

Het financiële toetsingskader onder de loep

R.P.M.M. Hoevenaars,
O.C.H.M. Sleijpen en O.W. Steenbeek

De auteurs zijn werkzaam bij de directie Algemeen Financieel Beleid van de Stichting Pensioenfonds ABP. Hoevenaars is senior beleidsmedewerker modelontwikkeling en -beheer en verbonden aan de Universiteit van Maastricht. Sleijpen is directeur Algemeen Financieel Beleid. Steenbeek is coördinator risicomangement en verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.
olaf.sleijpen@abp.nl

De aankomende richtlijnen voor het toezicht op pensioenfonds zijn op onderdelen te strikt.

Dit is het vierde deel in de serie Pensioenvraagstukken in macro-perspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze ESB-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

Dit najaar zal de Tweede Kamer zich waarschijnlijk buigen over de Pensioenwet. Onderdeel van de Pensioenwet is het Financiële Toetsingskader (FTK) voor pensioenfonds, waarvan inmiddels is besloten dat dit op 1 januari 2007 in werking zal treden, een jaar later dan oorspronkelijk voorzien. De belangrijkste elementen van het FTK zijn de introductie van de *fair value*-benadering bij de bepaling van de waarde van de verplichtingen van een pensioenfonds en een aantal nieuwe toetsen die de financiële positie van een pensioenfonds beoordelen (zie kader 1). Als gevolg van de nakende invoering van het FTK vindt in de pensioensector een grondige heroriëntatie van het premie-, indexatie- en beleggingsbeleid plaats. De achtergrond daarvan is de nog steeds geldende ambitie om pensioengerechtigden te compenseren voor prijs- of looninflatie (indexatie), oftewel het streven een waardevast, respectievelijk een welvaartsvast pensioen uit te keren.

In dit artikel worden de belangrijkste elementen van het FTK aan een nadere analyse onderworpen met behulp van het door ABP zelf ontwikkelde ALM-model. Voor de achtergronden van dit model zie kader 2. Zowel de consequenties voor het financiële beleid van pensioenfonds als de macro-economische effecten van het FTK passeren de revue. Immers, ofschoon ABP slechts één van ruim achthonderd Nederlandse pensioenfonds is, beslaat het vermogen van ABP ruim 30% van het totale Nederlandse pensioenvermogen en zijn de conclusies die op basis van het ABP ALM-model kunnen worden getrokken van betekenis voor de pensioensector in het algemeen.¹

Hieronder wordt allereerst geanalyseerd wat de potentiële gevolgen zijn van de *fair value*-benadering voor het financiële beleid van een pensioenfonds. De mogelijkheden die het FTK biedt om de effecten hiervan te dempen, blijken van grote betekenis te zijn, ook vanuit macro-economisch oogpunt. Vervolgens wordt geanalyseerd hoe een pensioenfonds in het kader van FTK het renterisico kan beheersen, zonder dit al te veel ten koste te laten gaan van de ambitie pensioenrechten jaarlijks te verhogen met de gerealiseerde prijs- of looninflatie (indexatie). Ten slotte wordt ingegaan op de mogelijkheden van financiële bijsturing bij onderdekking, dat wil zeggen een situatie waarbij de dekkingsgraad lager is dan 105%. Betoogd wordt dat op dit punt het FTK onnodig rigide is, zowel vanuit het oogpunt van het pensioenfonds alsook vanuit macro-economisch gezichtspunt. Dit artikel wordt afgesloten met enkele conclusies en beleidsaanbevelingen.

Kader 1: FTK in kort bestek

Het FTK wordt van kracht op 1 januari 2007. De belangrijkste elementen van het FTK zijn als volgt:

- waardering van de pensioenverplichtingen tegen de actuele marktrente (in plaats van een vaste rekenrente van 4%); afhankelijk van de indexatieambitie van een fonds (al dan niet voorwaardelijk) vindt waardering van de verplichtingen plaats op basis van de actuele nominale of reële marktrente;
- introductie van een op de korte termijn gerichte solvabiliteitstoets. Deze houdt onder meer in dat de verhouding tussen beleggingen en verplichtingen (dekkingsgraad) te allen tijde minimaal (ongeveer) 105% dient te bedragen; bij onderdekking dient het fonds de financiële positie in principe binnen een jaar op dit niveau te brengen;
- de kans op onderdekking uit hoofde van de solvabiliteitstoets dient te worden beperkt tot 2,5% bij een éénjaarshorizon: voor een gemiddeld pensioenfonds komt dit neer op een dekkingsgraad van ongeveer 130%. Bij een lagere dekkingsgraad (reservetekort) dient de financiële positie binnen vijftien jaar te zijn hersteld. De solvabiliteitsbuffer wordt bepaald op basis van een standaardtoets of op basis van interne risicomodellen; deze laatste moeten dan wel zijn goedgekeurd door de toezichthouder;
- introductie van een op de lange termijn gerichte continuïteitstoets, waarbij met name wordt gekeken naar de samenhang tussen financieel beleid, toezegging en communicatie. Deze toets beschouwt de financiële positie tegen de achtergrond van realistische lange-termijnscenario's met bijbehorende risico's, het (strategische) beleid van de instelling en de beheersings- en bijsturingsmechanismen, zoals aanpassing in het beleggings-, indexatie- en premiebeleid.

Pensioenfonds kunnen facultatief al eerder overstappen op het FTK-overgangsregime, indien de toezichthouder (DNB) hiermee instemt.

¹ De bij verzekeraars ondergebrachte collectieve pensioenvermogens worden hierbij buiten beschouwing gelaten.

Kader 2: ALM-model

Een ALM-model geeft inzicht in de mate waarin een fonds nu en in de toekomst in staat is aan zijn verplichtingen te voldoen. Het geeft een overzicht van de toekomstige ontwikkeling van een aantal financiële kernvariabelen, zoals de dekkingsgraad, de premie en de mate van indexatie. De financiële situatie van een pensioenfonds wordt gesimuleerd op basis van een groot aantal financieel-economische scenario's die zich voor zouden kunnen doen (voor ABP: 5000) over een langere periode (voor ABP: twintig jaar). Hierbij wordt rekening gehouden met het vigerende beleid ten aanzien van indexatie, het premiebeleid en het beleggingsbeleid. De scenario's worden stochastisch gegenereerd rondom een centraal scenario op basis van statistische relaties die met een VAR-model zijn geschat (ABP kijkt hiervoor naar economische en financiële data over de afgelopen dertig jaren). De waarden voor de belangrijkste inputvariabelen uit het centrale lange-termijnsceario zijn samengevat in onderstaande tabel. Deze centrale waarden zijn niet gebaseerd op het verleden, maar op een uitgebreide economische analyse. Deze lange-termijn-evenwichtssituatie wordt overigens bereikt via een ingroeipad.²

Tabel 1. centraal ALM-scenario ABP, in procenten

ALM-scenario ABP	%
reële rente (kort)	1,75
inflatie	2
inflatierisicopremie	0,25
termijnstructuurpremie	0,5
dertigjaars rente	5
aandelen risicopremie	2,5
looninflatie	3

Waardebepaling

Een belangrijk element van het FTK is de fair value-benadering bij de bepaling van de waarde van pensioenverplichtingen. In plaats van met een vaste rekenrente van 4% dienen verplichtingen te worden gewaardeerd op basis van de actuele marktrente. Omdat de vaste rekenrente ervoor zorgde dat de waarde van de verplichtingen van maand tot maand nauwelijks veranderde, was tot nu de beleggingsportefeuille de belangrijkste bron van risico voor pensioenfonds. Onder fair value varieert de waarde van de verplichtingen echter met elke beweging van de rente en domineert het renterisico. Dit komt met name doordat de gewogen gemiddelde looptijd (duration) van de verplichtingen van de meeste pensioenfonds veel groter is (circa vijftien jaar) dan die van de beleggingen (circa vijf jaar). Bij een stijging van de rente, daalt, als gevolg van dit *duration*-gat de waarde van de verplichtingen meer dan de waarde van de beleggingen, terwijl een rentedaling het tegenovergestelde effect heeft.

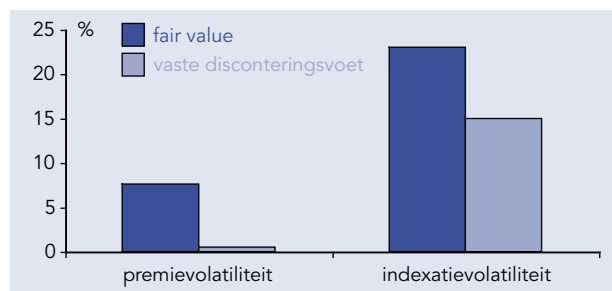
Het management van het renterisico wordt onder het FTK veel belangrijker. Dit geldt eens te meer, omdat schommelingen in de financiële positie van het fonds zich direct vertalen in volatiliteit van de premie (Van Rooij et al., 2005a) en de indexatie. De pensioenpremie wordt in de zuivere fair value-benadering immers berekend op basis van de actuele marktrente, terwijl indexatie in de regel wordt toegekend op

basis van een zogenaamde staffel. Bij een staffel is de mate van indexatie afhankelijk gesteld van de financiële gezondheid van het pensioenfonds.

Een hoge rente gaat dus eerder gepaard met een hoge indexatie en lage premie en andersom. Omdat een hoge rente in de regel tevens samengaat met een gunstige conjunctuur, zou het financiële beleid van een pensioenfonds bij onverkorte doorwerking van de fair value-benadering in hoge mate procyclisch uitwerken op de economie. Om excessieve volatiliteit van premie en indexatie te voorkomen, biedt het FTK echter de mogelijkheid om ontwikkelingen op financiële markten in het financiële beleid van pensioenfonds te dempen. Zo kan een pensioenfonds voor het bepalen van de kostendekkende premie in plaats van de actuele rente een op de lange termijn verwacht rendement op de beleggingsportefeuille hanteren (DNB, 2004).

Figuur 1 toont het belang van een dergelijke demping. In het ene geval zijn premie en indexatie bepaald op basis van de actuele marktrente (fair value); in het tweede geval is de verwachte premie en indexatie bepaald op basis van een (vaste) disconteringsvoet van 3% (verwacht reëel rendement). Zoals uit de figuur blijkt, zijn de volatiliteit van zowel premie als ook indexatie substantieel kleiner bij toepassing van een stabiele disconteringsvoet.

Figuur 1. Effect demping disconteringsvoet



Bron: ABP ALM model

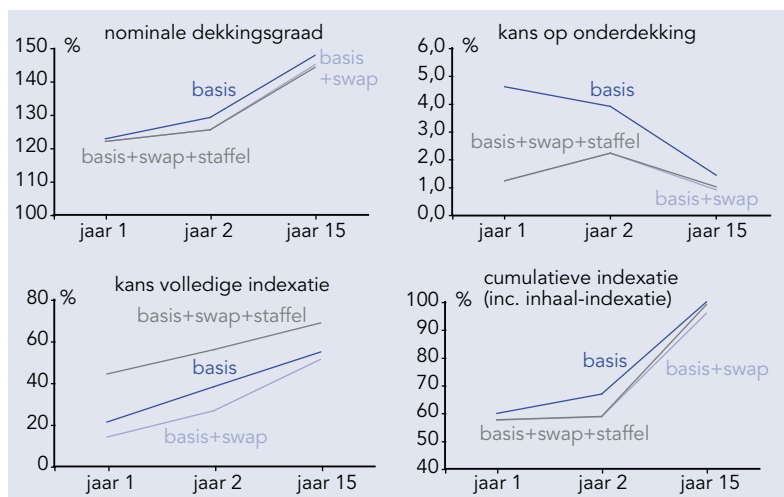
Risicobeleid

Financiële markten bieden mogelijkheden om de beleggingen beter te laten aansluiten op de verplichtingen en grote schommelingen in de dekkingsgraad te voorkomen. Zo kan een pensioenfonds zijn beleggingsmix afstemmen op de verplichtingen door meer in langlopende obligaties te beleggen of via rente-swaps beleggingen in langlopende obligaties te repliceren. Op deze manier wordt het hierboven beschreven duration-gat kleiner en heeft een verandering in de rente een gelijk effect op de beleggingen als op de verplichtingen. De nominale dekkingsgraad kan op deze manier worden gefixeerd en de door de toezichthouder geëiste solvabiliteitsbuffer kan tot een minimum worden teruggebracht.

Er kleeft echter een aantal bezwaren aan deze strategie. Wanneer een fonds zich puur richt op het wegwerken van het nominale renterisico, komt de ambitie om een welvaartsvast pensioen uit te keren mogelijk in gevaar. Indexatie kost extra geld dat ergens vandaan moet komen. De beleggingsmix zou in theorie kunnen worden uitgebreid met indexleningen en inflatie-swaps, maar de markt voor deze producten is klein en het reële rendement op indexleningen is momenteel relatief laag. Ook zijn deze producten gerelateerd aan de Europese inflatie en niet aan de Nederlandse. Afdekking van het inflatierisico is daardoor slechts in beperkte mate mogelijk. Verder heeft ABP bijvoorbeeld de ambitie ontwikkelingen in looninflatie te volgen en niet prijsinflatie.

2 Voor een gedetailleerde uitleg van de financieel-economische scenario's van ABP, zie: Hoevenaars et al. (2005).

Figuur 2. Management van renterisico: beleidsvarianten, in procenten



Bovendien kan een pensioenfonds met volledige afgedekte verplichtingen niet optimaal profiteren van de lange horizon die het van nature heeft. Op lange termijn verwachten we dat beleggingscategorieën als aandelen en onroerend goed beter renderen dan obligaties. Door daar geen gebruik van te maken, zouden pensioenen onnodig duur kunnen worden (zie ook Steenkamp, 2004).

Een laatste bezwaar tegen afdekking van de verplichtingen geldt bij (de verwachting op) een stijgende rente. In een swap-deal ontvangt een pensioenfonds de lange rente en betaalt het de korte rente: een stijgende korte rente is daarom slecht nieuws voor fondsen die hun verplichtingen met een swap-constructie afdekken.

In de praktijk zullen fondsen een optimum moeten zoeken tussen enerzijds korte-termijn-zekerheid (solvabiliteitstoets) en anderzijds lange-termijn-indexatie-ambitie.

ALM en risicobeleid

Hieronder analyseren we twee opties om het renterisico van een pensioenfonds beter te beheersen.³ Wat betreft het financiële beleid van het pensioenfonds is verondersteld dat de premie wordt bepaald op basis van een stabiele disconteringsvoet van 3% (verwachte reële rendement), terwijl de indexatie wordt bepaald op basis van de actuele dekkinggraad. Dit is in feite een mengvorm van de in de vorige paragraaf gepresenteerde benaderingen. Uitgangspunt voor de beleggingen is de huidige strategische mix van ABP. Deze bestaat uit 36% aandelen, 44% vastrentende waarden en 20% alternatieve beleggingen, waaronder onroerend goed, grondstoffen (commodities) en hedgefondsen (zie kader 2). Het centrale scenario veronderstelt onder meer een geleidelijk oplopende rente.⁴

In alternatief 1 wordt het renterisico beperkt door middel van een zogenoemde rente-swap, zodanig dat de duration van de beleggingen aansluit bij de duration van de verplichtingen. Zoals verwacht, daalt de kans op onderdekking hierdoor aanzienlijk in vergelijking met de Ausgangssituatie. Hier staat echter tegenover, dat het indexatieresultaat verslechtert. Door de veronderstelde oplopende rente worden vooral op korte termijn forse verliezen

op de swap-positie geleden. Deze verliezen resulteren tevens in een lagere dekkinggraad, zelfs op langere termijn.⁵

In alternatief 2 wordt het renterisico op dezelfde wijze afgedekt als in alternatief 1, maar wordt het verslechterde indexatieresultaat als gevolg van volledige afdekking van het renterisico gecompenseerd door het moment van volledige indexatie te vervroegen: de staffel wordt met andere woorden zodanig verschoven, dat de pensioenrechten al bij een lagere dekkinggraad volledig worden gecompenseerd voor inflatie. Figuur 2 laat zien, dat het indexatieresultaat sterk verbetert in vergelijking met Alternatief 1, terwijl de kans op onderdekking vergelijkbaar is.

De nominale dekkinggraad neemt in alle beleidsalternatieven naar verwachting enigszins af in vergelijking met de Ausgangssituatie (linksboven). Het onverkort wegwerken van het renterisico blijkt niet zonder meer voordelig te zijn: de kans op onderdekking (rechtsboven) neemt weliswaar sterk af, maar daar staat tegenover dat de kans op volledige indexatie sterk afneemt (linksonder).

Voor de bepaling van de optimale combinatie van beleidsinstrumenten, moeten verschillende beleidsalternatieven gecombineerd. Een ALM-analyse, waarbij alle opties integraal worden afgewogen, is hiervoor onontbeerlijk.

Markteffecten

De consequenties van risicomanagement door pensioenfondsen voor economie en financiële markten kunnen overigens aanzienlijk zijn. Ook het IMF heeft recent op deze effecten gewezen (IMF, 2005). Indien pensioenfondsen zouden besluiten om massaal hun renterisico af te dekken, kan dit gevolgen hebben voor de markt voor renteproducten. Pensioenfondsen kunnen ook besluiten om hun beleggingsmix aan te passen, met zoals hierboven betoogd in de regel negatieve consequenties voor het pensioenresultaat (zie ook Siegmann et al., 2002). Gelet op de omvang van pensioenfondsen en hun rol als institutionele belegger, kunnen ook deze gedragswijzigingen effect hebben op financiële markten. Het is in ieder geval van belang dat deze beleidsveranderingen geleidelijk in de tijd kunnen worden geïmplementeerd ten einde marktverstoringen te voorkomen. Overigens lijkt het FTK in deze mogelijkheid te voorzien.

Onderdekking

Tot slot nemen we een ander belangrijk element van het FTK onder de loep, namelijk de bepaling dat een pensioenfonds waarvan de dekkinggraad beneden 105% is gezakt, deze in principe binnen één jaar weer tot 105% moet aanzuiveren. In het algemeen staan pensioenfondsen drie verschillende opties ter beschikking om aan deze bepaling te voldoen: verhoging van de pensioenpremie, bijstorting van vermogen door de sponsor of door middel van een achtergestelde lening, en korting op de opgebouwde pensioenrechten.

Voor onze berekeningen hebben wij ons geconcentreerd op de scenario's in het ALM-model, waarbij de dekkinggraad inderdaad onder 105% daalt. De berekeningen zijn vervolgens gebaseerd op het gemiddelde van deze scenario's. Er zijn met andere woorden scenario's denkbaar, waarbij de gevolgen significant ingrijpender zijn dan in de hieronder gepresenteerde berekeningen.

3 Zie ook Kortleve (2003 en 2005) en Van Rooij et al. (2005b) voor een analyse van beleidsalternatieven in een ALM-context.

4 In het model wordt verondersteld dat de rente binnen drie tot vijf jaar naar het evenwichtsniveau terugkeert (zie tabel in kader 2).

5 Als voor een langere horizon wordt gekozen dan vijftien jaar, is de bijdrage van de swap-portefeuille uiteindelijk positief voor de dekkinggraad en het indexatieresultaat. Dit is het gevolg van de *yield pick-up*: de lange rente is normaal gesproken hoger dan de korte rente en verlenging van de duration levert daarom een hoger rendement op.

Wanneer het ABP inderdaad in deze situatie belandt en vervolgens niet direct maatregelen zou nemen, is de kans dat de dekkingsgraad na twaalf maanden nog steeds onder 105% ligt, ongeveer 27%. De belangrijkste bron van herstel is hier de nominale rente en verder blijkt het beleggingsrendement een rol te spelen (*mean reversion*) en het feit dat pensioenrechten in deze situatie niet worden geïndexeerd. Na twee jaar blijkt die kans te dalen tot 9% en na drie jaar tot ongeveer 5%. Met andere woorden, zonder ingrijpen lijkt de markt met andere woorden al voor een zekere mate van herstel te kunnen zorgen.

Hieronder analyseren we de verschillende beleidsopties bij ABP, wanneer *wel* maatregelen worden genomen, zodra de dekkingsgraad onder 105% daalt.

In de eerste plaats kan de pensioenpremie worden verhoogd bij onderschrijding van de 105%-grens. Dit impliceert een stijging van de pensioenpremie met ongeveer 39 procentpunten om de dekkingsgraad binnen één jaar op het niveau van minimaal 105% te brengen. Dat wil zeggen, de pensioenpremie loopt op tot bijna 60%. Bij een hersteltermijn van vijf jaar zou de pensioenpremie met ongeveer 8 procentpunten moeten worden verhoogd. De effecten op de premie vallen zo hoog uit, omdat het premie-instrument voor relatief vergrijsde pensioenfondsen als ABP erg bot is.

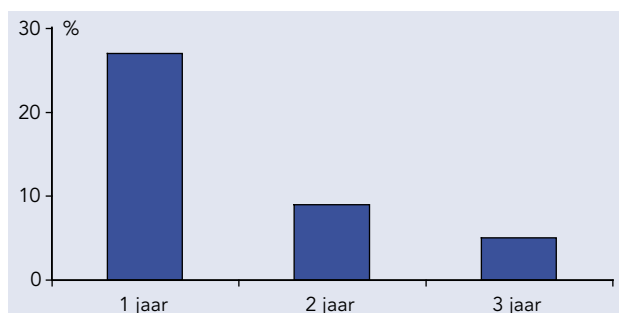
In de tweede plaats zou een eenmalige bijstorting van vermogen of een achtergestelde lening kunnen worden ingezet. Deze optie vereist een vermogensinjectie van ruim €10 miljard door de overheid, als sponsor van ABP, of via een achtergestelde lening. Dit komt overeen met 6,4% van de waarde van de verplichtingen.

Ten slotte kunnen bij onderschrijding van de 105% ook de opgebouwde rechten worden gekort. Dit resulteert in een korting van ongeveer 6,1% op de opgebouwde rechten om binnen een herstelperiode van één jaar te blijven. Voor een deelnemer van het pensioenfonds komt dit bij een inflatie van 2% neer op een bruto koopkrachtverlies van 8,1% in dat specifieke hersteljaar, hetzij in termen van pensioenopbouw of in termen van feitelijk uit te keren pensioenen.⁶

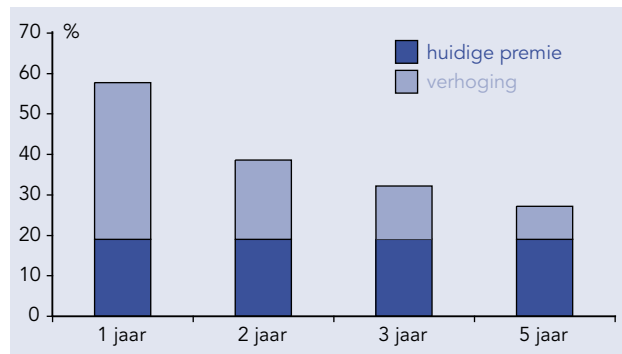
Lengte hersteltermijn

Zoals reeds opgemerkt, heeft de toezichthouder de mogelijkheid om de éénjaars-herstelperiode te verlengen indien omstandigheden hiertoe aanleiding geven. Het lijkt echter raadzaam reeds bij voorbaat een wat langere termijn in het FTK in te boeken. Hierbij moet ook worden bedacht dat de financiële positie van een pensioenfonds anders moet worden beoordeeld dan de financiële positie van bijvoorbeeld een bank. Pensioenfondsen zullen, ook indien sprake is van onderdekking, gedurende enkele jaren nog steeds aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Een liquiditeitsprobleem ontstaat pas wanneer de situatie van onderdekking zich jarenlang voortsleept.

Figuur 3. Kans dat dekkingsgraad onder 105% blijft na 1, 2 en 3 jaar



Figuur 4. Premiewapen bij onderdekking



Verlenging van de herstelperiode bij onderdekking tot enkele jaren leidt meteen tot minder ingrijpende maatregelen. Indien bijvoorbeeld de hersteltermijn wordt verlengd naar twee, drie of vijf jaar, is de benodigde premie-opslag (optie 1) navenant minder (respectievelijk gemiddeld 20, 14 en 9 procentpunten per jaar). Overigens moet worden bedacht dat de maatregelen die pensioenfondsen onder deze omstandigheden moeten nemen nog steeds zeer fors zijn. Uiteindelijk moet het financiële beleid van een pensioenfonds er dan ook vooral op zijn gericht om een situatie van onderdekking te voorkomen, zonder het nemen van weloverwogen risico's overigens uit de weg te gaan.

Conclusies

Voor pensioenfondsen is het de uitdaging om een op de lange termijn gericht beleid om de indexatie-ambitie waar te maken, te combineren met een op de korte termijn gericht toezichtkader, waarbij het nominale renterisico de doorslaggevende factor is. Mogelijkheden zijn er, ook binnen het FTK, mits pensioenfondsen bereid zijn hun financiële beleid integraal te evalueren en voldoende innovatief te zijn.

De bepaling dat pensioenfondsen in principe binnen één jaar een situatie van onderdekking moeten hebben geredresseerd, is in strijd met de lange-termijn-horizon die hoort bij de sector. De effecten zijn zodanig dat verlenging van deze termijn raadzaam is. ■

Roy Hoevenaars, Olaf Sleijpen en Onno Steenbeek

Literatuur

- DNB (2004) *Beleidsregel toepassing hoofdlijnennota*. 24 oktober, www.dnb.nl.
 IMF (2005) *The Netherlands 2005 Article IV Consultations*. www.imf.nl.
 Hoevenaars, R.P.M.M., R.D.J. Molenaar, P.C. Schotman & T.B.M. Steenkamp (2005) *Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds*. Working paper, Maastricht: Universiteit Maastricht.
 Kortleve, C.E. (2003) De meerwaarde van beleidsopties. *ESB*, 12 december, 588-590.
 Kortleve, C.E. (2005) De marktwaarde van beleggingsopties. *VBA jaarnaal*, 2, 32-36.
 Steenkamp, T. (2004) *Even Apeldoorn bellen.... Over lange termijn beleggings-theorie, het nut van collectief beleggen en de effecten van het toezicht op pensioenfondsen*. Oratie Vrije Universiteit, Riskmatrix, Driebergen.
 Siegmann, A, A. Lucas, & J.B. Molenkamp (2002) Omgaan met onvermijdbare risico's. *ESB*, 1 februari, 88.
 Van Rooij, M.C.J., A.H. Siegmann & P.J.G. Vlaar (2005a) De consequenties van fair value bij pensioenfondsen. *Actuaris*, 12(3), 17-19.
 Van Rooij, M.C.J., A.H. Siegmann & P.J.G. Vlaar (2005b) Beleidsopties voor pensioenfondsen. *ESB*, 25 maart, 124-127.

6 Het netto of 'naar rato'-koopkrachteffect zal overigens kleiner zijn, omdat het pensioen slechts een deel van het inkomen van gepensioneerden vormt. De AOW-uitkering wordt immers niet gekort.