

Geen buffers maar kussens voor fondsen

Auteur(s):

Galen, R.P. van

*De auteur is venoot en hoofd onderzoek bij Watson Wyatt te Amsterdam. roland.vangaalen@watsonwyatt.nl***Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4421, pagina 591, 12 december 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

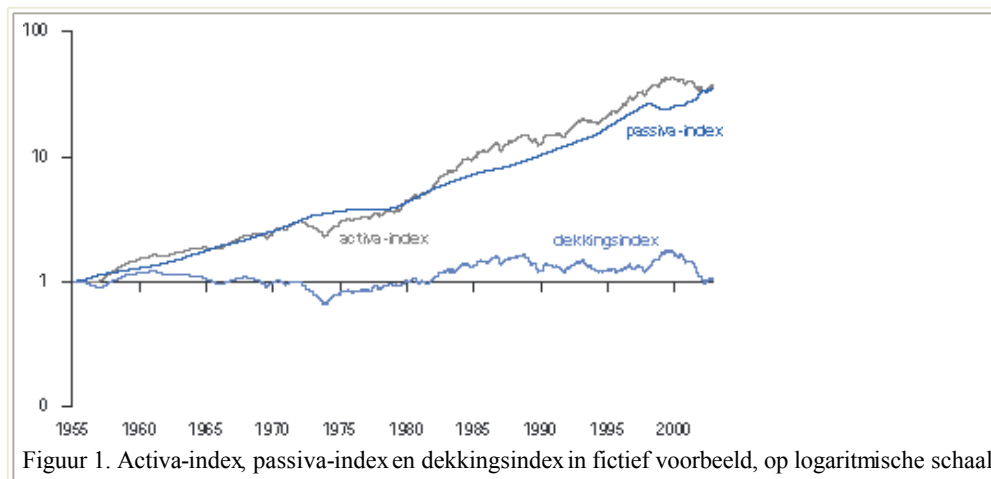
solvabiliteitstoets

De door de Pensioen- en Verzekeringskamer voorgestelde solvabiliteitstoets lijkt geïnspireerd door de in het bankwezen gebruikte methodiek. Voor pensioenfondsen is deze aanpak echter minder geschikt

De Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) wil uiterlijk in 2006 een nieuw financieel toetsingskader voor pensioenfondsen invoeren¹. Dat behelst drie toetsen: een jaarlijkse minimumtoets, een jaarlijkse solvabiliteitstoets en een wellicht minder frequente continuïteitstoets. Zoals in de huidige regels, zal de nadruk liggen op dekkingsgraden en reserves, want de wet schrijft kapitaaldekking voor. Wat de reserves betreft, neigt de PVK naar de systematiek waarmee buffers in het bankwezen worden bepaald. In dit artikel wordt uiteengezet waarom pensioenfondsen geen harde buffers, maar flexibele kussens nodig hebben. Beide typen van solvabiliteitsmarges kunnen worden gespecificeerd met de dekkingsindex, die hier wordt geïntroduceerd. Deze index weerspiegelt het verloop van de dekkingsgraad in de tijd (zie tekstkader).

De dekkingsindex

De dekkingsindex geeft het verloop van de dekkingsgraad weer, voor zover bepaald door aandelenkoersen, rentestanden en inflatie. Zoals de dekkingsgraad het quotiënt is van activa en passiva, zo is de dekkingsindex het quotiënt van een activa-index en een passiva-index (zie [figuur 1](#)).



De activa-index is een samengestelde herbeleggingsindex. In het voorbeeldfonds van dit artikel is de vermogensallocatie vijftig procent aandelen en vijftig procent obligaties, met maandelijkse herbalancering. Als aandelenindex wordt vanaf 1970 de msci-wereldindex gebruikt. De obligatie-index is afgeleid van een obligatieportefeuille zonder kredietrisico met een gemiddelde duur van vijf jaar.

De passiva-index weerspiegelt het totale marktrendement op de pensioenverplichtingen, terug en vooruit te rekenen vanaf de peildatum. Op de peildatum worden de pensioenverplichtingen gemodelleerd met een nauwsluitende schaduwportefeuille van obligaties zonder kredietrisico. Bij het voorbeeldfonds zijn de pensioenen gekoppeld aan de prijsindex: de schaduwportefeuille bestaat uit indexleningen met een gemiddelde duur van vijftien jaar.

Dit artikel gaat uit van marktconforme waardering en is gebaseerd op gestileerde gegevens. Zo is de rente tot 1990 gebaseerd op jaarstanden en is de reële rente tot 1999 geïnterpoleerd tussen een klein aantal puntschattingen.

Kapitaaldekking

De essentie van de Pensioen- en spaarfondsenwet is dat het risico dat een pensioentoezegging niet volledig kan worden nagekomen, los moet staan van het ondernemingsrisico. Volgens de minimumtoets moet de verhouding tussen het pensioenvermogen en de waarde van de opgebouwde pensioenen, ofwel de dekkinggraad, dan ook minstens honderd procent zijn. Bovendien zal de solvabiliteitstoets een solvabiliteitsmarge vereisen die berekend moet worden exclusief verdere pensioenopbouw en zonder een voorschot te nemen op toekomstige financiering. In de continuïteitstoets zullen waarschijnlijk verscheidene toekomstscenario's moeten worden doorgerekend, inclusief nieuwe opbouw en premies²

Solvabiliteitsbewaking

In de door de PVK voorgestelde solvabiliteitstoets wordt de in het bankwezen gebruikte methodiek gevolgd. Als die rechtlijnig wordt toegepast, zijn de vereiste buffers hard, in de zin dat ze permanent de actuele risico's weerspiegelen³. Banken moeten tenslotte permanent buiten de gevarezone blijven. Wanneer buffers gebruikt worden om de wisselvalligheden van de markt op te vangen, dient de solvabiliteit snel te worden hersteld. Banken doen dit door hun posities aan te passen of te herkapitaliseren.

Bij pensioenfondsen is een dergelijke manier van solvabiliteitsbewaking mogelijk, maar het zou ook anders kunnen. Onderdekking is ongewenst, maar minder gevaarlijk dan bij banken; de solvabiliteitsmarge hoeft dus niet per se een harde buffer te zijn.

Keurslijf

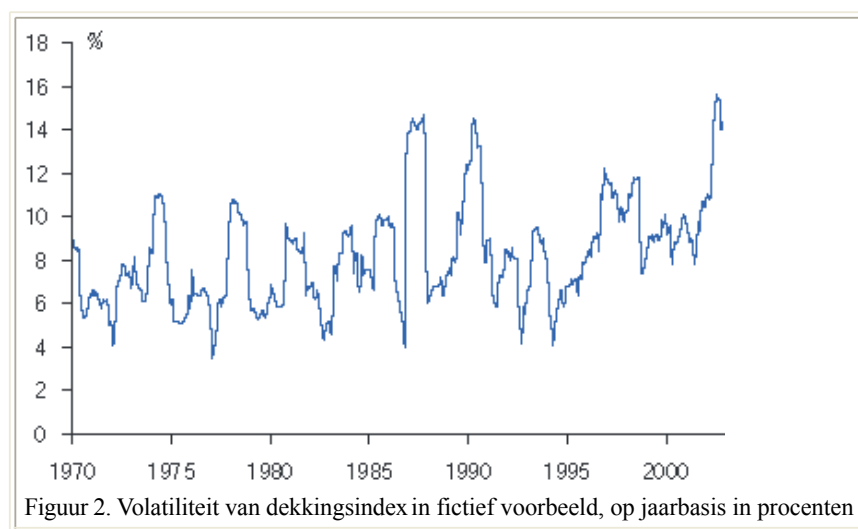
Pensioenfondsen hebben de taak om pensioenen aan te bieden in een incomplete financiële markt. Die pensioenen zijn veelal waardevast, waardoor een nauwe aansluiting tussen activa en passiva moeilijk te verwezenlijken is. Immers, de verplichtingen van de Nederlandse fondsen zijn een veelvoud van het aanbod van langlopende indexleningen in de eurozone, waarmee waarde vaste pensioenen kunnen worden afgedekt. Daarom is het onverstandig om pensioenfondsen in het keurslijf van de bankmethode te dwingen.

Een aangepaste methode

De broodnodige flexibiliteit kan worden verkregen door met solvabiliteitskussens te werken die jarenlang opgeblazen of samengeperst kunnen zijn afhankelijk van de ontwikkelingen van de markt. Deze 'fondsmethode' wordt in dit artikel gezet tegenover het PVK-voorstel, hier aangeduid als de 'bankmethode'. Bekeken wordt hoe de minimumdekkinggraad zich gedraagt bij de twee methoden en welke kasstromen kunnen ontstaan tussen onderneming en pensioenfonds.

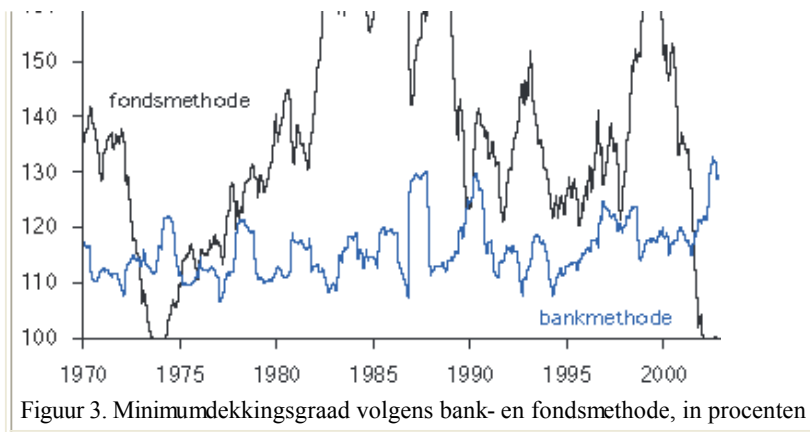
Bankmethode en fondsmethode

In het bankwezen is de solvabiliteitsbewaking gebaseerd op de 'Value at Risk' (VAR). Dit is het maximale verlies binnen een bepaald tijdsinterval, waarbij de kans op een nog groter verlies kleiner is dan een bepaalde grenswaarde. De var wordt bij pensioenfondsen vaak indirect berekend uit allerlei standaarddeviaties en correlaties. Dit kan echter ook direct aan de hand van de standaarddeviatie ofwel volatiliteit van de dekkingindex (zie tekstkader op de vorige pagina). [figuur 2](#) toont deze volatiliteit voor een voorbeeldfonds⁴



Bij de bankmethode is de minimumdekkinggraad honderd procent plus een constante k maal de volatiliteit (de blauwe lijn in [figuur 3](#)), gegeven dat de kans op onderdekking een jaar later maximaal bijvoorbeeld vijf procent mag zijn⁵. De minimumdekkinggraad volgens de fondsmethode (de zwarte lijn) is daarentegen niet gebaseerd op de volatiliteit, maar op de relatieve stand van de dekkingindex in verhouding tot het historische hoogtepunt. In dit voorbeeld is de spelregel dat de dekkinggraad minstens honderd procent moet kunnen blijven, ook al zakt de relatieve dekkingindex ineens tot 0,6⁶. Op het hoogtepunt is de minimumdekkinggraad dus 167 procent ($0,6 \times 167 = 100$); als de relatieve dekkingindex daalt, mag de dekkinggraad meegeven. Een relatieve dekkingindex van 0,75 leidt dus tot een minimumdekkinggraad van 125 procent ($0,75 \times 167 = 125$). De ondergrens is honderd procent, ook als de relatieve dekkingindex daalt tot onder 0,6.

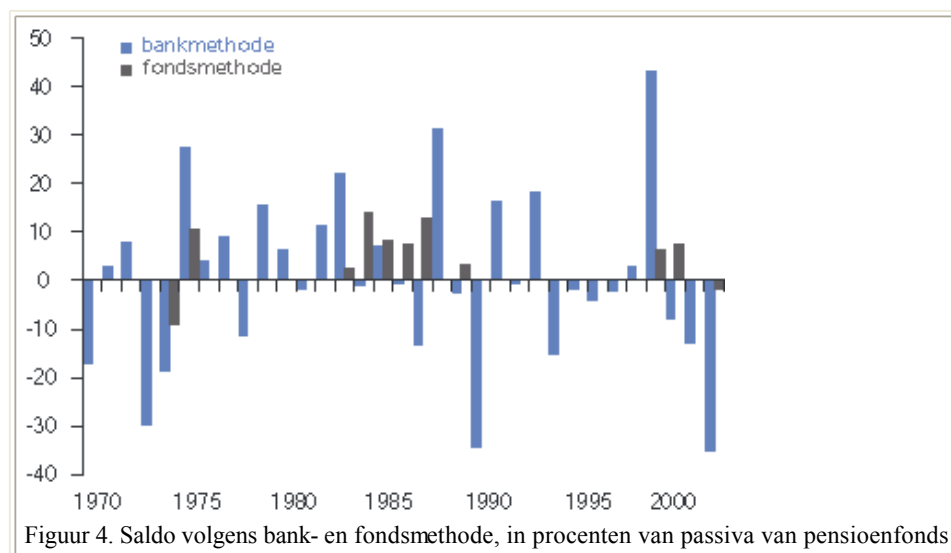




De gedachte is dat de bodemwaarde 0,6 zodanig is dat de kans op onderdekking in een gemiddeld jaar vijf procent is. De onderdekkingskans zal dan kleiner moeten zijn bij economisch hoogtij en groter als het slecht gaat⁷. In zo'n opzet wordt de solvabiliteitsmarge gevormd als het meezit en gebruikt als het tegenzit; kasstromen treden alleen op bij een dekkingsgraad onder honderd of boven 167 procent, afgezien van nieuwe pensioenopbouw.

Vergelijking

De bankmethode lijkt veilig, tenminste als verondersteld mag worden dat de solvabiliteitsnorm aan het begin van elk toekomstig jaar haalbaar zal zijn. Dat is nog maar de vraag, want als het de bedoeling is dat het saldo tussen de feitelijke dekkingsgraad en het minimum jaarlijks verrekend wordt tussen pensioenfonds en onderneming, dan moeten deze voorbereid zijn op onstuimige kasstromen, zoals [figuur 4](#) illustreert⁸. Uiteraard zijn onvoorspelbare kasstromen van deze omvang, waarin nieuwe pensioenopbouw nog niet eens is meegenomen, ongewenst, vooral indien het fonds groot is in verhouding tot de onderneming.



De potentiële kasstromen van de bankmethode zijn dus een verborgen risico. De onderneming moet eventueel extra premies storten waarvan het pensioenfonds afhankelijk is om solvabel te blijven, terwijl de solvabiliteit juist onafhankelijk zou moeten zijn van toekomstige financiering. Ongetwijfeld zouden net als nu jarenlange hersteltermijnen worden toegestaan, maar dan is de feitelijke solvabiliteitsmarge aanmerkelijk minder veilig. Een tweede verborgen mankement van de bankmethode is dat de buffer te laag wordt vastgesteld in een golf van optimisme met hoge dekkingsgraden en lage volatiliteit, zoals kan gebeuren bij macro-inefficiënte prijsvorming.

Nu zou bij de bankmethode de aanvullende eis kunnen worden gesteld dat overschotten stelselmatig in reserve worden gehouden. Maar dat is precies het uitgangspunt van de fondsmethode: de solvabiliteitsmarge wordt in vette jaren gevuld, zodat er in magere jaren op kan worden ingeteerd⁹. Tussen een ondergrens en een bovengrens geeft de minimumdekkingsgraad dus volledig mee met de ontwikkelingen van de markt. Euforie op de beurs leidt dan niet tot minder, maar juist tot meer veiligheidskapitaal. De problemen die bij veel Nederlandse pensioenfonds zijn ontstaan door de sluipkrach van begin deze eeuw, hadden aldus grotendeels vermeden kunnen worden.

Qua kasstromen geeft de fondsmethode een rustiger beeld dan de bankmethode (zie [figuur 4](#)). Enerzijds is dat appels met peren vergelijken, want vijf procent kans op onderdekking betekent niet hetzelfde bij de twee methoden. Anderzijds is duidelijk dat bij de bankmethode al gauw grote premiestortingen nodig zijn, tenzij de overschotten in reserve worden gehouden, zodat impliciet de fondsmethode wordt gebruikt.-

Achilleshiel

De achilleshiel van de fondsmethode is dat de dekkingsindex zich niet hoeft te storen aan een spelregel. Bij een relatieve dekkingsindex van 0,6 is de minimumdekkingsgraad honderd procent. De vereiste solvabiliteitsmarge is dan nihil, maar het zou nog verder bergafwaarts kunnen gaan. Overigens kan het bij elk systeem gebeuren dat de solvabiliteitsmarge uitgeput raakt; dit is dus geen bijzonder defect van

de fondsmethode.

Een compromis

Bij wijze van compromis zou de bankmethode kunnen worden toegepast op de nominale verplichtingen, dus exclusief indexatie, terwijl de fondsmethode wordt toegepast op de waarde vaste verplichtingen, inclusief indexatie. Juridisch beschouwd zijn nominale pensioenen tenslotte een resultaatsverplichting, hetgeen pleit voor harde buffers. Anderzijds is de indexatie doorgaans slechts een inspanningsverplichting. Dit rechtvaardigt enige flexibiliteit. Omdat de waarde vaste verplichtingen ruwweg dertig procent boven de nominale liggen, zou de fondsmethode in die combinatie globaal bekeken strenger uitvallen dan de bankmethode en dus bepalend worden voor de kasstromen.

Conclusie

De fondsmethode heeft het voordeel dat in vette jaren stelselmatig een voorraad voor magere jaren wordt gevormd. Bij pensioenfondsen leidt de bankmethode tot verraderlijke kasstromen en te lage buffers in schijnbaar goede tijden. De kussens van de fondsmethode zijn bedoeld om pensioenfondsen de flexibiliteit te geven die ze nodig hebben om in een incomplete financiële markt een waarde vast pensioen te kunnen aanbieden. Beide methoden kunnen gerealiseerd worden met de dekkingsindex. Een compromis is mogelijk door harde buffers te eisen op nominale verplichtingen en kussens toe te staan op reële verplichtingen.

Roland van Gaalen

1 Pensioen- & Verzekeringskamer, *De uitgangspunten voor een financieel toetsingskader en De planning voor een financieel toetsingskader*, Apeldoorn, 2001 en 2002.

2 Pensioen- & Verzekeringskamer, *White paper continuïteitstoets*, Apeldoorn, september 2003.

3 Pensioen- & Verzekeringskamer, *White paper solvabiliteitstoets*, Apeldoorn, maart 2003. Dit document is overigens nadrukkelijk uitgebracht als een discussiestuk en niet als een beleidsdocument. Het voorgenomen beleid zal worden verwoord in een nog te verschijnen consultatiedocument.

4 De volatiliteit is geschat uit de maandstanden in het voorafgaande jaar met de eenvoudige methode van hoofdstuk 11.3 in: J.C. Hull, *Options, futures, and other derivatives*, Prentice Hall, Upper Saddle River, 1997. Demping is mogelijk door gegevens van bijvoorbeeld vijf in plaats van één jaar te gebruiken, of uit te gaan van een constante volatiliteit, maar de kasstromen blijven dan onbeheersbaar.

5 Dit is een eenvoudige statistische benadering uitgaand van logaritmische rendementen en een t -kansverdeling, met verwaarlozing van het verwachte jaarrendement; k is hier 1,8.

6 In 1956-2002 was in 95 procent van de gevallen (maandstanden) de laagste relatieve dekkingsindex in de voorgaande twaalf maanden ten opzichte van het historische hoogtepunt hoger dan 0,6. Om het voorbeeld eenvoudig te houden is de bodemwaarde hier constant, maar in principe wordt deze steeds opnieuw afgeleid uit het verleden.

7 De onderdekkingskans betekent hier slechts een historische frequentie; een statistische wetmatigheid of voorspellende waarde wordt niet verondersteld.

8 De dekkingsgraad volgt hier de dekkingsindex, afgezien van kasstromen. Met ruisfactoren is geen rekening gehouden.

9 Voor aandelen werd dit voorgesteld in: G.W. Euverman, *Interne notitie in verband met de actuariële principes pensioenfondsen*, Watson Wyatt, Amsterdam, 1997.