deelnemers beschermd worden door marktconforme waardering, mits deze aan hen gerapporteerd wordt? Dat de analyse van de financiële positie en hoe deze zich naar verwachting zal ontwikkelen het beste gebaseerd kan zijn op marktconforme waardering van activa en passiva? Marktconforme waardering is een ander woord voor met de billen bloot en verantwoording afleggen aan deelnemers die door de wet verplicht zijn deel te nemen. Deelnemers zijn wettelijk gegijzeld en daarom hebben ze bescherming nodig in de vorm van verantwoordingsverslagen en waarderingsprincipes die de bestuurders disciplineren. Dat geldt ook voor verzekeraars, want ook daar is de verleiding groot om corrigerende maatregelen uit te stellen en te wacht-

ten op betere tijden. Ook hun klanten kunnen niet weglopen zonder hoge exit-kosten te maken. De liquidatiefictie zorgt voor de noodzakelijke discipline, die op haar beurt het vertrouwen bevordert.

### Onderhandse opvattingen

We hebben het nog niet gehad over de urgentie van corrigerende maatregelen. Moeten deze te allen tijde op stel en sprong worden uitgevoerd? Hier krijgen we te maken met de alternatieve opvatting, de niet-marktconforme visie. Juist vanwege de lange looptijden, is er immers ruimte om maatregelen te nemen en betere tijden af te wachten. Ook moeten we ingaan op de ruimte die er is om onderhandse contracten te sluiten die zich in zekere zin en mate kunnen onttrekken aan de marktwerking van alledag. Deze alternatieve visie heeft tot nu toe geen naam gekregen en dat is niet goed. Laten we daarom maar de term *onderhandse opvatting* hanteren, want daar komt de argumentatie van de tegenstanders van marktconforme waardering op neer: *wat moeten we met dagnoteringen als je met zulke lange looptijden en zulke hoge exit-kosten te maken hebt?*

Eerste observatie is dat het contract in deze opvatting een zo goed als onopzegbaar, gesloten contract is dat niet kan worden opengebroken. Tweede observatie is dat contracten exact zo worden afgewikkeld als zij gesloten zijn. Zit je er eenmaal in, dan hang je. Derde observatie is dat er goede en slechte tijden zijn die elkaar afwisselen en waar je op kan wachten. Reden te meer om niet in paniek te raken als het tijdelijk tegenzit, maar ook niet euforisch als het meezit. Vierde observatie is dat er wel sturingsinstrumenten zijn, maar dat deze op korte termijn niet veel kunnen uithalen. Slowly catch monkey. Tenslotte de observatie dat deze methode werkt indien en voorzover contractpartijen op tijdstip nul beschikken over (bijna) perfecte informatie over de toekomst, waardoor zij optimale contracten kunnen sluiten die alleen maar hoeven worden afgewikkeld. Er kan niets gebeuren wat al niet in het contract is voorzien, stilzwijgend of expliciet. Dat laatste houdt in dat de volatiliteit van het surplus (assets minus liabilities) zich nimmer buiten de geplande bandbreedte zal bewegen. Het mismatchrisico wordt verondersteld te allen tijde beheerst te kunnen worden.

Hoe doet de onderhandse methode dit allemaal? Welke techniek komt daar bij te pas? Welnu, door een combinatie van boekhoudkundige *smoothing* en *sociale beheersing*. Smoothing is het toepassen van

zodanige parameters dat de relevante uitkomsten (rendementen, verplichtingen, solvabiliteit) in de tijd gemiddeld worden. Je kan bijvoorbeeld voortschrijdende gemiddelden nemen, waarbij de lengte van de periode kan variëren: hoe langer de periode, hoe minder fluctuatie. Smoothing kan boekhoudkundig ook gerealiseerd worden – afgezien van de toelaatbaarheid – door voorzieningen te treffen die als onzichtbare buffer fungeren. Zichtbare buffers kunnen die functie niet vervullen, maar moeilijk waarneembare kunnen dat wel. De belangrijkste smoothing-techniek is het hanteren van een vaste rekenrente voor de waardering van de verplichtingen. Als je zou beschikken over perfecte informatie over de toekomst en als je langlopende contracten hebt waar niemand zich uit kan bevrijden, dan is dat ook verreweg het beste. Zolang de wereld niet sterk verandert, kom je daar mee weg, tenminste als kleine onevenwichtigheden weggemasseerd kunnen worden. Dat laatste is de taak van de sociale beheersing.

Sociale beheersing is inderdaad een noodzakelijk onderdeel van deze benadering. Het gaat erom de deelnemers gerust te stellen dat er niets aan de hand is als het even tegenzit. Anderen vangen dat op, bijvoorbeeld de aandeelhouders van de verzekeraar en de jongere generaties bij een pensioenfonds. Vakbonden spelen hierbij een belangrijke rol waar het pensioenfondsen betreft. Zij leveren via de loononderhandelingen een belangrijke bijdrage aan de intergenerationele solidariteit. *Maar dat kan alleen binnen bepaalde grenzen inzake de inflatie, de renteontwikkeling en de demografie. Alledrie zijn de laatste jaren behoorlijk uit de rails gelopen en dat gebeurde ook met de loonontwikkeling.*

### Back to the future

Deze bijdrage is geenszins gericht tegen de onderhandse methode, integendeel. De onderhandse methode vormt een wal tegen al te wilde, korte termijn ontwikkelingen, maar we kunnen er niet omheen dat sommige ontwikkelingen tot een blijvend andere structuur zullen leiden. Dat geldt in het bijzonder de veranderingen op demografisch gebied en de globalisering van de economie. Sommige veranderingen van de laatste tijd zijn geen tijdelijke fluctuaties rond een centrale tendentie, maar doen eerder denken aan *regime switches*. Hierin schuilen de risico's van de onderhandse benadering met zijn sociale beheersing en smoothing. Traditionele gedragspatronen worden ten onrechte doorgezet,

terwijl de condities aan het veranderen zijn en dat is gevaarlijk.

De onderhandse benadering kan helpen om enige lucht te verschaffen voor corrigerende maatregelen als deze nodig blijken te zijn. Door overleg over de inhoud van de standaardcontracten, de termijnen die aangehouden worden voor aanpassingen en de stapsgewijze invoering van veranderingen, kan veel gewonnen worden. De onderhandse methode is echter niet effectief waar het gaat om de meting van de financiële positie, omdat deze onder de huidige condities gemakkelijk te rooskleurig wordt voorgesteld. De onderhandse methode berust op een veronderstelling die niet altijd op gaat, namelijk dat de in het verleden behaalde resultaten representatief zijn voor de toekomst. Daarom hoort bij het onderhandse denken ook prudentie. Prudentie kan evenwel niet samen gaan met een vast geloof in oude condities. Het vervelende feit van deze tijd is dat de condities niet de neiging hebben terug te keren naar hun oude beddingen. Demografie en economie vertonen veranderingen die de wereld van de pensioenen en verzekeringen op hun kop zullen blijven zetten. In een niet-lineaire wereld komen daar ook nog eens schoksgewijze veranderingen bij die moeilijk te voorspellen zijn. Wil je daar rekening mee houden, dan kan je niet volstaan met de traditionele veronderstelling dat alles wel zo'n beetje bij het oude blijft. Niets is echter zo lastig als het analyseren van de toekomst als je slechts weet hoe het verleden eruit zag. Daar ligt de taak van de marktconforme ALM.

Scenario-analyse is uiteraard geen onbekende in ALM-land, maar om te zeggen dat deze kunst tot professionele perfectie is gekomen, is het andere uiterste. Naar mijn smaak wordt veel te weinig aandacht besteed aan dit thema. De meeste analyses zijn niet origineel, men schrijft veel van elkaar over. Voor een goede scenario-methode is eigen initiatief bij het bedenken en ontwikkelen van toekomst en strategieën van essentieel belang. Back to the future houdt in dat er niet alleen belangstelling is voor het analyseren van trends, maar ook van regime-switches.

### Dichter bij de praktijk?

Ik hoop dat deze observaties een nuttige bijsluitervormen op het thema marktconforme ALM. Aan concepten en technieken geen gebrek, maar wel aan acceptatie en verandering van gedrag. Deskundigen die zich bezig houden met ALM moeten beter begrijpen waarom hun opdrachtgevers zich gedragen zoals

zij doen. De praktijk houdt namelijk niet van marktconform en laat dat telkens weten. Om die reden is het relevant om ons af te vragen waarom we nog steeds conferenties organiseren over marktconforme technieken. We raken er niet over uit gepraat, terwijl de koers die de bewindvoerders ingezet hebben in tegengestelde richting lijkt te gaan. Zelden zijn we getuige geweest van een zo dramatische kloof tussen macht en verstand.

Het vervelende van ons vak is dat mensen door de evolutie niet zijn toegerust met neurologische systemen die waarschuwen tegen riskante financiële praktijken. Ze zijn uitgerust met systemen die werken voor beren en leeuwen en – als het moet – medemensen, maar niet tegen onverantwoordelijk financieel management. Daarom is er geen druk vanuit de basis om professioneel te werken, wat wel gebeurt bij andere kwesties van veiligheid. Daarom moeten onze boodschappen simpel en helder zijn. Wat de marktconforme waardering en ALM betreft hebben we dan ook nog een lange weg te gaan. De kunst van de scenario-analyse moet een prominente plaats krijgen in ons vak, teneinde scherpere beelden te maken van de toekomst. Het moet uitgelegd kunnen worden aan leken. Aan een tweedeling in technieken is geen behoefte.

Veel aandacht gaat de laatste tijd uit naar de pensioenfondsen. Maar er zijn natuurlijk meer financiële instellingen betrokken bij deze thema's en het is van het grootste belang om geen onnodige afscheidingsbewegingen te krijgen. Pensioenfondsen zijn helemaal niet uniek, althans hun uniciteit kan gemeten worden en in een overall concept hebben pensioenfondsen een plaats naast andere instellingen; de verschillen zijn meetbaar en kunnen tot consistente, gelijkwaardige behandeling leiden. Dat is gelet op de voortgaande *convergentie* in de financiële wereld, een absolute noodzaak. We schieten er niets mee op als regime-arbitrage mogelijk wordt gemaakt. Pensioenfondsen, verzekeraars en banken moeten op consistente wijze gereguleerd worden. Het is zeker dat dat niet op korte termijn gaat gebeuren, want de pensioenfondsen claimen een eigen toezichtkader en de verzekeraars ook. De banken runnen ondertussen hun eigen show. Maar convergentie in technieken en methoden is de enige manier om een adequate institutionele setting te creëren. Daarom is het goed dat we ons werpen op marktconforme ALM, een benadering die veel belooft, maar die ook duidelijker en eenvoudiger moet worden uitgedragen.