

PENSIOENEN

De impact van Solvency II-regels op pensioenfondsen

Het onverkort overnemen van de kwantitatieve eisen van het Europese toezichtregime voor verzekeraars – Solvency II – op pensioenfondsen leidt tot verhoging van de vereiste buffers en een hogere waarde van de pensioenverplichtingen. In combinatie met kortere hersteltermijnen zal dit leiden tot substantiële verlaging van de huidige pensioenaanspraken. Bovendien bevat het toepassen van Solvency II een sterke stimulans tot een defensiever beleggingsbeleid, ten koste van koopkracht van pensioendeelnemers.

JURRE DE HAAN
Senior beleids-
medewerker bij APG

AGNES JOSEPH
Actuaris bij Syntrus
Achmea

SIERT JAN VOS
Beleidsmedewerker
bij MN

**JAN-WILLEM
WIJCKMANS**
Balansrisico-manager
bij PGGM

In 2011 heeft de Europese Commissie advies gevraagd aan de Europese toezichthouder op pensioenfondsen en verzekeraars (EIOPA) over de herziening van de huidige Europese pensioenfondsrichtlijn (IORP Directive). Een belangrijke vraag hierbij is in hoeverre het Europese toezichtregime voor verzekeraars – Solvency II – als basis kan worden gebruikt. De Europese Commissie geeft aan dat rekening gehouden dient te worden met de specifieke kenmerken van pensioenfondsen (Europese Commissie, 2011). Het is echter nog niet duidelijk in hoeverre dat ook daadwerkelijk mogelijk is. Naar verwachting komt de Europese Commissie eind 2012 met een voorstel aan het Europees Parlement over de uiteindelijke vormgeving van de nieuwe IORP Directive. In het uiterste geval kan de Europese Commissie voorstellen om de kwantitatieve eisen uit Solvency II onverkort van toepassing te verklaren op pensioenfondsen. Dit heeft impact op de waarde van de pensioenverplichting en de hoogte van de vereiste buffers. Beleidsmaatregelen waarmee het pensioenfonds kan reageren op deze impact hebben vervolgens financiële gevolgen voor de deelnemers.

FTK EN SOLVENCY II

In Nederland zijn de vereisten uit de IORP Directive ingebed in de Pensioenwet en het daaruit voortvloeiende Financieel Toetsingskader voor pensioenfondsen (FTK). Qua principes komen de kwantitatieve eisen uit het FTK overeen met die van Solvency II. Beide toezichtkaders gaan uit van risicogebaseerde buffers en marktwaardering van zowel bezittingen als verplichtingen. In de precieze uitwerking van beide toezichtkaders bestaan momenteel echter drie belangrijke verschillen.

Het eerste verschil is de wijze waarop de waarde van de verplichtingen wordt berekend. Om te beginnen worden onder het FTK enkel onvoorwaardelijke nominale toezeggingen meegenomen in de verplichtingen, terwijl onder Solvency II ook voorwaardelijke toezeggingen worden meegenomen. Onverkorte toepassing van Solvency II zou betekenen dat toekomstige indexering deels of volledig moet worden opgenomen in de waarde van de verplichtingen. De huidige waarde van de relevante toezeggingen wordt binnen beide toezichtkaders berekend op basis van swaprentes. Binnen Solvency II worden echter nog drie relevante aanpassingen op deze rentecurve gemaakt. De rentetermijnstructuur wordt enerzijds in zijn geheel verlaagd om te compenseren voor het kredietrisico in de swapcurve en anderzijds verhoogd door een illiquiditeitspremie. Vervolgens worden de langetermijnrentes gestabiliseerd door middel van de UFR-methode (Ultimate Forward Rate). Deze methodiek verhoogt rentes met een lange looptijd wanneer de marktrente laag is en vice versa (Mensonides en Frijns, 2011). De uiteindelijke waarde van de verplichtingen dient onder Solvency II vervolgens nog te worden verhoogd met een risicomarge.

Het tweede verschil betreft de berekening van de verschillende solvabiliteitsbuffers. Onder Solvency II geldt een zekerheidsniveau van 99,5 procent. De solvabiliteitsbuffer zou daarmee bescherming moeten bieden tegen financiële schokken die naar verwachting slechts eens in de 200 jaar voorkomen. Het zekerheidsniveau is daarmee hoger dan onder het FTK waar met 97,5 procent wordt gerekend, voor be-

scherming tegen schokken die eens in de 40 jaar voorkomen. Een hoger zekerheidsniveau leidt tot hogere kapitaaleisen. Binnen het FTK geldt een lagere zekerheidsmaatstaf, omdat pensioenfondsen een beroep kunnen doen op risicomitigerende instrumenten, zoals het verhogen van pensioenpremies. Ook de minimumbuffer is onder Solvency II doorgaans hoger omdat deze minimaal 25 procent van de vereiste solvabiliteitsbuffer dient te zijn.

Het derde verschil is de duur van hersteltermijnen. Wanneer verzekeraars niet voldoen aan hun kapitaaleisen, moeten zij ervoor zorgen dat zij binnen een periode van drie maanden weer voldoen aan de minimumdekkingsgraad en binnen zes maanden aan de vereiste solvabiliteitsdekkingsgraad. In extreme gevallen kan een nationale toezichthouder ervoor kiezen deze laatste termijn te verlengen (Europese Commissie, 2009). Het FTK gaat uit van veel langere hersteltermijnen, namelijk drie tot vijf jaar voor de minimumdekkingsgraad en vijftien jaar voor de vereiste solvabiliteitsdekkingsgraad (DNB, 2012).

OPZET ANALYSES

Met een ALM-model (Asset Liability Management) is berekend wat het effect is van het implementeren van Solvency II-regelgeving voor een gestileerd pensioenfonds dat momenteel onder het FTK valt. Op basis van wettelijk toegestane parameters worden binnen dit model duizend scenario's gesimuleerd voor toekomstige rendementen en rente- en inflatieniveaus om de ontwikkeling van de financiële positie van het pensioenfonds te bepalen. Op basis daarvan kan inzicht worden verkregen in de toekomstige koopkracht van de deelnemers, die berekend wordt in elk van de scenario's. Uitgangspunt hierbij is dat het pensioenfonds een eenvou-

dige beleggingsmix hanteert van zestig procent obligaties en veertig procent aandelen. Het renterisico van de verplichtingen is voor vijftig procent afgedekt. De vereiste solvabiliteitsdekkingsgraad onder het FTK komt hiermee op 117 procent. Dat niveau is ook gekozen als startdekkingsgraad, om zo de structurele effecten van de wijzigingen in het toezichtregime in kaart te brengen. De analyse is uitgevoerd per ultimo september 2011, toen de dertigjaars swaprente op 2,9 procent stond. Toekomstige indexatie vindt plaats op basis van prijsinflatie, die gemiddeld twee procent is. Als het eigen vermogen lager is dan de minimumbuffer wordt geen indexatie verleend. De indexatie neemt geleidelijk toe tot volledig wordt geïndexeerd bij de vereiste solvabiliteitsdekkingsgraad; uiteindelijk wordt zelfs extra indexatie toegekend.

Er is uitgegaan van een langere hersteltermijn dan de standaardtermijn van zes maanden onder Solvency II. De reden hiervoor is dat het zeer aannemelijk is dat een overgang naar een nieuw toezichtkader als een speciale omstandigheid wordt beschouwd. Herstel naar de solvabiliteitsdekkingsgraad vindt in de analyses plaats binnen drie jaar, een veel genoemde termijn voor speciale omstandigheden onder Solvency II. De berekeningen voor Solvency II zijn uitgevoerd onder drie verschillende varianten voor de indexatie. Het onderscheid tussen deze drie methoden is gemaakt omdat niet met zekerheid kan worden gesteld welke methode daadwerkelijk moet worden gevolgd bij toepassing van Solvency II regels op pensioenfondsen. Variant A gaat enkel uit van de nominale verplichtingen zonder enige waarde voor toekomstige indexatie, gelijk aan de huidige situatie in het FTK. Onder variant B wordt de indexatie beschouwd als een financiële optie waarvan de waarde afhangt van de dekkingsgraad. De indexatie wordt op basis van gangbare optiewaardering meegenomen in de verplichtingen. Onder variant C is toekomstige indexatie meegenomen alsof deze onvoorwaardelijk zou worden toegekend.

IMPACT OP VERPLICHTINGEN EN BUFFERS

Toepassing van de Solvency II-regels impliceert dat zowel de waarde van de verplichtingen als de hoogte van de vereiste buffer verandert. Tabel 1 vergelijkt de invloed van onverkorte toepassing van Solvency II op verplichtingen en buffers onder de verschillende indexatievarianten. Onder Solvency II is de waarde van de verplichtingen onder variant A lager dan onder het FTK. De afslag voor kredietrisico en de risicomarge onder Solvency II hebben een opwaarts effect op de waarde van de verplichtingen van respectievelijk 1,6 en 5,0 procent. Daar staat een grotere daling als gevolg van de illiquiditeitspremie (-1,7 procent) en het gebruik van de UFR (-7,1 procent) tegenover. De impact van de UFR kan echter snel kleiner worden of zelfs omslaan als de rente zou stijgen. Door toevoeging van gedeeltelijke of volledige toekomstige indexatie (varianten B en C) neemt de waarde van de verplichtingen fors toe. Hierdoor is de startdekkingsgraad in deze varianten aanzienlijk lager dan onder het FTK, respectievelijk 105 en 83 procent.

De kapitaaleisen onder Solvency II nemen onder alle varianten sterk toe. De solvabiliteitsbuffer neemt met meer dan de helft toe, van 17 naar 27 procent. Onder varianten B en C zijn echter de verplichtingen ook hoger, waardoor de buffer in euro's nog veel meer toeneemt. Onder variant C leidt dit zelfs tot meer dan een verdubbeling.

Impact van Solvency II-regels op pensioenfondsen, in procenten

TABEL 1

	FTK	Solvency II (A) indexatie niet in de voorziening	Solvency II (B) voorwaardelijke indexatie in de voorziening	Solvency II (C) indexatie in de voorziening alsof onvoorwaardelijk
Vermogen in miljoen euro	1170	1170	1170	1170
Verplichtingen in miljoen euro	1000	974	1114	1410
Dekkingsgraad bij aanvang	117	120	105	83
Minimumdekkingsgraad	105	109	109	110
Solvabiliteitsdekkingsgraad	117	126	126	127
Solvabiliteitsbuffer in miljoen euro	170	253	290	380
Verwachte koopkracht jaar 3	100	95	81	69
Verwachte koopkracht jaar 15	95	90	80	79
Tegenvallende koopkracht jaar 15	56	51	46	44

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

IMPACT OP KOOPKRACHT

Zowel onder het FTK als onder Solvency II dient een dekings- of reservetekort binnen de geldende hersteltermijn te worden opgeheven. Als het verwachte overrendement niet voldoende is, dienen aanvullende maatregelen te worden getroffen. In principe behoort verhoging van de premie tot de mogelijkheden, maar als gevolg van de vergrijzing van pensioenfondsen draagt een verhoging van de premie doorgaans nauwelijks bij aan een verbetering van de financiële positie van het pensioenfonds (Commissie-Goudswaard, 2010). Daarom is uitgegaan van een vaste pensioenpremie. Gegeven het gekozen indexatiebeleid, leiden de wijzigingen in de hoogte van de verplichtingen en buffers onder Solvency II automatisch tot niet toekennen van indexatie. Als ook dit niet voldoende is om tijdig te herstellen, wordt overgegaan op het korten van bestaande rechten. De grootte van het dekings- of reservetekort in combinatie met de lengte van de toegestane hersteltermijn bepaalt hoeveel de koopkracht uiteindelijk zal afnemen. In tabel 1 staan resultaten voor de verwachte koopkracht in zowel jaar drie als jaar vijftien. De verwachte koopkracht is hierbij de mediaan van de duizend scenario's. Tevens is het vijf procent slechtste scenario weergegeven, dat inzicht geeft in de koopkracht in een tegenvallend scenario.

Gegeven de gekozen startsituatie, kan onder het FTK in de eerste drie jaar naar verwachting volledige indexatie worden verleend waardoor de koopkracht van de aanspraken 100 procent blijft. Onder Solvency II variant A is er initieel een reservetekort van 6 procent, het verschil tussen de dekingsgraad van 120 procent en de solvabiliteitsdekkinggraad van 126 procent. In de eerste drie jaar wordt dit tekort naar verwachting ongedaan gemaakt door minder dan volledige indexatie te verlenen. Dit leidt tot een verlaging van de verwachte koopkracht naar 95 procent. Onder variant B, met een reservetekort bij aanvang, moet flink worden ingegrepen omdat binnen drie jaar de dekingsgraad weer gelijk moet zijn aan de solvabiliteitsdekkinggraad. Daarom moet onder variant B op pensioenrechten worden gekort om van een dekingsgraad van 105 procent weer naar 126 procent te geraken. Hierdoor is de verwachte koopkracht na drie jaar nog maar 81 procent. In variant C wordt nog sterker ingegrepen en reestert na drie jaar slechts een koopkracht van 69 procent. Door deze kortingsmaatregelen voldoen alle Solvency II-varianten na drie jaar weer aan de vereiste solvabiliteitsdekkinggraad.

Ook op de langere termijn van vijftien jaar is er een verschil te zien in de ontwikkeling van de koopkracht. In variant C is zeer sterk gekort op de bestaande pensioenen, maar is alle verdere indexatie wel ingeprijsd in de waarde van de verplichtingen. Behaalde overrendementen vanaf jaar drie hoeven dus niet verder te worden gebruikt voor reguliere indexatie en komen allemaal ten goede aan een verdere versterking van de dekingsgraad. De opgelopen achterstand in de eerste drie jaar wordt hierdoor uiteindelijk deels weer gerepareerd, waardoor de verwachte koopkracht weer toeneemt van 69 naar 79 procent. Bij varianten A en B wordt nauwelijks toegekomen aan het toekennen van extra indexatie.

Per saldo is te zien dat afhankelijk van de manier waarop indexatie in de verplichtingen wordt meegenomen, de korting op de pensioenen uiteindelijk tussen de vijf en vijftien procent hoger is dan onder het FTK. Ook in een tegenvallend scenario is uiteindelijk het verschil in koopkracht tussen

het FTK en Solvency II in diezelfde orde van grootte. Dit betekent echter niet dat alle generaties per definitie slechter af zijn bij de introductie van een Solvency II-kader voor pensioenfondsen. Doordat voor de huidige generaties minder pensioen wordt uitgekeerd, impliceert dit direct dat meer vermogen in het pensioenfonds blijft. Dit is gunstig voor jonge en toekomstige generaties. Ook wordt duidelijk dat het moment van invoeren van groot belang is. Als een overgang zou plaatsvinden op het moment dat dekingsgraden hoog zijn, leidt een verhoging van de buffereisen niet direct tot kortingsmaatregelen. Bij nog lagere dekingsgraden, zoals eind 2011 overwegend het geval was, zal het effect nog groter zijn dan geschetst.

PRIKKEL VOOR DEFENSIEVER BELEGGINGSBELEID

Ongeacht de manier waarop indexatie wordt meegenomen in de verplichtingen, is te zien dat onverkort overnemen van Solvency II-regels leidt tot een verlaging van de koopkracht van deelnemers. Het verlagen van het risico in de beleggingsmix is een manier om de impact van de kortetermijnmaatregelen te reduceren, doordat de buffervereisten dan afnemen (tabel 2). In deze tabel is uitgegaan van variant A van Solvency II. Voor varianten B en C is de richting van de resultaten vergelijkbaar, maar zijn de verschillen groter.

Bij een minder risicovolle beleggingsportefeuille van tachtig procent obligaties en twintig procent aandelen is de vereiste solvabiliteitsdekkinggraad 116 procent. Hierdoor is in de startsituatie een extra buffer aanwezig. Het reservetekort dat bij overgang van het FTK naar Solvency II ontstaat, is in deze situatie dus te verhelpen door minder beleggingsrisico te nemen. Hierdoor kan vanaf aanvang de indexatie op peil blijven waardoor de koopkracht na drie jaar honderd procent blijft, net zoals onder het FTK het geval is bij veertig procent

Impact van veranderingen in de beleggingsmix, in procenten

TABEL 2

	Veertig procent aandelen FTK	Twintig procent aandelen Solvency II (A)	Veertig procent aandelen Solvency II (A)	Zestig procent aandelen Solvency II (A)
Verplichtingen in miljoen euro	1000	974	974	974
Dekingsgraad bij aanvang	117	120	120	120
Minimumdekingsgraad	105	106	109	113
Solvabiliteitsdekkinggraad	117	116	126	138
Verwachte koopkracht jaar 3	100	100	95	87
Verwachte koopkracht jaar 15	95	90	90	85
Tegenvallende koopkracht jaar 15	56	54	51	43

aandelen. Te zien is echter wel dat op de langere termijn de koopkracht sterker daalt. Waar bij veertig procent aandelen onder het FTK de koopkracht uiteindelijk vijf procent daalt, is dat nu tien procent doordat er minder mogelijkheid voor het behalen van overrendement is. Hoewel verlaging van aanspraken op korte termijn dus zijn te voorkomen door minder beleggingsrisico te nemen, heeft juist die verandering wel een negatieve impact op de langere termijn. Meer beleggingsrisico nemen heeft precies tegenovergestelde effecten: er moet op korte termijn nog meer worden gekort, maar de verdere daling van de koopkracht vanaf jaar drie is lager.

Als toekomstige indexatie volledig wordt meegenomen, zoals onverkorte toepassing van Solvency II impliceert, zal de waarde van de verplichtingen vijftig procent hoger kunnen uitvallen

Tabel 2 laat zien dat in het Solvency II-kader de prijs voor beleggen in risicovolle waarden op korte termijn hoog is vanwege de combinatie van hoge kapitaaleisen en een zeer korte hersteltermijn. Het Solvency II-kader bevat hiermee een prikkel om de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen defensiever in te richten om kortingen in de eerste jaren na invoering te voorkomen of te verminderen. Op de langere termijn zijn de kosten hiervan echter dat het indexatiepotentieel zal afnemen. Dit effect is nog sterker naarmate bij voorbaat al meer rekening dient te worden gehouden met toekomstige indexatie, bij variant B of C.

CONCLUSIE

Een onverkorte toepassing van Solvency II-regels in toezicht op pensioenfondsen kan grote gevolgen hebben voor de koopkracht van huidige deelnemers van pensioenfondsen. De belangrijkste redenen liggen in de waardering van de verplichtingen, de gestelde zekerheidseisen en de duur van de hersteltermijnen.

De impact op de waarde van de verplichtingen hangt af van de manier waarop indexatie wordt behandeld. Als toekomstige indexatie volledig wordt meegenomen, zoals onverkorte toepassing van Solvency II impliceert, zal de waarde van de verplichtingen vijftig procent hoger kunnen uitvallen. Voor pensioenfondsen kan dit een prikkel zijn om hun indexatie-ambitie te reduceren. Wanneer de indexatie niet meegenomen hoeft te worden, zal de impact van het toepassen van Solvency II op de waarde van de verplichtingen beperkter zijn. Hierbij dient wel de kanttekening gemaakt te worden dat dit door de UFR-methode sterk afhangt van het geldende renteniveau.

De strengere zekerheidseis van 99,5 procent uit Solvency II betekent dat de vereiste buffers fors zullen toenemen. Hoe groot deze toename is, is afhankelijk van het specifieke beleggingsbeleid. Veel pensioenfondsen zien zich momenteel al geconfronteerd met een zeer lage dekkingsgraad en herstel

naar een hoger niveau zal nog ingrijpendere maatregelen vergen. Dit is zeker het geval indien daarnaast ook de kortere hersteltermijnen van Solvency II zouden gelden. Hierdoor kan de achterstand op de koopkracht van de pensioenen op korte termijn oplopen tot vele procenten. Op korte termijn kan deze achteruitgang in koopkracht worden beperkt door minder beleggingsrisico te nemen. Op lange termijn zal dit echter wel ten koste gaan van het indexatiepotentieel voor de deelnemers.

De hoogte van de dekkingsgraad op het moment van een eventuele overgang naar Solvency II-regels is van grote invloed op de effecten voor verschillende generaties binnen het pensioenfonds. Bij een lage dekkingsgraad vindt, bij ongewijzigd beleid, een welvaartsoverdracht van oudere naar jongere en toekomstige generaties plaats. De gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen eind 2011 was lager dan de gekozen aanvangssituatie, waardoor effecten in de praktijk nog hoger kunnen uitvallen dan hier getoond. Bij een hogere dekkingsgraad wordt deze generationele overdracht automatisch lager, doordat de strengere eisen en hogere buffers dan minder snel tot directe maatregelen leiden. Het is raadzaam om de grote effecten van Solvency II-regelgeving op de koopkracht van deelnemers van pensioenfondsen mee te wegen bij de verdere voorstellen voor een herziening van de Europese Pensioenfondsrichtlijn.

LITERATUUR

Commissie-Goudswaard (2010) *Een sterke tweede pijler: naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Rapport op www.rijksoverheid.nl.

DNB (2012) *Financieel Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen*. Open boek toezicht. Factsheet op www.dnb.nl, januari.

Europese Commissie (2009) *Directive 2009/138/EC of the European parliament and of the council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency II)*. Brussel: Europese Commissie.

Europese Commissie (2011) *Call for advice from the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) for the review of Directive 2003/41/EC (IORP II)*. Brussel: Europese Commissie.

Mensonides, J. en J. Frijns (2011) *Begrenzing marktwaarde pensioenverplichtingen*. ESB, 96(4614&4615), 430–433.