



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar NEA PAPERS

Frank de Jong en Antoon Pelsser

Herziening Financieel
Toetsingskader

Frank de Jong en Antoon Pelsser

Herziening Financieel Toetsingskader

NEA PAPER 33

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar

Juni 2010

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA

Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam

Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën

Jan Koeman – Ministerie van SZW

Niels Kortleve – PGGM

Albert Mentink – AEGON

Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer

Alwin Oerlemans – APG

Jan Potters – Universiteit van Tilburg

Joeri Potters – Cardano Risk Management

Peter Schotman – Universiteit van Maastricht

Hein Stam – Mn Services

Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV

Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam

Peter Wijn – APG

Sjoerd van der Zee – Nationale Nederlanden

Vormgeving

B-more Design

Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Drukkerij Universiteit van Tilburg

Redactieadres

Netspar, Universiteit van Tilburg

Postbus 90153, 5000 LE Tilburg

info@netspar.nl

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUDSOPGAVE

<i>Voorwoord</i>	7
<i>Aanbevelingen</i>	11
<i>1. Inleiding</i>	13
<i>2. Historie Financieel Toetsinskader</i>	15
<i>3. Ex-Ante Nominale Zekerheidsmaat 97,5 procent</i>	23
<i>4. Spanning korte en lange termijn</i>	29
<i>5. Rekenvoorbeeld</i>	34
<i>6. Rentetermijnstructuur</i>	41
<i>7. Een model voor de toekomstige rente-termijnstructuur</i>	43
<i>8. Conclusies en aanbevelingen</i>	49
<i>Literatuur</i>	50

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioen-fondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving? Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van

vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Frank de Jong is werkzaam aan de Universiteit van Tilburg.

Antoon Pelsser is werkzaam aan de Universiteit van Maastricht.

Woord van dank

We willen de leden van de Netspar Editorial Board en deelnemers van de Netspar Anniversary meeting van 24 maart 2010 danken voor hun nuttige opmerkingen en aanvullingen.

HERZIENING FINANCIËEL TOETSINGSKADER

Aanbevelingen

Hoe kunnen we het Financieel Toetsingskader (FTK) aanpassen zodat de spanningen verminderd worden en de balans tussen korte termijn nominaal toezicht en lange termijn reële ambities wordt hersteld? Wij zeggen: keer terug naar de volgende oorspronkelijke uitgangspunten van het FTK.

1. Geef de continuïteitstoets een volwaardige plaats in het FTK. Herstelplannen moeten gebaseerd zijn op dezelfde stochastische analyses als de continuïteitstoets en niet alleen (zoals nu) naar het verwachte pad te kijken. In deze analyse kan ook de renteontwikkeling worden meegenomen (mean reversion en herstel van liquiditeit bijvoorbeeld).
2. Neem de indexatieambitie mee in de solvabiliteitstoets. Laat voor een aantal niveaus (drie of vier, van geen tot volledige indexatie) de solvency-at-risk berekeningen zien. Dit geeft inzicht in de kans dat indexatieambities gehaald worden. Feitelijk wordt de solvabiliteitstoets dan een reële test en geeft de kans weer dat de geïndexeerde ambitie gehaald wordt. Sociale partners moeten duidelijke afspraken maken welke instrumenten ingezet worden, als de ambities niet gehaald worden. De beleidsstaffels waar sommige pensioenfondsen nu mee werken, zijn hiervan een goed voorbeeld.
3. Ga niet te krampachtig om met hersteltermijnen. Afhankelijk van de rijpingsgraad van het fonds en de verwachte toekomstige

bestandsontwikkelingen, kan de toezichthouder bepalen wat een geschikte hersteltermijn is en wat een verantwoorde mate van beleggingsrisico is, en of de afgesproken beleidsstaffels adequaat genoeg zijn om de schokken van een gegeven beleggingsbeleid op te vangen.

4. Durf dus de 'schijnzekerheid' van 97,5 procent nominaal los te laten. Belangrijk bij dit alles is dat alle stakeholders in het pensioenfonds (besturen, deelnemers en werkgevers) beseffen dat er geen harde zekerheden zijn. De taak van het FTK is het in beeld brengen van de mogelijke uitkomsten van het pensioencontract en de waarschijnlijkheid waarmee die uitkomsten worden gehaald.

1. Inleiding

Het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) vertoont spanningen. Aan de ene kant zijn er harde eisen met betrekking tot de (nominale) dekkingsgraad en korte hersteltermijnen in geval van onderdekking. Aan de andere kant is er de reële (geïndexeerde) pensioenambitie en een lange horizon voor de meeste pensioenfondsen. Er is spanning tussen (i) het nominale toezichtkader (met name de solvency test) en de reële ambitie en (ii) de korte hersteltermijnen die pijnlijke maatregelen impliceren (sterke premieverhogingen en geen indexatie of erger, zoals afstempelen) en de lange horizon die ruimte lijkt te geven voor een langer herstelbeleid. Deze spanningen zijn in de recente economische crisis, en ook na de beurscrisis van 2001, sterk naar voren gekomen. Door adequaat ingrijpen van De Nederlandsche Bank (DNB) – geen paniek zaaien, pensioenfondsen hoeven geen drastische maatregelen te nemen, maar mogen herstelplan voor lange termijn indienen – zijn grote ongelukken uitgebleven eind 2008. Feit blijft dat dit gevaar ingebakken zit in de huidige wetgeving. De vraag is of, en zo ja in hoeverre, het FTK moet worden aangepast om deze spanningen te verminderen.

Naar aanleiding van de recente crisis dringen de volgende vragen zich op:

- Het FTK is gebaseerd op een ex ante nominale zekerheidsmaat van 97,5 procent. De vraag is of deze zekerheid wordt bereikt. Enerzijds lijken de schokken in de solvabiliteitstoets laag te worden ingeschat in het licht van de recente volatiliteit op financiële markten. Anderzijds betekenen de (lange) hersteltermijnen dat de ex post zekerheid lager uitvalt. Afdekking van financiële schokken lijkt om die redenen momenteel

onderbelicht in het FTK. Welke oplossingen zijn hiervoor denkbaar?

- Er lijkt spanning tussen korte en lange termijn. Momenteel ligt de focus als gevolg van onderdekking op het bereiken van 105 procent nominaal op korte termijn, terwijl feitelijke ambitie van pensioenfondsen reëel is op lange termijn. Zijn er mogelijkheden om de focus van pensioenfondsen meer gericht te krijgen op hun reële ambitie op de lange termijn, zonder dat hun financiële positie op de korte termijn te ver weg kan zakken?
- Welke rente-termijnstructuurcurve moeten pensioenfondsen gebruiken voor het contant maken van de (nominale) verplichtingen? Er is een discussie over of dit de swapcurve of de staatscurve moet zijn. Hieraan gerelateerd heeft APG recent een voorstel gedaan om niet de actuele curve te gebruiken, maar een gemiddelde over de afgelopen zeven jaren. Doel hiervan is om de fluctuaties in de gebruikte curve, en daarmee fluctuaties in de dekkingsgraad, te verminderen.

In dit paper gebruiken we deze vragen als kapstok om tot aanbevelingen te komen voor het aanpassen van het FTK.

2. Historie Financieel Toetsingskader

Na een periode van relatief hoge rentes en inflatie in de jaren tachtig van de vorige eeuw, daalde de rente en inflatie spectaculair in de jaren negentig. Dit werd mede veroorzaakt doordat de eurolanden zich binnen het Stabiliteitspact gecommitteerd hadden om hun staatsschuld (drastisch) te verlagen. Ook werd aan de Europese Centrale Bank (ECB) een mandaat gegeven een robuust monetair beleid te voeren gericht op een stabiele lage inflatie van twee procent. De begrotingsdoelstellingen werden aanvankelijk als zeer ambitieus gezien, maar dankzij de forse economische rugwind in de jaren negentig bleken deze doelstellingen zelfs haalbaar voor landen met een relatief grote staatsschuld. Door de enorme afname van het aanbod van staatsobligaties en het uitzicht op stabiele lage inflatie, ging de prijs van staatsobligaties overal in Europa fors omhoog. Hierdoor daalde de rente sterk.

De rentetermijnstructuur daalde zelfs zodanig dat in Nederland aan het eind van de jaren 90 de lange rente onder de rekenrente van vier procent zakte. Dit leidde tot een behoorlijke schok onder actuarissen, omdat de prudent geachte rekenrente opeens niet voorzichtig genoeg bleek te zijn. De toezichthouder reageerde door de rekenrente te verlagen naar drie procent, maar men realiseerde zich ook dat een meer fundamentele oplossing noodzakelijk was. Deze daling van de rente deed zich, zoals gezegd, in heel Europa voor. Hierdoor kwamen in verschillende landen verzekeraars in de problemen, onder andere doordat rendementsgaranties niet correct waren gewaardeerd (het meest spectaculaire geval was de ondergang van de Britse verzekeraar Equitable Life in 2000¹).

1 Voor uitgebreide informatie over de ondergang van Equitable Life verwijzen we naar de uitkomsten van het onderzoek uitgevoerd door Lord Penrose op verzoek van het Britse Lagerhuis: Penrose (2004).

Nieuw toetsingskader

Deze ontwikkelingen leidden ertoe dat begin deze eeuw de pensioen- en verzekeringssector, toezichthouders en de actuariële beroepsgroep op zoek gingen naar een alternatief voor de vaste rekenrente voor de waardering van verplichtingen. In Nederland stimuleerde de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) de discussie door het ontwikkelen van een nieuw financieel toezichtkader (FTK) voor verzekeraars én pensioenfondsen ter vervanging² van de beleidsregels Actuariële Principes Leven (APL) en Actuariële Principes voor Pensioenfondsen (APP) van midden jaren negentig. Geïnspireerd door het Bazelse toezichtmodel voor banken dat in de jaren tachtig en negentig werd ontwikkeld en op marktwaarde was gebaseerd, kwam men (eerst in Nederland, en later in heel Europa) al vrij snel tot de conclusie dat het verzekerings- en pensioentoezicht ook op marktwaarde gebaseerd moest worden.

Uitgangspunten

Het is verhelderend om terug te gaan naar de oorspronkelijke uitgangspunten van het FTK. In de notitie "Uitgangspunten voor een financieel toetsingskader" (PVK, 2001) worden de volgende voorwaarden voor goed risicobeheer genoemd: (citaat PVK (2001), pagina 7)

- explicitering van de technische voorziening in de balans en daarmee een verbeterd inzicht in de waarde van de verplichtingen op realistisch geachte grondslagen;
- vanuit prudentieel toezicht benodigd kapitaal expliciteren in de solvabiliteitsmarge;

2 De oorspronkelijke naam voor het FTK was aanvankelijk ook: Nieuwe Actuariële Principes (NAP), zoals aangekondigd medio 1999.

- consistente waardering, met vergelijkbare grondslagen, van activa en passiva in de toereikendheidstoets, met als uitgangspunt actuele waarde;
- consistente behandeling van de verschillende pensioen- en verzekeringsproducten;
- nadruk op risicoanalyse en –beheer, en daarmee op een reeks van indicatoren, onderhandhaving van een jaarlijks op de balansdatum gemeten solvabiliteitspositie.

Drie toetsen

Vanuit deze uitgangspunten wordt een FTK geschetst dat bestaat uit drie toetsen:

1. de *continuïteitstoets*: deze kijkt op langere termijn naar de financiële situatie van het fonds, waarbij ook de toekomstige bestandsontwikkeling en de premie- en uitkerings(indexatie-)instrumenten worden meegenomen;
2. de *solvabiliteitstoets*: op een horizon van een jaar worden de risico's op onderdekking beoordeeld. In de berekeningen worden inflatieverwachtingen en de indexatieambitie meegenomen. Hiervoor is een explicitering van het pensioencontract noodzakelijk. Het premie- en uitkerings(indexatie)beleid wordt als gegeven beschouwd en niet aangepast aan omstandigheden;
3. de *minimumtoets*: de waarde van de beleggingen moet op ieder moment ten minste gelijk zijn aan de waarde van de nominale verplichtingen.

Van deze drie toetsen werd de continuïteitstoets als de belangrijkste gezien, de overige twee toetsen werden voorzien als "vloeren" voor het toezicht. Deze oorspronkelijke uitgangspunten boden een mooi evenwicht tussen zekerstellen van de financiële positie op korte termijn (nodig om het sponsorrisico te beperken) en toezicht op de lange termijn reële ambities.

Politieke druk

Aan het begin van de eenentwintigste eeuw spatte de internetbubbel uit elkaar en zakten de aandelenkoersen weg. Hierdoor kwamen de pensioenfondsen in Nederland in problemen. Daardoor kwam er grote politieke druk om tot een snelle voltooiing van het Financieel Toetsingskader (FTK) te komen. Op dat moment was een van de discussiepunten in het FTK op welke manier de 'actuele waarde' van voorwaardelijke pensioentoezeggingen uitgerekend moest worden. Een van de problemen was dat pensioenfondsen niet konden (of wilden) expliciteren op welke manier hun voorwaardelijke toezeggingen er precies uitzagen. Vanwege de politieke druk was er geen tijd om deze discussie te laten uitkristalliseren en koos men er voor de hete aardappel voor zich uit te schuiven. Er werd gekozen om een wettelijk kader te creëren dat op dat moment politiek en maatschappelijk haalbaar was.

Zekerheidsgraad

Over het bepalen van de waarde van de nominale toezeggingen bestond weinig discussie: hiervoor kon men de (goed observeerbare) nominale rente termijnstructuur gebruiken. Omdat op dat moment (we spreken over 2003/2004) de dekkingsgraden van pensioenfondsen al onder druk stonden, kwam het alle betrokkenen goed uit om over de nominale dekkingsgraden (die immers hoger zijn dan reële dekkingsgraden) wettelijke afspraken te maken. Ook over de hoogte van de statistische zekerheidsmaat voor de solvabiliteitstoets was de discussie nog gaande. Hier speelde eenzelfde mechanisme: hoe hoger de zekerheidsmaat, hoe hoger de vereiste solvabiliteitsbuffers voor de pensioenfondsen. Na een aantal rondes getouwtrek tussen de pensioenfondsen en de

toezichthouder, hakte de politiek de knoop door en kwam de zekerheidsgraad van 97,5 procent uit de bus.

Verwachtingen

In de uitwerking van de nieuwe Pensioenwet (PW) koos men voor het uitgangspunt van reasonable policyholder expectations. Dat wil zeggen dat de pensioenfondsen de verwachtingen over uitkeringstoezeggingen die (redelijkerwijs) gewekt zijn bij de deelnemers, ook moeten nakomen. Hier ziet de toezichthouder op toe. Men koos in de PW als uitgangspunt dat de deelnemers ten minste mogen rekenen op de nominale toezeggingen. Nominale toezeggingen werden dus "gegarandeerd" met een zekerheidsmaat van 97,5 procent over een horizon van één jaar. Vanuit dezelfde logica werden onvoorwaardelijke indexatietoezeggingen gedaan door het pensioenfonds op dezelfde manier ook "gegarandeerd", waarbij deze gewaardeerd worden tegen de reële rente termijnstructuur. Ten slotte volgde uit deze optiek ook dat zolang het pensioenfonds geen heldere indexatieverwachtingen wekte bij de deelnemers, de voorwaardelijke toezeggingen niet gegarandeerd zijn. En dus dat er geen expliciete waardering nodig was in de berekening van de solvabiliteitstoets.³

Gevolgen

Dit uitgangspunt voor het opstellen van de PW, had een aantal gevolgen. Gegeven dit wettelijke kader, begonnen de sociale partners hun pensioenafspraken aan te passen om zo goed mogelijk binnen de toezichtkaders te blijven. Ten eerste werd het als heel aantrekkelijk gezien om alleen nominale verplichten te

3 Merk op dat de accounting regels op dit punt scherper zijn. Onder IAS39 moet "vage" indexatietoezeggingen toch expliciet worden meegenomen in de waardering.

hoeven rapporteren binnen de solvabiliteitstoets, omdat de vereiste solvabiliteit dan lager ligt. De pensioenfondsen deden hun best om het indexatiebeleid zo "vaag" mogelijk maken, om maar geen verwachtingen te wekken bij de deelnemers. Een treffend voorbeeld is de volgende tekst uit de UPO van ABP van december 2007 (andere pensioenfondsen hebben teksten van gelijke strekking)⁴:

Wordt mijn pensioenopbouw bij ABP elk jaar aangepast aan de loonontwikkeling?

De indexatie van uw opgebouwd pensioen is voorwaardelijk; er is geen recht op indexatie en het is voor de langere termijn niet zeker of en in hoeverre indexatie zal plaatsvinden. [...] Voorwaarde voor deze indexatie is dat ABP voldoende reserves heeft. Is dat het geval dan beslist ABP of uw opgebouwd pensioen de lonen volledig volgt. Bij het nemen van deze beslissing laat ABP zich ook leiden door andere ontwikkelingen die relevant zijn voor een gezonde financiële positie van het fonds. Wordt niet aan de voorwaarde van voldoende reserves voldaan, dan beperkt ABP het percentage waarmee uw opgebouwd pensioen wordt verhoogd of wordt er niet geïndexeerd.

Een tweede gevolg van de wettelijke inkadering was dat pensioenfondsen meer aandacht gingen geven aan het bewaken van de één-jaars nominale dekkingsgraad. In sommige gevallen pasten ze het beleggingsbeleid aan om de nominale dekkingsgraad te beschermen. Een extreem voorbeeld hiervan is Liability Driven Investment (LDI) waar de beleggingen precies de nominale verplichtingen matchen. Maar ook strategieën met rente-swaps en swaptions om het renterisico te hedgen vallen hieronder. Er zijn twee grote nadelen aan deze strategieën. Ten eerste sluiten ze slecht aan bij de lange termijn reële ambities van het pensioenfonds en leiden daarom tot een voor de lange termijn suboptimale beleggingsmix. Ten tweede dreigt het grote gevaar van

4 De teksten zoals hier geïllustreerd zijn voor een belangrijk deel wettelijk voorgeschreven. Zie bijvoorbeeld de Regeling van de Minister van SZW van 9 juli 2008, nr. AV/PB/08/20016.

een scenario met een hogere inflatie en een daarmee gepaard gaande stijgende rente. In zo'n scenario pakt de nominale rentehedge desastreus uit voor de reële dekkingsgraad. Het gevolg van de invoering van de PW was dus dat de continuïteitstoets geheel naar de achtergrond verdween en de solvabiliteitstoets een prominente plaats kreeg. Het toezicht heeft zich feitelijk verengd tot maar een klein deel van de totale pensioenen: de nominale rechten. Terwijl die voor een gemiddelde werknemer vaak niet meer dan de helft vormen van het werkelijk te verwachten pensioen.

Box 1 schetst puntsgewijze de ontwikkeling van het FTK sinds de invoering tot de huidige crisis.

Box 1: Ontwikkeling van het FTK

Na eerste pensioencrisis: invoeren van kostendekkende premies en grootschalige overgang van eindloonregeling naar middelloonregeling. Men kon nog volstaan met het wegnippen van de “franje” uit de regelingen. Tijdens tweede pensioencrisis was er geen ruimte meer voor “pijnloze” maatregelen. Hieronder volgt in chronologische volgorde een beknopte samenvatting van de gebeurtenissen opgenomen die specifiek betrekking hebben op de discussie rondom het FTK.

Vanaf juli 2007: hypotheekcrisis

- de financiële crisis, Amerikaanse subprime hypotheeken en de woekerpolissen bepalen het nieuws;
- aandelenkoersen zakken wereldwijd;
- rentetermijnstructuur zakt zowel in het korte eind als in het lange eind (midden blijft ongeveer gelijk);
- de risicopremie op swapcurve ten opzichte van staatscurve wordt negatief voor looptijden langer dan vijftien jaar;
- dekkingsgraden van pensioen verslechteren, veel pensioenfondsen hebben een nominale dekkingsgraad van minder dan het wettelijke minimum van 105 procent.

December 2008

- druk op politiek en DNB om alternatief voor swapcurve;
- DNB neemt swapcurve in heroverweging;
- pensioenfondsen communiceren indexatiestop aan deelnemers.

Januari 2009

- Verzekeraars mogen alternatieve curve gebruiken, mits goedgekeurd door DNB;
- DNB: swapcurve blijft gehandhaafd voor waardering van verplichtingen van pensioenfondsen ultimo 2008;
- DNB: in herstelplannen mag de forwardcurve van jaar 2013 ‘bevroren’ worden.

April 2009

- Pensioenfondsen met lage dekkingsgraden moeten een herstelplan inleveren bij DNB voor 1 april.

Najaar 2009

- Aandelenkoersen trekken weer wat aan, lange rente herstelt zich enigszins. Dekkingsgraden van pensioenfondsen komen weer in de ‘gele’ zone tussen de 105 en 130 procent.

3. Ex-Ante Nominale Zekerheidsmaat 97,5 procent

Op basis van de analyse in het vorige hoofdstuk, gaan we nu in op de vragen die we in de inleiding hebben geformuleerd.

De eerste vraag kan als volgt worden geformuleerd:

Het FTK is gebaseerd op een ex ante nominale zekerheidsmaat van 97,5 procent. De vraag is of deze zekerheid wordt bereikt. Enerzijds lijken de schokken in de solvabiliteitstoets laag te worden ingeschat in het licht van de recente volatiliteit op financiële markten. Anderzijds betekenen de (lange) hersteltermijnen dat de ex post zekerheid lager uitvalt. Afdekking van financiële schokken lijkt om die redenen momenteel onderbelicht in het FTK. Welke oplossingen zijn hiervoor denkbaar?

Het doel van de wetgeving is, onder meer, voorkomen dat de continuïteit van het fonds uiteen valt als er sprake is van onderdekking. Dit kan bijvoorbeeld door (bij een ondernemingspensioenfonds) faillissement van de achterliggende sponsor, vertrek naar het buitenland, of (bij een bedrijfstakpensioenfonds) tanende bedrijfstak die dus weinig premieherstel meer kan opbrengen, of door jongeren die weigeren te participeren. Op dit moment probeert men die continuïteit te waarborgen door het sturen op een relatief hoge mate van ex ante zekerheid. De vraag is echter of dit een goed idee is. Binnen een periode van tien jaar zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen al twee keer in gevaar geweest. Dit is (in ieder geval gevoelsmatig) moeilijk te rijmen met de beloofde zekerheid van 97,5 procent. Welke oorzaken zijn hiervoor aan te wijzen?

Oorzaken

Ten eerste kan men zich afvragen of de modellen die binnen het FTK gehanteerd worden, afdoende rekening houden met extreme scenario's om werkelijk op een 2,5 procent kans uit te komen. Voor aandelenrisico wordt bijvoorbeeld gewerkt met een 2,5 procent schok van 25 procent, wat overeen komt met een volatiliteit van rond de 16 procent. Zeker onder de huidige marktomstandigheden is dat aan de lage kant. Ook het rapport van de commissie parameters FTK (2009) wijst hierop. Nu lijkt een eenvoudige oplossing om dus conservatievere modellen te gebruiken. Maar er is meer aan de hand.

Zelfs al zouden de gemaakte modelveronderstellingen binnen het FTK precies overeenkomen met de werkelijkheid, dan nog zou blijken dat er ex-post vaker dan eens in de veertig jaar sprake zou zijn van onderdekking. Als fondsen bijvoorbeeld de vereiste FTK buffer (zeg 130 procent voor een fonds met een gemiddelde asset allocatie) geneigd zijn als norm te stellen, dan geldt voor één jaar vooruit een kans op onderdekking van 2,5 procent. Maar als niet voldaan wordt aan die buffer, dan kan een langjarig herstelplan volgen. Als anderzijds hoge dekkingsgraden snel worden weggegeven in de vorm van inhaalindexaties of premiekortingen, ontstaat een ex post kans die (geaccumuleerd over vele jaren) groter is dan 2,5 procent op jaarbasis op onderdekking.

Oplossingsrichtingen

Er zijn verschillende oplossingsrichtingen denkbaar voor het zeker stellen van de 2,5 procent kans. We zullen deze een voor een de revue laten passeren. Zeker is dat aan al deze oplossingen grote nadelen verbonden zijn.

1) Een eerste mogelijkheid is om te denken aan het verhogen van de vereiste buffers bij eenzelfde risicocontract en beleggingsmix. Het grote nadeel is dat de kosten van de pensioentoezegging (kostendekkende premie) bij eenzelfde asset mix omhoog gaan. Om de gedachten te bepalen: er is in Nederland zo'n € 500 miljard aan pensioenverplichtingen. Een stijging van de buffers van 130 procent naar 150 procent komt dan neer op een extra verhoging van de pensioenkosten met ongeveer € 100 miljard. Een tweede nadeel is dat herstelplannen vanuit de huidige situatie met lage dekkinggraden nog langer zal duren omdat een doel van 150 procent in plaats van 130 procent bereikt moet worden. Logischer lijkt het om de buffervereisten ook voor de lange termijn te laten afhangen van het gekozen beleggingsrisico. De kosten van deze buffer worden dan in de kostendekkende premie verwerkt. Op deze manier krijg je een afruil tussen de hogere verwachte rendementen van een risicovolle beleggingsmix en de kosten van de hogere vereiste buffers.

2) Een gerelateerd voorstel is het instellen van een systeem zoals het *Pension Protection Fund (PPF)* in het VK. Hierbij houden pensioenfondsen niet zelf rechtstreeks grotere buffers aan, maar doen dit indirect door het doen van afdrachten aan het PPF. Bij een dreigend omvallen van een pensioenfonds, kan dan aanspraak worden gemaakt op het PPF. Omdat het (in verkapte vorm) hetzelfde voorstel is als hierboven, gelden dezelfde nadelen. Er komt in dit geval nog een extra nadeel bij: door de aanwezigheid van een achtervang voor als het fout gaat, dreigt het gevaar van 'moral hazard'. Dat wil zeggen, pensioenfondsbesturen en sponsors gaan zich minder voorzichtig gedragen, omdat ze bij slechte uitkomsten (omvallen van het fonds) toch een beroep kunnen doen op het PPF.

Met andere woorden: het 'braafste jongetje van de klas' draait als het fout gaat voor de kosten op.⁵

3) Een andere oplossingsrichting is het aanpassen van de regels voor herstelplannen door sneller herstel te eisen als een dekkingtekort optreedt. Dit reduceert het aantal jaren dat een fonds in onderdekking verkeert, maar leidt toch tot ongewenste effecten. Namelijk dat de *smoothing* die in het pensioensysteem ingebakken zit, verloren gaat. Hierdoor wordt het gevaar van procyclisch gedrag vergroot. Die *smoothing* is ook macro-economisch zeer gewenst: het voorkomt hogere premies of grootschalige beleggingen die verkocht worden ten tijde van recessie. Teveel sturen op onderdekkingskansen werkt procyclisch gedrag van pensioenfondsen in de hand.

4) Ten slotte zijn er verschillende voorstellen gedaan voor het anders berekenen van de waarde van de (nominale) verplichtingen. APG heeft een voorstel gedaan (APG, 2009) om de verplichtingen te waarden tegen een gemiddelde curve van de afgelopen zeven jaar. Een dergelijke uitmiddeling van rentecurven leidt automatisch tot een stabielere inschatting van de dekkingsgraden en dus minder vaak tot een signaal van onderdekking. Een groot nadeel van deze aanpak is dat je achter de feiten gaat aanlopen als na zeven vette jaren, zeven magere jaren volgen. In paragraaf 7 gaan we veel uitgebreider op dit punt in, en geven een aantal concrete suggesties.

5 Een vergelijkbaar mechanisme werd tijdens de kredietcrisis zichtbaar in het deposito garantiestelsel bij banken. DNB slaat de kosten van het garanderen van spaartegoeden van een failliete bank (zeg: Icesave) om bij de banken die niet failliet gaan. Rabobank (het 'braafste jongetje') zocht eind 2008 herhaaldelijk de pers om zich hierover publiekelijk te beklagen.

Loslaten nominale 'garanties'

Omdat aan alle hiervoor genoemde oplossingen grote nadelen kleven, pleiten wij voor een geheel andere oplossingsrichting: het loslaten van de nominale 'garanties'. (zie ook Tamerus, 2009). Wij zijn van mening dat een betere manier om de continuïteit van het fonds te waarborgen is om alle stakeholders van adequate informatie te voorzien. Daarvoor is een verdergaande explicitering van de regeling vereist dan nu het geval is. Op deze manier kunnen op voorhand de consequenties van de regeling in termen van verwachtingen en kansen in kaart worden gebracht. De solidariteit ligt dus minder in de vorm van 'gegarandeerde' uitkeringen, maar veel meer in de vorm van vooraf goede afspraken maken tussen stakeholders over de wijze waarop de mee- en tegenvallers worden verdeeld.

Vervolgens kunnen de afspraken aangepast worden aan gewijzigde omstandigheden door periodiek te toetsen. Wij zijn van mening dat het vooraf maken van goede afspraken een veel betere basis voor solidariteit is dan het vooraf beloven van 'zekerheid' en vervolgens gedwongen worden om bij tegenvallende resultaten alsnog de pijn te moeten verdelen (zoals in de afgelopen twee crises gebeurd is). Om hiervoor een goed wetgevend kader te scheppen, is het van belang om in de regelgeving over te stappen van een nominaal garantieniveau naar het in kaart brengen van de kansen op (reële) onderdekking. Wij zijn van mening dat de continuïteitstoets (zoals die oorspronkelijk was voorzien in het FTK) een zeer geschikt middel is.

Voor sociale partners ontstaat zo de ruimte om andere contracten vast te leggen. Contracten waarin minder (schijn)zekerheid wordt beloofd, maar veel meer aangegeven wordt wat de ambities zijn, en hoe de mee- en tegenvallers worden verdeeld over de verschillende

stakeholders. De toezichthouder ziet er dan op toe dat zekerheden die worden beloofd, daadwerkelijk worden nagekomen. En ziet er op toe dat het voorgenomen beleid (maatregelen) ook daadwerkelijk wordt uitgevoerd zoals toegezegd.

4. Spanning korte en lange termijn

De tweede vraag uit de inleiding luidt:

Er lijkt spanning te bestaan tussen korte en lange termijn. Momenteel ligt de focus als gevolg van onderdekking op het bereiken van 105 procent nominaal op korte termijn, terwijl feitelijke ambitie van pensioenfondsen reëel is op lange termijn. Zijn er mogelijkheden om de focus van pensioenfondsen meer gericht te krijgen op hun reële ambitie op de lange termijn, zonder dat hun financiële positie op de korte termijn te ver weg kan zakken?

In de Nederlandse verhoudingen geven de sociale partners invulling aan de pensioencontracten. De overheid en toezichthouder zien toe op de naleving van de toezeggingen. Hieruit volgt dat het wettelijk kader zodanig moet worden vormgegeven, dat de sociale partners niet belemmerd worden in het maken van goede afspraken. Het FTK in zijn huidige vorm met een focus op een nominale dekkinggraad met een één-jaars zekerheidsmaat van 97,5 procent vormt een belemmering voor sociale partners om pensioenregelingen af te spreken waarin de focus ligt op het nastreven naar waardeevaste pensioenen. Het leidt tot een spanning tussen de korte en de lange termijn. En daarmee tot spanningen tussen belangen van jongeren en ouderen.

Drie punten

Het lijkt goed om drie zaken te onderscheiden:

- de tegenstelling tussen korte en lange termijn;
- de tegenstelling tussen nominale en reële uitkeringen als een bepaald inflatieniveau gegeven is;
- het afdekken van het inflatierisico.

De tegenstelling tussen korte en lange termijn heeft te maken met de kans op het uiteenvallen van het collectief, hier hebben we in het vorige hoofdstuk aandacht aan besteed. Als de kans op het uiteenvallen klein wordt, kan veel meer aandacht worden gegeven aan de lange termijn. Dat wil zeggen op het verdelen van de lusten (rendementen) en de lasten (risico's) tussen de stakeholders op lange termijn.

Voor een gegeven inflatieniveau is het eenvoudig om te berekenen hoe de kwaliteit van de uitkeringen wordt aangetast als het fonds uit aandelen stapt en de renterisico's afdekt (nominale LDI strategie). Voor jongeren is de verwachte verslechtering van de indexatie heel relevant, voor ouderen minder. Als het inflatieniveau stochastisch is, dan speelt ook het afdekken van inflatierisico een rol. Het afdekken van (nominale) renterisico's kan dan extra verkeerd uitpakken. Je wordt namelijk extra gevoelig voor een stijging van de nominale rente die los staat van de reële waarde van de verplichtingen als alleen de inflatie oploopt bij gelijk blijvende reële rente.

Veel pensioenfondsen hebben wel degelijk reële indexatieambities. Echter binnen het kader van het huidige nominale FTK worden deze ambities "binnenskamers" gehouden. Binnen een wettelijk kader met meer aandacht voor de lange termijn kunnen de indexatieambities weer "openlijk" beleden worden. Te denken valt hierbij aan het in kaart brengen op de kansen dat ten minste honderd procent, tachtig procent of zestig procent van de inflatie gecompenseerd wordt over een horizon van vijf, tien, twintig of veertig jaar.

Rol continuïteitstoets

Hoe kunnen we hier oplossingen voor vinden? Het zal de lezer niet verbazen dat we pleiten voor het herstel van de prominente rol van

de continuïteitstoets, zoals bedoeld in de uitgangspunten van het FTK. Via de continuïteitstoets willen we de gevolgen van de keuze voor een bepaalde regeling/beleggingsbeleid tonen. We willen hierbij naar verschillende criteria kijken en ook naar meerdere horizons. De criteria waar we op willen focussen zijn:

- Verwachte uitkeringen in reële termen;
- Kwantielen voor de verwachte uitkeringen;
- Verwachte reële dekkingsgraad;
- Kwantielen voor de reële dekkingsgraad.

We richten ons uitdrukkelijk op de uitkeringen en dekkingsgraden in reële termen, omdat dit de relevante variabelen zijn om op te sturen, met name op de lange termijn. Ook willen we zowel de verwachte uitkomsten als nadrukkelijk de spreiding in de uitkomsten meenemen om expliciet de aandacht te vestigen op toekomstige ongunstige uitkomsten. Door expliciet te focussen op de reële dekkingsgraad, sluiten we op een natuurlijke wijze aan bij de indexatielabels, zie bijvoorbeeld de recente Netspar papers van Van Ewijk-Teulings (2007) en Van Ewijk-Janssen-Kortleve-Westerhout-Ten Cate (2009). Bijvoorbeeld als een fonds een bepaalde indexatiekwaliteit belooft (klasse A – E) kunnen daar eisen aan de reële dekkingsgraad aan verbonden worden.

Ten tweede willen we de bovenstaande criteria evalueren over verschillende horizons. Bijvoorbeeld: vijf, tien, twintig, veertig jaar. De verschillende stakeholders rond het pensioenfonds hebben niet alleen verschillende belangen, maar ook verschillende tijdhorizons. Bijvoorbeeld jong actieve deelnemers hebben een zeer lange tijdshorizon, terwijl gepensioneerden (en wellicht ook de sponsor) een veel kortere tijdshorizon hebben. Door alle criteria uit te rekenen voor alle horizons krijgen we de relevante

beslissingsvariabelen voor alle stakeholders in beeld. Deze aanpak vereist dat de pensioenfondsen duidelijke afspraken maken over de inzet van beleidsinstrumenten zoals premiehoogte en de mate van indexatie. De beleidsstaffels zoals die nu bij enkele pensioenfondsen ontwikkeld zijn, zijn hiervoor een goed voorbeeld. In deze staffels wordt precies afgesproken wat de premie en indexatie is bij elke dekkingsgraad. Die dekkingsgraad kan zowel nominaal als reëel gedefinieerd zijn. Onze voorkeur gaat uit naar sturen op de reële dekkingsgraad. De rol van de toezichthouder is dan om te toetsen of het pensioenfonds op lange termijn houdbaar is met deze afspraken, en dat is precies de continuïteitstoets. We tekenen hierbij aan dat er door de lange horizon wel een mogelijkheid moet zijn om van het voorgenomen beleid af te wijken als de omstandigheden daartoe nopen. De toezichthouder treedt dan als het ware op als belangenbehartiger van toekomstige generaties, die op dit moment nog niet aan het onderhandelingsproces tussen de stakeholder kunnen deelnemen, maar wel duidelijk belanghebbende zijn. Een toezichthouder die de houdbaarheid van de afspraken op lange termijn toetst, voorkomt dat de huidige generatie stakeholders problemen oplost door ze 'naar de toekomst' te schuiven.

Door op deze manier naar een pensioenfonds te kijken krijgen we ook het gevaar van discontinuïteit van het collectief beter in beeld. Hierbij moeten we onderscheid maken tussen ondernemingspensioenfondsen (OPf'en) en bedrijfstakpensioenfondsen (BPf'en). Bij een OPf is er immers expliciet een sponsor aan te wijzen die in slechte tijden mogelijk kan bijspringen (of failliet kan gaan), terwijl in het geval van een BPf de bedrijfstak als geheel een entiteit is die waarschijnlijk wel zal blijven voortbestaan, al kan ook daar de premiebasis uitgehold worden door een tanende bedrijfstak of

jongeren die weigeren te participeren. De toezichthouder zou bij de beoordeling van de uitkomsten van de continuïteitstoets vooral moeten meewegen als men in bepaalde situatie toezegt de premie te verhogen (of andere maatregelen voorstelt) of het collectief dat kan dragen.

Wij hopen dat het expliciet in beeld brengen van de gevolgen van beleidsmaatregelen voor alle stakeholders ertoe leidt dat deze stakeholders aan de hand van de uitkomsten van de continuïteitsanalyse in gezamenlijk overleg tot een beleid komen dat voor alle stakeholders acceptabel is. Wij zijn van mening dat dit leidt tot een stabiele regeling omdat stakeholders bereid zijn 'water bij de wijn te doen' en/of 'uit te ruilen'. We zijn er van overtuigd dat stakeholders niet handelen uit louter eigenbelang, maar bereid zijn een stukje in te leveren als ze ergens anders winnen en/of daarmee een groot pijnpunt voor een andere stakeholder verdwijnt. Als stakeholders samen tot een consensusoplossing kunnen komen, wordt daarmee het draagvlak en dus de solidariteit binnen de regeling vergroot. Een stakeholder die 'buiten de boot' valt, is geneigd om uit de regeling te stappen.

De rol van de toezichthouder is hierbij om de haalbaarheid van de afspraken op realiteitsgehalte te toetsen; worden er geen dingen beloofd of aannamen gemaakt die niet realistisch zijn? Blijft de solvabiliteit op lange termijn voldoende gehandhaafd? Zijn de premies toereikend voor de ambities van het fonds? Verder kan de toezichthouder kritisch kijken naar de risico-inschattingen die het fonds maakt: is er een voldoende kans dat de (indexatie)ambities van het fonds ook waargemaakt kunnen worden?

5. Rekenvoorbeeld

Om de concepten van de door ons voorgestelde continuïteitsanalyse te illustreren, geven we hier een voorbeeld. We maken gebruik van een zeer sterk vereenvoudigd model van een pensioenfonds (dan wel levensverzekeraar met winstdeling). We baseren onze berekeningen op het model van Grosen en Jørgensen (2000). In dit model kunnen we een statische beleggingsmix kiezen van aandelen en vastrentende waarden, waarbij de aandelenrendementen normaal verdeeld zijn (Black-Scholes model) met een verwacht rendement van 8% en een volatility van 15%. De nominale rente wordt constant verondersteld op 4%. De inflatie wordt constant verondersteld op 2%. De waarde van de totale beleggingsportefeuille in jaar t wordt weergegeven met A_t .

In het model worden de aanspraken van de deelnemer elk jaar aangepast. De dekkingsgraad van het fonds speelt hierbij een belangrijk rol. De waarde van de aanspraken in jaar t wordt weergegeven met L_t . De hoogte van de aanspraken L_{t+1} voor jaar $t+1$ wordt als volgt vastgesteld:

$$L_{t+1} = L_t * \left(1 + \max \left\{ \alpha \left(\frac{A_t}{L_t} \right), r_g \right\} \right)$$

Deze formule kan als volgt worden geïnterpreteerd. Elk jaar wordt de dekkingsgraad (A_t / L_t) vergeleken met de minimaal vereiste dekkingsgraad γ . Als de dekkingsgraad beneden dit minimum ligt, worden de aanspraken aangepast met een "garantierendement" r_g . Als de dekkingsgraad hoger is dan γ , wordt van de aanwezige "overwaarde" een gedeelte α gebruikt om de aanwezige verplichtingen op te hogen. Als $\alpha=100\%$, wordt elk jaar volledig de overwaarde boven γ gebruikt om de aanspraken te verhogen. Voor

$\alpha < 100\%$, wordt van de aanwezige overwaarde slechts een gedeelte gebruikt, zodat er nog een buffer overblijft om toekomstige klappen op te vangen.

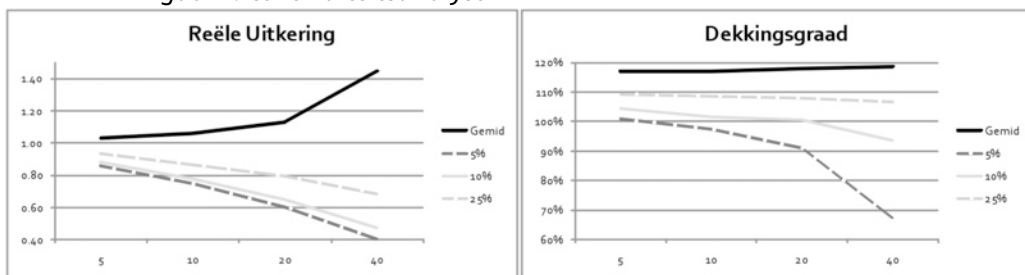
In onze voorbeeldberekeningen gaan we uit van de volgende parameters: een initiële dekkingsgraad van 120%, 50% van de beleggingen geïnvesteerd in aandelen, $\gamma = 105\%$, $\alpha = 50\%$ en $r_g = 0\%$. Door r_g op 0% te zetten, modelleren we een fonds dat de nominale rechten nooit zal korten, ongeacht hoe slecht de dekkingsgraad er voor staat. Alle berekeningen zijn uitgevoerd door het doorrekenen van 500 stochastische scenario's met een looptijd van 40 jaar.

Door onze keuze van de parameters worden de rechten voor het jaar 1 altijd opgehoogd met 7,5%. We beginnen immers met een initiële dekkingsgraad van 120%. Daarvan wordt de helft van het meerdere boven 105% gebruikt om de rechten te verhogen.

Onderstaande Figuur 1 geeft de uitkomsten van de continuïteitsanalyse weer voor dit modelfonds.

In Figuur 1 zijn zowel de gemiddelde reële uitkering (links) als het 25%- , 10%- en 5%-kwantiel te zien. De waarde van de uitkeringen is weergegeven in reële euro's vandaag. In de rechtergrafiek zien we de uitkomsten voor de dekkingsgraad. Wat direct opvalt, is dat als we alleen naar de gemiddelde uitkomsten zouden kijken, we tot de conclusie zouden komen dat zowel de reële uitkeringen als de dekkingsgraad ruim aan de normen voldoet over alle horizons. Door echter ook de kwantielen in beschouwing te nemen, zien we dat zowel bij "matig sombere" scenario's (25%-kwantiel) en bij de slechte scenario's (5%-kwantiel) de reële waarde van de uitkeringen fors daalt. Voor de dekkingsgraden zien we (met name op langere termijn) dat de 10%- en 5%-kwantielen (zeer) lage dekkingsgraden laten zien.

Figuur 1: Continuïteitsanalyse



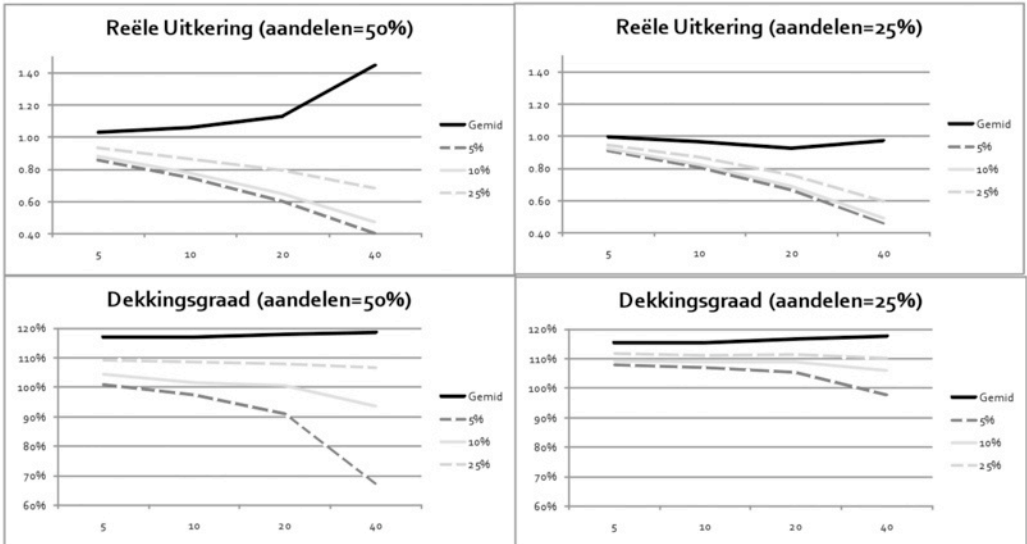
Waar is de toegevoegde waarde vooral te vinden? In de continuïteitsanalyse die een goed inzicht kan geven in de impact van voorgestelde beleidswijzigingen op verschillende horizons. We geven hieronder drie illustraties.

Variant 1: Minder in aandelen

De grote spreiding in uitkomsten in het basisbeleid is terug te voeren op het relatief agressieve beleggingsbeleid door 50% van de portefeuille in aandelen in beleggen. Een eerste alternatief is om naar een minder agressief beleggingsbeleid te kijken: 25% in aandelen. In Figuur 2 hieronder hebben we de uitkomsten van het basisbeleid (aandelen=50%) vergeleken met het beleid (aandelen=25%).

De bovenste twee grafieken geven de reële uitkeringen weer van het basisbeleid en het nieuwe beleid. We zien direct dat door minder in aandelen te beleggen, het verwachte rendement omlaag gaat, waardoor de gemiddelde reële uitkeringen dalen. Wel zien we dat in de 5%-kwantielen de uitkeringen iets verbeteren. Deze verbetering is toe te schrijven aan het lagere beleggingsrisico, waardoor de spreiding in de uitkomsten kleiner wordt. De effecten van de risicoreductie zien we ook heel duidelijk terug in de

Figuur 2: Impact van minder in aandelen beleggen

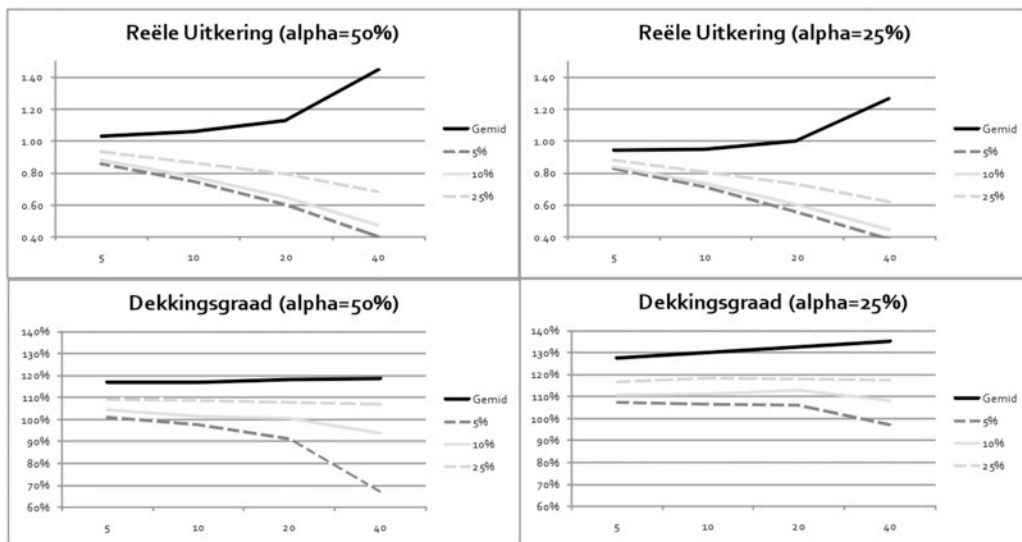


dekkingsgraden. De gemiddelde dekkingsgraden lopen zeer licht terug, maar de 5%- en 10%-kwantielen zijn spectaculair verbeterd. Kijken we naar de stakeholders, dan zien we hier dat een verlaging van het beleggingsrisico leidt tot een aanzienlijke verslechtering voor de deelnemers (lagere reële uitkeringen), en ook tot een aanzienlijke verbetering voor de sponsor (veel betere dekkingsgraden in de slechte scenario's betekent namelijk dat de sponsor niet, of veel minder, hoeft bij te storten).

Variant 2: Meer uitmiddelen over de tijd

Een andere manier om het risico te verminderen is om de opgebouwde buffers meer geleidelijk door te tijd aan de deelnemers toe te kennen. In het model kunnen we dit bijvoorbeeld doen door de parameter α te verlagen van 50% naar

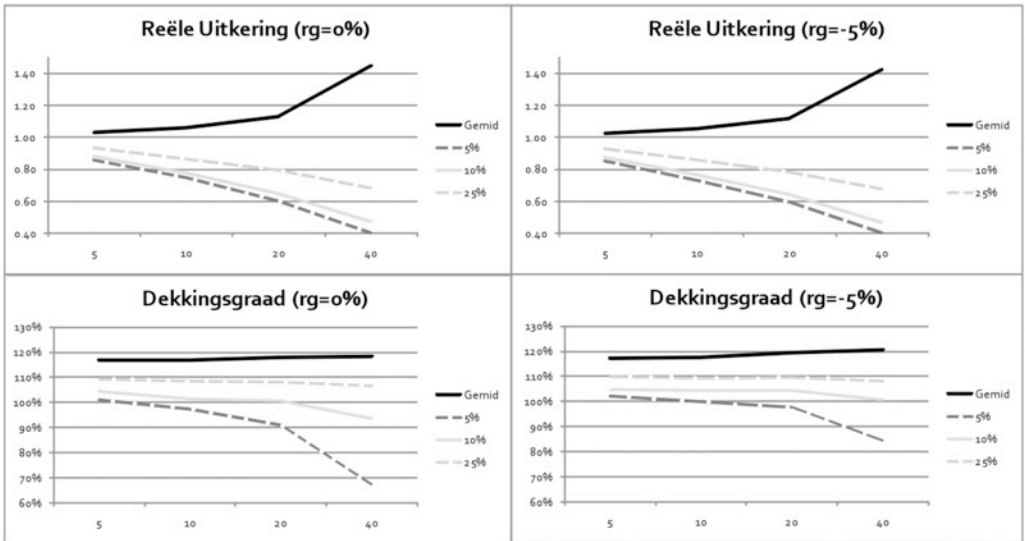
Figuur 3: Meer uitmiddelen over de tijd



25%. In Figuur 3 hieronder hebben we de uitkomsten van het basis-beleid ($\alpha=50\%$) vergeleken met het beleid ($\alpha=25\%$).

Kijken we naar de reële uitkeringen, dan zien we dat de reële uitkeringen omlaag gaan. Interessant is dat voor de korte horizons (5 en 10 jaar) de deelnemers er gemiddeld op achteruit gaan in reële termen (waarde $> \text{€}1$ in het originele beleid en waarde $< \text{€}1$ in het nieuwe beleid), terwijl op lange termijn (40 jaar) de deelnemers er weliswaar iets op achteruit gaan, maar de waarde van de uitkeringen blijft gemiddeld in reële termen op peil. Verder zien we ook dat voor de slechte scenario's het uitmiddelen leidt tot iets slechtere uitkomsten. Dit is toe te schrijven aan het feit dat in echt slechte scenario's het fonds stelselmatig lage dekkinggraden heeft. Als er dan buffers worden opgebouwd, worden die pas met

Figuur 4: Korten indien nodig



vertraging uitgekeerd waardoor de deelnemers weinig profijt hebben van de hogere buffers.

Als we kijken naar de dekkingsgraden, zien we hier weer een spectaculaire verbetering. Door het vertraagd uitkeren van de buffers, worden deze langer vastgehouden, waardoor in gemiddelde en slechte scenario's de dekkingsgraad sterk verbetert.

Als we kijken naar de stakeholders, zien we in dit geval dat de oudere werknemers (korte horizon) er in reële termen op achteruit gaan, terwijl de jongeren min of meer indifferent zullen zijn. De sponsor gaat er ook in deze variant sterk op vooruit.

Variant 3: Korten indien nodig

Een derde variant is de mogelijkheid om de rechten (gedeeltelijk) te korten als de dekkingsgraad van het fonds laag is. In ons model kunnen we dit weergeven door het garantierendement r_g te

verlagen naar -5%. Dit betekent dat voor een dekkingsgraad lager dan 105%, de helft van het tekort ($\alpha=50\%$) wordt goed gemaakt door de aanspraken te korten. De korting op de aanspraken per jaar is echter gemaximeerd op 5%. In Figuur 4 hieronder hebben we de uitkomsten van het basisbeleid ($r_g = 0\%$) vergeleken met het beleid ($r_g = -5\%$).

Als we kijken naar de reële uitkeringen, zien we dat deze slechts in heel lichte mate achteruit gaan. Dit valt als volgt te verklaren: een lage buffer wordt snel hersteld door het korten op de rechten. Hierdoor kan er ook weer snel geprofiteerd worden door de deelnemers als de beleggingsrendementen weer aantrekken, en worden de kortingen dus relatief ook weer snel ingehaald. Dit effect is ook zichtbaar in de grafieken voor de dekkingsgraden: de gemiddelde dekkingsgraden blijven op peil, terwijl de dekkingsgraden in de 5%- en 10%-kwantielen flink verbeteren.

Kijken we naar de stakeholders, dan zien we dat de deelnemers indifferent zouden moeten zijn voor deze beleidswijziging, terwijl de sponsor een flinke verbetering bereikt voor de slechte scenarios, zonder in termen van gemiddelden erg veel 'rijker' te worden.

De conclusie luidt dat de continuïteitsanalyse een goed inzicht kan geven in de impact van verschillende beleidsvarianten voor de verschillende stakeholders. Door het combineren van verschillende vormen van beleidswijziging kan gezocht worden naar een pensioenfondsbeleid dat de lusten en lasten op een redelijke wijze over alle stakeholders verdeeld. De continuïteitsanalyse geeft de stakeholder een instrument in handen om van tevoren de gevolgen van een voorgesteld beleid te overzien.

6. Rentetermijnstructuur

Zoals eerder gememoreerd is er op dit moment een levendige discussie over welke rente-termijnstructuurcurve pensioenfondsen moeten gebruiken voor het contant maken van de (nominale) verplichtingen. Moet dit de swapcurve of de staatscurve zijn? Gerelateerd aan deze discussie heeft de Algemene Pensioen Groep (APG) recent een voorstel gedaan om niet de actuele curve te gebruiken, maar een gemiddelde over de afgelopen zeven jaren. Doel hiervan is om de fluctuaties in de gebruikte curve, en daarmee fluctuaties in de dekingsgraad, te verminderen.

Het Actuariële Genootschap (AG) heeft in 2009 een rapport uitgebracht over welke rentetermijnstructuur pensioenfondsen zouden moeten gebruiken voor het contant maken van de verplichtingen. Een belangrijke conclusie van het AG is dat de juiste curve niet bestaat. Het AG beveelt aan om een curve te gebruiken die de beste balans geeft tussen vier gewenste eigenschappen: risicovrij, goed observeerbaar, verhandelbaar en robuust. Afhankelijk van de marktomstandigheden kan de staats-, swap- of een andere curve het beste aan deze criteria voldoen. Het AG beveelt voor de uiteindelijke keuzen een *comply or explain* beleid aan, waarbij de toezichhouder de verschillende curves periodiek aan deze criteria toetst.

Het voorstel van APG om de fluctuaties in de rente te verminderen is creatief, maar ruilt het ene probleem (sterk fluctuerende dekingsgraden) in voor een ander, namelijk dat je achter de feiten gaat aanlopen als na rentedalingen weer rentestijgingen volgen. Een groot deel van het probleem wordt veroorzaakt door het sturen op de nominale dekingsgraad. Die bereken je door de verplichtingen contant te maken tegen de nominale rente, en die fluctueert inderdaad vrij sterk. Maar als het

pensioenfonds een reële ambitie heeft, ligt het meer voor de hand om te sturen op de reële dekkingsgraad. Deze wordt berekend door de verplichtingen contant te maken tegen de reële rente. In een recent NEA-paper laat Bekaert (2009) zien dat de (lange) reële rente veel minder fluctueert dan de nominale. Een deel van het probleem is hiermee al opgelost.

Een andere reden om de zorgen over de fluctuaties in de rente wat te temperen is de *mean reversion* in rentes. Een eigenschap van rentes is namelijk dat ze over de tijd de neiging hebben langzaam terug te keren naar een lange termijn gemiddelde waarde. Concreet betekent dit dat in situaties met een historisch gezien lage rente, zoals nu, de verwachting is dat rentes gaan stijgen (en vice versa). In de continuïteitsanalyse is men voornamelijk geïnteresseerd in de waarde van de beleggingen en de verplichtingen over vijf jaar, over tien jaar, etc. Die waarde wordt bepaald door de op dat moment geldende termijnstructuur. Door de *mean reversion* in rentes zal die toekomstige termijnstructuur minder fluctuaties vertonen dan de actuele termijnstructuur. In de volgende paragraaf werken we een specifiek model uit en bespreken we hoe een inschatting van de toekomstige termijnstructuur gedaan kan worden.

7. Een model voor de toekomstige rente-termijnstructuur

De regels van DNB schrijven voor dat in herstelplannen de huidige forward curve wordt gebruikt om de verwachte forward curve over een jaar (of langer) te berekenen. Deze berekeningen zijn een belangrijk onderdeel van de continuïteitstoets en herstelplannen, waarin de pensioenfondsen de waarde van hun verplichtingen over vijf jaar moeten berekenen. De methode die daarbij wordt gevolgd, gaat uit van het 'vastzetten' van de verplichtingen tegen de huidige rente. Deze methode is niet consistent met de aanpak die wordt gebruikt bij de waardering van de beleggingen, waar een bepaald verwacht rendement mag worden opgeteld bij de huidige waarde.⁶ De inconsistentie zit in het gebruik van een 'Q' kansmaat voor de "risiconeutrale" waardering van verplichtingen (vastzetten van de waarde) en een 'P' kansmaat voor de realistische verwachte waarde van de beleggingen in de toekomst. Om consistent te zijn, verdient het de voorkeur om ook een 'P' verwachting van de rente-termijnstructuur te gebruiken voor de toekomstige waarde van de verplichtingen.

In deze paragraaf geven wij een eenvoudige methode om de verwachte termijnstructuur op een toekomstig tijdstip te bepalen. Om de methode te implementeren, is niet meer nodig dan de huidige waargenomen termijnstructuur, een lange termijn verwachting van de korte rente, en een parameter die aangeeft hoe snel de rente convergeert naar dit lange termijn gemiddelde (mean reversion parameter). We beginnen dit stuk met een korte

6 Onder bepaalde restricties aan de gebruikte parameters, zoals vastgesteld door SZW. De commissie parameters FTK (2009) heeft ook gewezen op de inconsistentie in het FTK tussen de waardering van toekomstige assets en toekomstige verplichtingen.

uiteenzetting van de methode en formules, en doen daarna een voorstel voor de te gebruiken parameters.

In de meeste rente-termijnstructuurmodellen wordt de relatie tussen forward rates en de korte rente gegeven door de uitgebreide verwachtingenhypothese:

$$f(t, T) = E_t[r(t+T)] + c(T)$$

waarin $f(t, T)$ de forward rate op tijdstip t is voor een looptijd T . De term $c(T)$ is een combinatie van risicopremies en convexiteits-effecten, en is een functie van alleen de looptijd T (en dus onafhankelijk van het tijdstip t).⁷ Deze aanname impliceert een eenvoudige relatie tussen de huidige en verwachte toekomstige forward rates⁸

$$E[f(t, T)] = f(0, T) + E_t[r(T+t) - r(T)] \quad (1)$$

In woorden, de verwachte forward rates zijn gelijk aan de huidige forward rates plus een correctie voor de verwachte verandering in de korte rente.

Voor de verwachting van de korte rente hebben we verdere modelaannames nodig. In het 1-factor Vasicek model worden renteverwachtingen voor een toekomstig tijdstip $t > 0$ gegeven door

$$E[r(t)] = \theta + e^{-at}(r(0) - \theta) \quad (2)$$

waarbij θ het lange termijn gemiddelde van de korte rente is, en a een parameter die de snelheid van convergentie naar dit lange

7 Deze relatie geldt bijvoorbeeld in alle affiene modellen zoals het Vasicek model en het CIR model, maar niet in modellen met tijdsvariërende risicopremies of stochastische volatiliteit.

8 Vanaf hier zijn alle verwachtingen conditioneel op tijdstip $t=0$ en uiteraard onder de empirische kansmaat 'P'.

termijn gemiddelde aangeeft (de mean reversion). Invullen van vergelijking (2) in vergelijking (1) geeft de verwachte forward rates

$$E[f(t, T)] = f(0, T) + (1 - e^{-at})(\theta - r(0))e^{-at}$$

Een vergelijkbare formule ontstaat voor zero-coupon rentes

$$E[R(t, T)] = R(0, T) + (1 - e^{-at})(\theta - r(0))b(T),$$

$$b(T) = \frac{1 - e^{-aT}}{aT}$$

Deze formules laten zien dat de verwachte termijnstructuur wordt bepaald door de huidige termijnstructuur, plus een correctie die afhangt van het verschil tussen de huidige korte rente $r(0)$ en zijn lange termijn gemiddelde θ . Hoe groot die correctie is, wordt bepaald door de horizon t en door de looptijd van de obligatie T . De termijnstructuur zal naar verwachting stijgen als de korte rente momenteel laag is ($r(0) < \theta$) en naar verwachting dalen als de huidige rente hoog is ($r(0) > \theta$). De mate van stijging of daling wordt bepaald door de convergentie (mean reversion) parameter a . Bijvoorbeeld als $t=5$ en $a=0,20$, dan is $1 - e^{-at} = 0,63$, zodat 63% van het verschil tussen de huidige rente en het lange termijn gemiddelde wordt goedgemaakt. Bij een lagere waarde van bijvoorbeeld $a=0,04$ is de aanpassing veel kleiner omdat dan $1 - e^{-at} = 0,18$. De correcties voor langere looptijden zijn kleiner omdat $b(T) < 1$.

Een bijkomend voordeel van deze methode is dat fluctuaties in de rente door het *mean reversion* effect enigszins gedempt worden in de verwachtingen voor de toekomstige rentes. Die liggen namelijk altijd dichter bij het lange termijn gemiddelde dan de huidige rente. De waardering van de huidige verplichtingen vindt uiteraard gewoon plaats tegen de huidige rentes, maar voor de toekomstige rentes, gebruikt in de continuïteitsanalyses, worden de

rentefluctuaties gedempt. Deze demping is theoretisch goed onderbouwd, in tegenstelling tot de middeling over zeven jaar die APG voorstelt.

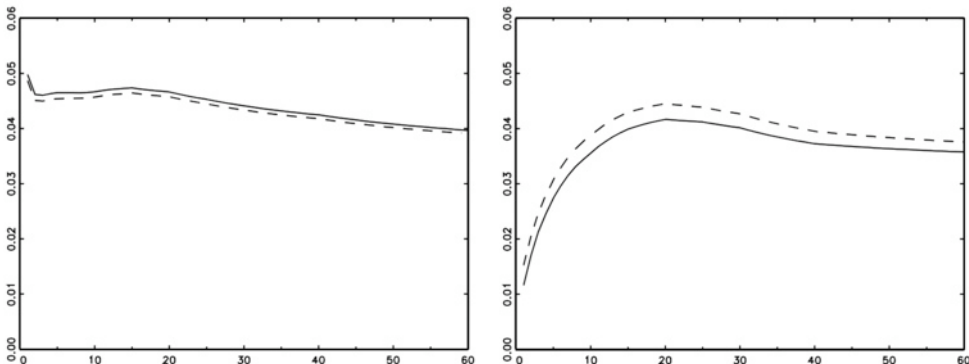
De voorgestelde methode vereist waarden voor de huidige korte rente $r(0)$ het lange termijn gemiddelde van de korte rente θ . Voor de huidige korte rente kan men eenvoudig de 1-jaars rente gebruiken. Wij stellen voor het lange termijn gemiddelde van de korte rente te kiezen als de som van de gemiddelde reële rente, de lange termijn inflatieverwachtingen en een inflatierisicopremie. De gemiddelde reële rente is volgens het NEA-paper van Bekaert (2009) 1,27% en de inflatierisicopremie is 0,31% voor de 1-jaars korte rente. Daarbovenop komt dan nog de verwachte inflatie, die in ons voorstel gelijk moet zijn aan de inflatie die het pensioenfonds hanteert in zijn ALM model. In de berekeningen veronderstellen we een inflatie van 2,5%. De convergentieparameter is 0,027, volgens schattingen in De Jong (2008).

Figuur 5 toont de DNB zero-coupon curves en verwachte zero-coupon curves op een horizon van vijf jaar, op 30-09-2008 (links) en op 30-09-2009 (rechts). In september 2008 lagen de rentes iets boven het lange termijn gemiddelde en de rente zou toen naar verwachting licht dalen. In september 2009 is de korte rente erg laag en de termijnstructuur stijgt naar verwachting. Onder onze aannamen verwachten we dat de 20-jaars zero-couponrente met 28 basispunten stijgt in de komende vijf jaar.

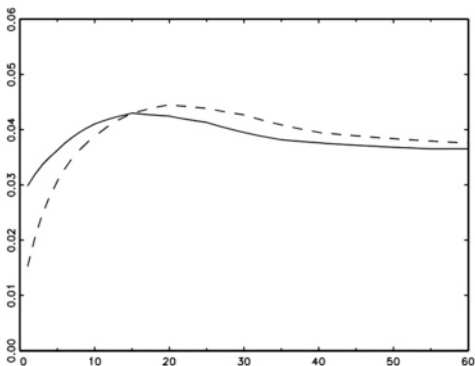
Figuur 6 schetst de rentevoorspelling op 30 september 2009 aan de hand van de DNB-formule

$$E[R(t, T)] = \frac{(T+t)R(0, T+t) - tR(0, t)}{T}$$

Figuur 5: Huidige en verwachte termijnstructuren op 30-09-2008 en 30-09-2009



Figuur 6: Verwachte termijnstructuren op 30-09-2009 volgens model en DNB formule



Deze is duidelijk anders dan de modelvoorspelling, eerst hoger maar voor de langere looptijden beduidend lager. Dit komt door het ontbreken van een *mean reversion* effect in de DNB-formule.

Realistischer dan het 1-factor Vasicek model is een 2-factor model.

De nominale rente r is dan de som van de reële rente ρ and de verwachte inflatie voor komend jaar π . Dit geeft

$$E[r(t)] = \theta_\rho + e^{-a_\rho t} (\rho(0) - \theta_\rho) + \theta_\pi + e^{-a_\pi t} (\pi(0) - \theta_\pi)$$

en

$$E[R(t, T)] = R(0, T) + (1 - e^{-a_\rho t}) (\theta_\rho - \rho(0)) b_\rho(T) + (1 - e^{-a_\pi t}) (\theta_\pi - \pi(0)) b_\pi(T)$$

Om deze formule te implementeren zijn waarden voor de huidige 1-jaars reële rente $\rho(0)$, de inflatieverwachting voor komend jaar $\pi(0)$ nodig, waarden voor de lange termijn gemiddelden van reële rente en inflatie, θ_ρ en θ_π , en waarden voor de mean reversion coëfficiënten a_ρ en a_π . De Jong (2008) geeft als waarden $a_\rho = 0,105$ en $a_\pi = 0,027$. Bekaert's (2009) waarden voor de gemiddelden zijn $\theta_\rho = 1,27\%$ en θ_π is de som van de lange termijn inflatieverwachtingen uit het ALM-model en de inflatierisicopremie van 0,31%.

8. Conclusies en aanbevelingen

Hoe kunnen we het FTK aanpassen zodat de spanningen verminderd worden en de balans tussen korte termijn nominaal toezicht en lange termijn reële ambities wordt hersteld? Wij zeggen: keer terug naar de oorspronkelijke uitgangspunten van het FTK en geef de continuïteitstoets een volwaardige plaats in het FTK. Herstelplannen moeten gebaseerd zijn op dezelfde stochastische analyses als de continuïteitstoets en niet alleen (zoals nu) naar het verwachte pad te kijken. In deze analyse kan ook de renteontwikkelingen worden meegenomen (mean reversion van rentes en herstel van liquiditeit bijvoorbeeld).

Een tweede aanbeveling is om de indexatieambitie mee te nemen in de solvabiliteitstoets. Laat voor een aantal niveaus (drie of vier, van geen tot volledige indexatie) de solvency-at-risk berekeningen zien. Dit geeft inzicht in de kans dat indexatieambities gehaald worden. Feitelijk wordt de solvabiliteitstoets dan een reële test en geeft de kans weer dat het de geïndexeerde ambitie gehaald wordt.

Ga verder niet te krampachtig om met hersteltermijnen. Afhankelijk van de rijpingsgraad van het fonds en de verwachte toekomstige bestandsontwikkelingen, kan de toezichthouder bepalen wat een geschikte hersteltermijn is en wat een verantwoorde mate van beleggingsrisico is.

Durf dus de 'schijnzekerheid' van 97,5 procent nominaal los te laten. Belangrijk bij dit alles is dat alle stakeholders in het pensioenfonds (besturen, deelnemers en werkgevers) beseffen dat er geen harde zekerheden zijn. De taak van het FTK is het in beeld brengen van de mogelijke uitkomsten van het pensioencontract en de waarschijnlijkheid waarmee die uitkomsten worden gehaald.

Literatuur

- Actuarieel Genootschap (2009), "Principes voor de Rentetermijnstructuur", versie 6.0 (25 september 2009).
- APG (2009), "Pensioenfondindicator voor de lange termijn", APG position paper.
- G. Bekaert (2009), Inflation risk and the inflation risk premium, Netspar NEA paper, 19.
- G. Boender, S. van Hoogdalem, J. van Londen (2008), "Het managen van lange en korte termijn risico's", Netspar NEA paper.
- Commissie parameters FTK (2009), "Advies betreffende parameters pensioenfondsen".
- F. de Jong (2008) "Pension Fund Investments and the Valuation of Liabilities under Conditional Indexation", *Insurance: Mathematics and Economics*, 42, 1-13.
- DNB (2005), Consultatiedocument FTK 2005.
- C. van Ewijk, P. Janssen, N. Kortleve en E. Westerhout m.m.v. Arie ten Cate (2009), "Naar een reëel kader voor pensioenfondsen", Netspar NEA paper 16.
- C. van Ewijk en C. Teulings (2007), "Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien", Netspar NEA paper, 3.
- A. Grosen en P.L. Jørgensen (2000), "Fair valuation of life insurance liabilities: The impact of interest rate guarantees, surrender options, and bonus policies", *Insurance: Mathematics and Economics*, 26, 37-57.
- Lord Penrose (2004), "Report of the Equitable Life Enquiry", zie: http://www.hm-treasury.gov.uk/indrev_pen_index.htm.
- PVK (2001), "De uitgangspunten voor een financieel toetsingskader", brochure PVK.
- PVK (2004), Consultatiedocument FTK 2004.
- J. Tamerus (2009), "Durven de we nominale garantie los te laten?" *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, april 2009, afl. 2, 34-41.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEAPAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout), met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)
Guus Boender

- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)
René Maatman en Sander Steneker
- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)
Geert Bekaert
- 22 TIPS for Holland (2009)
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel –pensioen (2009)
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 “De API is een no-brainer” (2009)
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal–juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen–aansprakenstatistiek (2010)
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)
Frank de Jong en Antoon Pelsser

Herziening Financieel Toetsingskader

Het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) vertoont spanningen. Aan de ene kant zijn er harde eisen met betrekking tot de (nominale) dekkingsgraad en korte hersteltermijnen in geval van onderdekking. Aan de andere kant is er de reële (geïndexeerde) pensioenambitie en een lange horizon voor de meeste pensioenfondsen. Deze spanningen zijn in de recente economische crisis, en ook na de beurscrisis van 2001, sterk naar voren gekomen. Hoe kunnen we het FTK aanpassen zodat de spanningen verminderd worden en de balans tussen korte termijn nominaal toezicht en lange termijn reële ambities wordt hersteld? Op deze vraag geven Frank de Jong (UvT) en Antoon Pelsser (UM) hun antwoord in dit NEA Paper.