

Begrenzing marktwaardering pensioenverplichtingen

De huidige, door pensioenfondsen gebruikte disconteringsvoet voor het waarderen van hun toekomstige verplichtingen kent een aantal nadelen. Deze nadelen zijn relatief gemakkelijk te repareren via een systeem dat is gebaseerd op de Ultimate Forward Rate. Van belang is dat zo veel mogelijk wordt aangesloten bij het principe van marktwaardering

De dekkingsgraad, dat zijn de bezittingen gedeeld door de verplichtingen, speelt een belangrijke rol in het bewaken van de solvabiliteit van een pensioenfonds. De wetgever heeft een minimale reservenorm opgelegd aan pensioenfondsen: mocht de dekkingsgraad onder de grens van 105 procent komen, dan moet een herstelplan worden ingediend. De wetgever schrijft voor hoe de dekkingsgraad moet worden berekend. Als men daarvan abstraheert, is de keuze van de dekkingsgraad definitie tot op zekere hoogte vrij. Legt men de nadruk op stabiliteit of op actualiteit? Ziet men de dekkingsgraad als stuurvariabele of louter als indicatorvariabele? In het eerste geval zal men willen sturen op de dekkingsgraad en de risico's willen managen vanuit de centrale doelstelling van de sponsor of de deelnemers. Tussen deze doelstellingen kunnen spanningen bestaan. Recentelijk is de discussie verder gecompliceerd door ook vraagstukken van intergenerationele solidariteit aan de definitie van dekkingsgraad te verbinden.

Er is inmiddels een zekere consensus over de waarderingen van de bezittingen (de teller van de dekkingsgraad): dat hoort de marktwaarde te zijn. Het keuzevraagstuk spitst zich toe op de noemer: hoe bepalen we de waarde van de verplichtingen? Houden we wel of geen rekening met de impact van toekomstige inflatie op de waarde van de verplichtingen. En ogenschijnlijk een detail maar in werkelijkheid een majeur probleem: met welke disconteringsvoet maken we de toekomstige verplichtingen contant?

Jarenlang is door de verzekering- en pensioenfondsen sector gebruikgemaakt van een vaste nominale rekenrente om de verplichtingen te waarderen. Dat bood weliswaar stabiliteit in de cijfers maar gaf geen accuraat beeld van de financiële positie. Langzamerhand kwam het besef dat een *fair value*-benadering zou moeten gelden waarbij de waarde van de pensioentoezeggingen op basis van marktwaardering wordt bepaald. Dit heeft voor pensioenfondsen inhoud gekregen bij de invoering van het Financieel Toetsingskader (FTK) in 2007. Voor de

verzekeraars is de keuze uitgesteld in verband met de verwachte Europese harmonisatie van toezicht (Solvency II) in 2013.

Na vijf jaar ervaring met het FTK en een ernstige financiële crisis verder, kan een voorlopige balans worden opgemaakt van de toepassing van marktwaardering binnen de wereld van pensioenfondsen. Twee zaken vallen sterk op: de terugval in de dekkingsgraden van de pensioenfondsen sinds het begin van de kredietcrisis in 2008 en de grote volatiliteit van deze dekkingsgraden. Dit laatste heeft bij veel pensioenfondsen geleid tot een aanpassing van het beleggingsbeleid gericht op het beheersen van het dekkingsgraadriscico. De meningen zijn nog steeds verdeeld of daarmee vanuit de doelstelling van het pensioenfonds optimaal beleid wordt bereikt. Inmiddels zijn de contouren van het nieuwe pensioenakkoord zichtbaar; dit zal ongetwijfeld vergaande gevolgen hebben voor de waardering van de verplichtingen en mogelijk ook de samenstelling van de beleggingsportefeuille doen veranderen. Daarnaast zal het afdekkingsbeleid van risico's (hedgebeleid) van pensioenfondsen in een ander perspectief kunnen komen te staan.

Geen vaste disconteringsvoet

Dagelijks kan voor de liquide en maandelijks voor de illiquide beleggingen een marktwaardering worden opgemaakt. Deze *market to market*-waardering biedt de mogelijkheid op elk moment de balans op te maken van de activa. Dat wordt lastiger voor de verplichtingen omdat deze niet kunnen worden verhandeld. Toch is het voor de deelnemers en het bestuur van het pensioenfonds van belang dat zij een inschatting kunnen maken van de waarde van de toekomstige verplichtingen en van de kans dat het pensioenfonds zijn verplichtingen kan nakomen. In de pre-FTK-periode (vóór 2007) werd door veel pensioenfondsen een vaste disconteringsvoet van vier procent gebruikt om de tijdswaarde van de verplichtingen te bepalen. Tegen de achtergrond van een gemiddelde nominale rente in Nederland van 6,5 procent over de afgelopen vijftig jaar was dit een redelijk prudent cijfer. Maar de hoge rentestanden in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw waren tamelijk uitzonderlijk als wordt gekeken over een langere periode, bijvoorbeeld vanaf 1900 (figuur 1).

De reële rente blijkt in de afgelopen eeuw in sommige periodes verrassend hoog. Daar liggen incidentele maar omvangrijke prijsbewegingen aan ten grondslag. In de jaren twintig en dertig van

JELLE MENSONIDES

Adviseur institutioneel vermogensbeheer

JEAN FRIJNS

Bijzonder Hoogleraar aan de Vrije Universiteit van Amsterdam.

de vorige eeuw veroorzaakte de prijsdaling een sterke stijging van de reële rentes. In de jaren tachtig en negentig verminderde de prijsstijging van de consumptie sneller dan de neerwaartse aanpassing van de nominale rente. Het gevolg was een hoge reële rente in die periode.

De conclusie kan dus geen andere zijn dan dat de nominale noch de reële rente constant is; dit alleen reeds noopt tot een vorm van marktwaardering van de verplichtingen. Vaste disconteringsvoeten leiden tot valse dekkingsgraadsignalen. Een extra argument is dat ook de beleggingen tegen marktwaarde gewaardeerd worden; consistentie in waardering aan beide zijden van de balans is niet alleen vanuit risicomanagement een goede zaak, maar ook vanuit beleidsmatig perspectief.

Een risicovrije rente

Bij de invoering van de FTK is bewust gekozen voor een nagenoeg risicovrije rente, passend bij het harde karakter van de nominale verplichtingen. Zachte toezeggingen, zoals indexatie, hoeven niet meegenomen te worden in de berekening van de dekkingsgraad. Bij een overgang naar zachte rechten wordt het vraagstuk van de keuze voor een risicovrije rente, dan wel een rente met een risico-opslag, weer actueel. Zonder nadere informatie over de contractvoorwaarden, in het bijzonder die tussen oude en jonge rechten, is daar geen uitspraak over te doen. In het FTK is gekozen voor de interbancaire swaprente om de verplichtingen te waarderen. Doordat de verplichtingen zich over een lange periode uitstrekken, is het hanteren van slechts één disconteringsvoet niet erg nauwkeurig. Daarom wordt gewerkt met een rentetermijnstructuur (RTS): deze geeft de relevante rente voor de verschillende looptijden van de verplichtingen. Maandelijks wordt de RTS door De Nederlandsche Bank berekend aan de hand van de dan geldende rentes. Ondanks het feit dat er een beperkt kredietrisico in deze rente ligt besloten, is de interbancaire swaprente gekozen omdat deze markt erg liquide is en ook lange looptijden biedt. Bovendien werd de kans dat commerciële banken met een goede rating zouden omvallen, in het begin van deze eeuw zeer klein geacht. Een alternatief voor deze RTS zou zijn de ECB-AAA-staatscurve. Deze rentecurve wordt afgeleid van staatsleningen van landen met een goede rating. Deze curve is minder liquide en blijft beperkt tot looptijden tot dertig jaar. Deze nadelen leiden tot de keuze voor de RTS.

Consequenties rentevolatiliteit

Pensioenfondsen hebben te maken met verplichtingen die zich uitstrekken tot zestig jaar. Afhankelijk van of het fonds een relatief oude of jonge populatie heeft, ligt de gemiddelde looptijd van de verplichtingen tussen tien en twintig jaar of meer. Dat betekent dat kleine bewegingen in de rente tot

Vaste disconteringsvoeten leiden tot valse dekkingsgraadsignalen

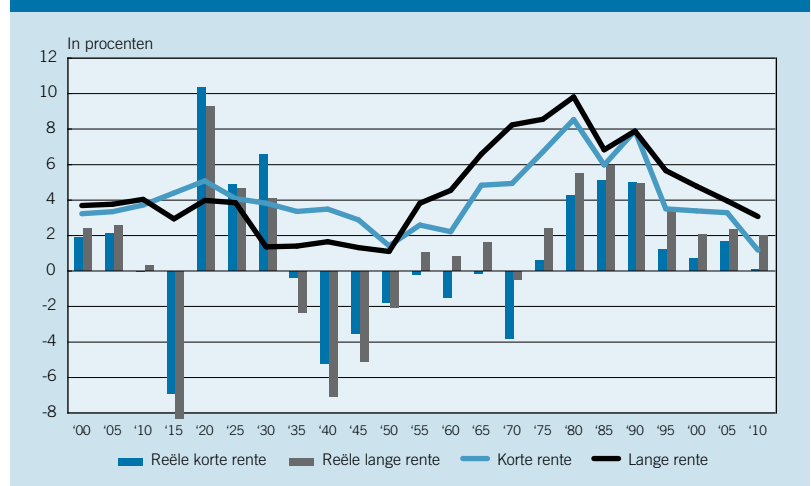
grote uitslagen in de dekkingsgraad kunnen leiden. Figuur 2 geeft een overzicht van de maandelijkse renteontwikkeling op de markt voor interbancaire renteswaps over de verschillende looptijden in de afgelopen tien jaar. Per looptijd is ook de standaarddeviatie opgenomen. Uitgaande van een normale kansverdeling kan worden becijferd dat met 95 procent zekerheid de rente zich beweegt in een bandbreedte van twee maal de standaarddeviatie rond het gemiddelde. Voor een twintigjarige lening is de bandbreedte dus 5,3 procent tot 3,3 procent;

voor een zestigjarige lening 5,4 procent tot 2,6 procent. Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent een rentestijging van één procentpunt een stijging van de dekkingsgraad met circa vijftien procentpunt (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2010). De effecten van de rentevolatiliteit op de dekkingsgraad zijn dus erg groot.

De grote invloed van de renteveranderingen op de dekkingsgraad heeft bij veel pensioenfondsen geleid tot een sterke prikkel om alle rente-effecten te neutraliseren (hedgen) door aan de beleggingskant zeer langlopende obligaties en renteswap (RS) te kopen. Bij een RS wordt de korte rente uitgeruild voor een langlopende rente; pensioenfondsen betalen bijvoorbeeld een korte zesmaandsrente en ontvangen een dertigjarige rente. Tijdens de financiële crisis is deze vraag vanuit pensioenfondsen nog extra gestimuleerd vanwege de dalende rentes, waardoor

Figuur 1

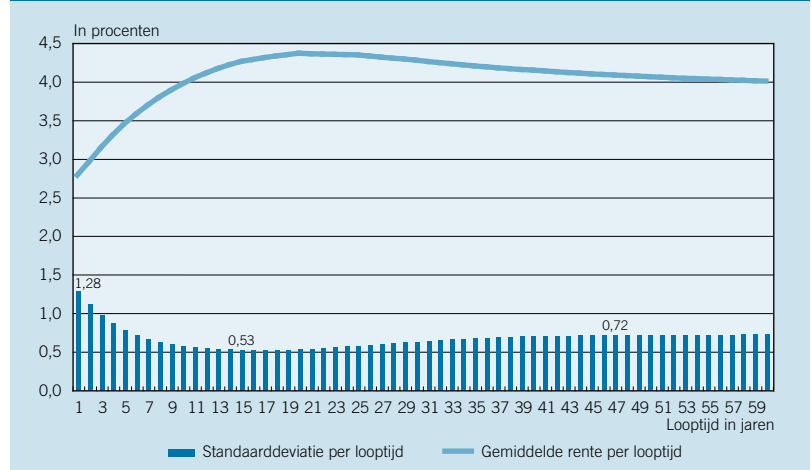
Vijfjaars gemiddelde rentes (nominaal en reëel over 1900-2010).



Bron: CBS en DNB

Figuur 2

Gemiddelde maandelijkse rente en standaarddeviatie per looptijd 2001-2011.



Bron: DNB

de Europese lange rente sterker is gedaald dan de gemiddelde rente (inverse rente structuur).

Tegenover de vraagkant van de RS staan partijen die als tegenpartij willen optreden. Waar de ene partij zich indekt tegen het renterisico, neemt de andere partij dit risico over. Deze tegenpartijen zullen zich ook weer indekken, maar houden waarschijnlijk een belangrijk deel als open positie op de balans. Dat risico ligt vooral bij de commerciële banken. De wereldwijde waarde van de RS is tussen 2006 en 2010 verdrievoudigd naar ruim twaalf biljoen dollar (BIS, 2011). Het is de vraag of dit tegenpartijrisico, ondanks onderliggende zekerheidsstelling, wel bestand is tegen een ernstige verstoring in de financiële markten. Met deze risicoverschuiving lijkt de balans geschoond van de renterisico's, maar het tegenpartij- en liquiditeitsrisico zijn daarvoor in de plaats gekomen. Recent heeft DNB ook gewezen op de extra liquiditeitsrisico's als gevolg van het gebruik van renteswaps (De Nederlandsche Bank, 2011). Wat op microniveau een goed beleid kan zijn, kan op macroniveau verkeerd uitwerken, zo leert ons de kredietcrisis.

Een optimale rentehedge: inflatierisico

Naast het renterisico worden pensioenfondsen die de ambitie hebben om te indexeren, geconfronteerd met het inflatierisico. Een volledige afdekking van het nominale renterisico is uit hoofde van het laag houden van het inflatierisico niet aan te raden. In scenario's met lage inflatie en dalende rente, zoals de afgelopen periode het geval was, zullen lange looptijden voor obligaties goed uitpakken maar in scenario's met hoge of oplopende inflatie zal een volledige nominale rentehedge juist een negatief effect hebben op de dekkingsgraden; zo'n scenario vraagt juist een rentebeleid met kortere looptijden. Het vinden van een optimale looptijdenstrategie is gecompliceerd omdat vooraf niet duidelijk is of het ene dan wel het andere scenario zal gelden. Dat wil niet zeggen dat daarmee het rente- en inflatierisico maar voor lief moet worden genomen. Een fonds zal met inachtneming van de fundamentele onzekerheid over de toekomst toch positie moeten kiezen ten aanzien van het rente- en inflatierisico.

Er is dus geen uniforme optimale strategie in deze: slechts gedeeltelijk afdekken van het renterisico is te prefereren om het inflatierisico te beheersen, maar het stelt het pensioenfonds bloot aan een grote volatiliteit van de nominale dekkingsgraad. De vraag is of er mogelijkheden zijn om de huidige marktwaardering van het FTK te amenderen om zodoende de volatiliteit van de dekkingsgraad te verminderen, zonder het principe van de marktwaardering los te laten.

Voortschrijdend gemiddelde RTS

Het ABP is met een voorstel gekomen om een voortschrijdend gemiddelde swap-RTS te gebruiken waardoor de genoemde problemen zouden kunnen worden verkleind (ABP, 2009). Zo'n voortschrijdend gemiddelde zou zich kunnen uitstrekken over een periode van zeven jaar die ongeveer overeen zou moeten komen met een macro-economische cyclus. Hierdoor zouden pensioenfondsen zich minder met de gevolgen van de kortetermijnvolatiliteit bezig hoeven te houden. Een voordeel van een voortschrijdend gemiddelde is dat de kortetermijnvolatiliteit van de rente en daardoor van de dekkingsgraad kan worden gereduceerd. Pieken en dalen in de rente worden ook gemitigeerd. Maar daar staan grote nadelen tegenover.

Afgezien van de vraag of zeven jaar een maatstaf is voor een economische cyclus – zeker met de nasleep van de kredietcrisis kunnen daar vraagtekens bij gezet worden – leidt zo'n lange periode tot een rentetermijnstructuur die de actuele marktbevingen van de rente nauwelijks volgt. De effecten van een dalende of stijgende rente worden niet of nauwelijks gevoeld en een adequate risicosturing blijft dan achterwege, met als mogelijk gevolg een grote mismatch tussen de beleggingen en de verplichtingen. Een alternatief om de maandelijkse volatiliteit van de rente enigszins te mitigeren is een rentemiddeling, bijvoorbeeld over drie maanden (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2010).

**Wat op
microniveau een
goed beleid kan zijn,
kan op macroniveau
verkeerd uitwerken,
zo leert ons de
kredietcrisis**

Een andere curve

De vraag of de huidige interbancaire swapcurve zou moeten worden vervangen door de ECB-AAA-staatscurve is snel beantwoord. De liquiditeit is aanzienlijk minder, waardoor gemakkelijk verstoringen in de prijsvorming van de obligaties kunnen plaatsvinden. Het onzekere rentebelooft zal ook bijdragen aan de volatiliteit van de verplichtingen en daarmee aan de bewegelijkheid van de dekkingsgraad. Dit creëert een verdere prikkel tot verhoging van de rentehedge. Deze curve biedt dan ook geen oplossing voor de geschetste problemen. Dit volgt ook uit het onderzoek van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en De Nederlandsche Bank (2011) waarin wordt geconcludeerd dat de waarderingen van de verplichtingen volgens de ECB-AAA-curve eenzelfde volatiliteit zullen volgen als onder het huidige swap-RTS.

Ultimate Forward Rate (UFR)

Een aangrijpingspunt voor een robuuster marktwaardering voor de pensioenfondsensector zijn voorstellen die worden besproken in het kader van de Europese discussie over Solvency II voor verzekeraars. De Europese verzekeringssector accepteert enerzijds de fair-value-benadering van de verplichtingen maar zoekt anderzijds een rentetermijnstructuur die minder door specifieke marktomstandigheden wordt verstoord. In die voorstellen wordt onderzocht of het mogelijk is voor de zeer lange looptijden de disconteringsvoet te baseren op een stabiele *ultimate forward rate* (UFR). Deze UFR zou dan door objectieve experts moeten worden vastgesteld en periodiek moeten worden bijgesteld op basis van de reële rente en inflatieverwachtingen (op dit moment is bijvoorbeeld 2 procent inflatie en 2,2 procent reële rente genoemd). Het idee is dat deze UFR tamelijk stabiel is in de langere looptijden en niet, zoals met de huidige RTS, door liquiditeitsspanningen onder druk komt te staan. Daarmee kan een belangrijke oorzaak van de volatiliteit van de dekkingsgraad worden teruggebracht en wordt het procyclische karakter van de huidige waardering van de verplichtingen verminderd. Als bezwaar tegen de UFR wordt wel aangevoerd dat er een rentevisie in ligt besloten en dat de waardering op basis van marktprijzen wordt losgelaten. Hier kan tegenin worden gebracht dat de in de huidige rentetermijncurve besloten lange rente een slechte voorspeller is van de rente over vijftien jaar of meer. In de huidige systematiek van waarderen van verplichtingen zijn deze zeer ver weg liggende verplichtingen juist een bron van grote volatiliteit.

Verwacht rendement als disconteringsvoet

Op 9 juni 2011 is het lang verwachte Pensioenakkoord tussen werkgevers en werknemers in de

Stichting van de Arbeid gesloten (Stichting van de Arbeid, 2011). In het kader van waarderingsaspecten zijn twee uitspraken van belang. Ten eerste komt er een vernieuwd pensioencontract dat wat de pensioenuitkomsten betreft rendementsafhankelijk is, maar zich nadrukkelijker richt op het realiseren van een reële ambitie. Het pensioencontract is dus niet meer gebaseerd op onvoorwaardelijke (nominale) toezeggingen, maar gaat expliciet uit van voorwaardelijke, zachte aanspraken. Ten tweede wordt er voorgesteld om bij de berekening van de dekkingsgraad uit te gaan van een meer trendmatige benadering om de volatiliteit van de dekkingsgraad te verminderen. De risicovrije voet als disconteringsfactor wordt vervangen door een discontering die uitgaat van maximaal het verwachte portefeuillerendement. De ex ante rendementen van de verschillende vermogenstitels (rendementsparameters) die op langere termijn verwacht worden, dienen als uitgangspunt voor de vaststelling van de discontovoet. Om de vijf jaar moeten deze parameters worden beoordeeld, maar er moeten zwaarwegende argumenten zijn om een aanpassing door te voeren.

De sociale partners hebben de onvoorwaardelijkheid van de nominale pensioentoezegging afgezwakt en nemen langs deze weg afscheid van de risicovrije disconteringsvoet. Door over te stappen op een disconteringsfactor die wordt afgeleid van een verwacht portefeuillerendement wordt echter wel heel veel afstand genomen van het marktwaarde-denken. Dit leidt tot een artificieel hoge dekkingsgraad. Op basis van de parameters van de commissie-Don (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2009) – de behoudende variant – kan, bij wijze van rekenvoorbeeld, worden afgeleid dat de nieuwe disconteringsvoet ongeveer twee procentpunt hoger kan uitvallen dan de huidige. Dit kan oplopen tot ca 2,5 procentpunt voor fondsen met vooral langlopende verplichtingen. Als de rendementsverwachting van de werkgevers en werknemers uit de commissie-Don wordt genomen, kan het verschil wel oplopen tot drie procentpunt. Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent dit een plotselinge verhoging van de dekkingsgraad van 30 tot 45 procentpunten terwijl de financiële positie van het fonds door deze definitieverandering niet ineens is verbeterd.

Voorts bemoeilijkt deze definitiewijziging het besturen van een pensioenfonds. Er moet worden bijgestuurd als de reële of nominale dekkingsgraad onder de honderd procent valt. De waardering van de verplichtingen zal met grote vertraging de feitelijke ontwikkelingen in de financiële markten volgen omdat de sociale partners pas om de vijf jaar de parameters willen aanpassen en dan nog alleen wanneer de noodzaak evident is. Dit kan betekenen dat mogelijke tegenvallers pas met grote vertraging zichtbaar zijn, maar dan wel zeer omvangrijk zijn. Voorts bevordert het nieuwe systeem het nemen van meer risico naarmate de financiële positie van het fonds zwakker is omdat het renterisico, zo prominent aanwezig in de oude definitie van de dekkingsgraad,

in de nieuwe definitie nagenoeg onzichtbaar is. Omdat in de nieuwe definitie voor de dekkingsgraad renterisico's niet meer gemeten worden, bestaat de kans dat deze ook niet meer gemanaged worden. Afdekken van de risico's die samenhangen met de nieuwe discontering is niet mogelijk omdat hiervoor geen marktproducten bestaan.

Conclusie

Door de invoering van de marktwaardering van de verplichtingen in het FTK is de financiële positie van een pensioenfonds transparant. Deelnemers weten daarvoor wat ze kunnen verwachten en kunnen de bestuurders aanspreken op hun beleid. De huidige disconteringsvoet kent een aantal nadelen waarvan de belangrijkste zijn de kortetermijnrentevolatiliteit en de negatieve *spread* tussen de lange en korte rente als gevolg van de illiquiditeit van de lange leningen. Deze nadelen zijn relatief gemakkelijk te repareren via een systeem dat is gebaseerd op de Ultimate Forward Rate. Van belang is dat zo veel mogelijk wordt aangesloten bij het principe van marktwaardering

De voorgestelde disconteringsfactor van het Pensioenakkoord kan geen aanspraak maken op een objectieverbaar meetsysteem, maar is veeleer ingegeven door de wens financiële ruimte te scheppen voor de pensioenfondsen. Het voorstel lijkt sterk op het systeem dat door publieke pensioenfondsen in de VS wordt toegepast. De situatie in de VS illustreert dat tekorten lange tijd verborgen kunnen worden gehouden. Bij waarderingspassen behoedzame uitgangspunten; de voorgestelde rendementsparameters zijn met te veel onzekerheden omgeven om aan dit basisprincipe te kunnen voldoen. Nu de marktwaardering een algemeen geaccepteerd systeem is geworden, zal de pensioenfondssector zich daar moeilijk aan kunnen onttrekken. Wel lijken er mogelijkheden om een robuust systeem van marktwaardering van de verplichtingen af te spreken dat minder gevoelig is voor marktverstoringen en dat recht doet aan de verplichtingen van pensioenfondsen op de langere termijn.

LITERATUUR

- ABP (2009) *Pensioenfondsindicator voor de lange termijn*. Amsterdam: ABP.
- Bank for International Settlements (2011) *Dataroom op webpagina: www.bis.org*
- DNB (2011) *Nieuwsbrief Pensioenen, juni 2011*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Ministerie van SZW (2009) *Advies betreffende parameters pensioenfondsen*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Ministerie van SZW (2010) *Rapport evaluatie financieel toetsingkader*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Ministerie van SZW en DNB (2011) *Onderzoek naar alternatieve risicovrije rentes voor pensioenfondsen*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- STAR (2011) *Uitwerkingsmemorandum Pensioenakkoord van 4 juni 2010*. Den Haag: Stichting van de Arbeid.