

## Toezicht volledig herverzekerde pensioenfondsen

Een pensioenfonds dat zijn risico's geheel herverzekerd heeft bij een verzekeraar, heeft de verplichting tot het doen van alle toekomstige uitkeringen overgedragen aan deze verzekeraar. Het pensioenfonds blijft eerste risicodrager, maar alle beleggings- en verzekeringstechnische risico's komen voor rekening van de verzekeraar. Het pensioenfonds heeft dan feitelijk ook geen beleggingen meer op de balans staan, maar alleen een vordering op de verzekeraar. In geval van volledige herverzekering is deze vordering in beginsel gelijk aan de voorziening pensioenverplichtingen.

Als DNB toetst of een fonds volledig is herverzekerd, vraagt zij of de overeenkomst tussen het pensioenfonds en de herverzekeraar voldoet aan de volgende twee aspecten:

1. Staat vast dat de risico's uit beleggingen en de verzekeringstechniek volledig aan de herverzekeraar zijn overgedragen? Ofwel kan het pensioenfonds na afloop van het contract de pensioenrechten premievrij en zonder verdere kosten (nu en in de toekomst)<sup>1</sup> bij de herverzekeraar achter laten; en
2. Staat vast dat het fonds nooit is gehouden meer te betalen dan de vooraf overeengekomen jaarpremie (uitgezonderd de kosten voortvloeiend uit mutaties binnen het bestand)?

Een volledig herverzekerd pensioenfonds heeft als resterend risico nog het kredietrisico in het geval van deconfiture van een verzekeraar. Daarom moet bij de bepaling van waarde van de vordering op de verzekeraar, rekening worden gehouden met de kredietwaardigheid van de verzekeraar. Wanneer deze kredietwaardigheid onvoldoende is, moet een afslag op de vordering op de verzekeraar worden meegenomen.

Door de financiële crisis is de kredietkwaliteit van veel verzekeraars gedaald. De credit spreads en bijbehorende afslagen voor een fonds met duration 15 staan in onderstaande tabellen weergegeven:

	A+	A/A-	BBB
31/12/2007	53.1	69.3	89.7
31/12/2008	169.7	178.6	588.8
31/12/2009	103.1	113.7	117.3
30/04/2010	102.5	104.7	110.1

*Credit spreads bij looptijd 15*

	A+	A/A-	BBB
31/12/2007	4.0%	5.2%	6.7%
31/12/2008	12.7%	13.4%	44.2%
31/12/2009	7.7%	8.5%	8.8%
30/04/2010	7.7%	7.9%	8.3%

*Afslag als % van marktwaarde vordering bij duration 15*

De Pensioenwet geeft aan dat de lagere kredietkwaliteit van de verzekeraar tot gevolg heeft dat de kapitaalseisen voor het herverzekerde pensioenfonds toenemen en de marktwaarde van de vordering van het fonds op de verzekeraar afneemt. Daardoor is er bij veel herverzekerde pensioenfondsen een tekort ontstaan. Indien De Nederlandsche Bank (DNB) tot handhaving zou overgaan, zou dit voor een deel van de herverzekerde pensioenfondsen leiden tot het op termijn moeten korten van de pensioenaanspraken en -rechten, hoewel de verzekeraar volledig aan zijn betalingsverplichtingen voldoet. Dat acht de Minister van SZW onwenselijk.

Aan herverzekerde pensioenfondsen wordt daarom door de Minister van SZW via een tijdelijke algemene maatregel van bestuur tijdelijk vrijstelling verleend van het indienen van herstelplannen. Beoogd is dat de periode van vrijstelling duurt tot en met 31 december 2010. Het is de bedoeling dat tijdens de periode van vrijstelling een kortdurend onderzoek wordt verricht door SZW. Op basis van de

resultaten van dit onderzoek zal na de zomer een besluit worden genomen over een structurele oplossing voor herverzekerde pensioenfondsen. Bij het lezen van dit onderzoeksrapport is het belangrijk dat men zich realiseert dat de opmerkingen geplaatst worden in een tijd dat dekkingstekorten bij een flink aantal fondsen voorkomen en de kans op korten bij een aantal reëel aanwezig is.

In deze notitie zullen wij ingaan op een drietal vragen die onderdeel uitmaken van dit onderzoek:

1. Dienen pensioenfondsen bij de bepaling van de omvang van het kredietrisico op de verzekeraar in beginsel op dezelfde wijze behandeld te worden als verzekeraars en banken of is er - gezien de belangen van de deelnemers – aanleiding om bij pensioenfondsen een andere aanpak te kiezen?
2. Wordt er niet op twee onderdelen binnen het toezicht zekerheid gevraagd voor het kredietrisico bij herverzekerde fondsen, namelijk bij de berekening van het Vereist Eigen Vermogen (de buffer) en bij het bepalen van de afslag op de vordering?
3. Welke opmerkingen/kanttekeningen zijn te maken bij de huidige (technische) berekeningsmethodiek van het kredietrisico binnen de pensioenwet/ FTK?

In paragraaf 1 zal de eerste vraag worden behandeld. In paragraaf 2 zullen de vragen 2 en 3 worden besproken.

In de notitie zal alleen worden gekeken naar de financiële gevolgen van het huidige toezicht. De juridische kant wordt hierin niet meegenomen.

## **1. Kredietrisico op verzekeraar**

Een pensioenfonds dat zijn risico's geheel herverzekerd heeft bij een verzekeraar, heeft de verplichting tot het doen van alle toekomstige uitkeringen overgedragen aan deze verzekeraar. Alle beleggings- en verzekeringstechnische risico's komen daarmee voor rekening van de verzekeraar. Er bestaat echter een kans dat de verzekeraar failliet gaat en niet meer aan de volledige betalingsverplichting kan voldoen. Omdat het pensioenfonds de betalingsverplichting met de deelnemers is aangegaan, loopt het fonds dus een kredietrisico op de verzekeraar.

### Toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen vergeleken met andere uitvoeringsvormen

Wanneer wordt gekeken naar het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen, kunnen we dit vergelijken met het toezicht op pensioenfondsen in eigen beheer enerzijds en het toezicht op verzekeraars die een volledig herverzekerde regeling uitvoeren anderzijds.

Pensioenfondsen in eigen beheer hebben een aantal mogelijkheden om de regeling te financieren. De eerste mogelijkheid is dat ze een vaste premie betalen, zoals in een Collectief Defined Contribution (CDC) regeling het geval is. In een CDC regeling wordt het risico voor de werkgever beperkt, door het afspreken van een vaste premie. Er is geen sprake van extra bij- of terugstortingen. De beleggingsrisico's worden hierbij gedragen door (het collectief van) deelnemers. De premie wordt vastgesteld voor een periode van minimaal 5 jaar. Bij de vaststelling mag alleen worden gekeken naar de kosten van de toekomstige opbouw en er mag geen rekening worden gehouden met eventuele overschotten of tekorten uit het verleden. Een pensioenfonds heeft de mogelijkheid een dergelijke regeling uit te voeren, ongeacht de kredietwaardigheid van de achterliggende onderneming. Een tweede mogelijkheid is het afsluiten van een financieringsovereenkomst waarin verhogingen en/

of verlagingen van de premie worden afgesproken. Wanneer een fonds dan in een tekortsituatie komt, moet een herstelplan worden opgesteld. In dit herstelplan kan het korten van aanspraken worden voorkomen door het inrekenen van de afgesproken herstellpremies. Ook hierbij hoeft geen rekening te worden gehouden met de kredietwaardigheid van de achterliggende onderneming. Merk op dat een flink aantal fondsen herstellpremies in haar herstelplan heeft opgenomen.

Ondanks dat de risico's in deze situaties iets anders zijn dan het risico voor volledig herverzekerde pensioenfondsen, is er in beide situaties wel sprake van kredietrisico op een sponsor. Door volledig herverzekerde fondsen wel rekening te laten houden met de kredietwaardigheid van de verzekeraar en bij pensioenfondsen in eigen beheer geen rekening te houden met de kredietwaardigheid van de sponsor wordt er op dit gebied een onderscheid gemaakt tussen pensioenfondsen in eigen beheer en volledig herverzekerde pensioenfondsen.

Naast pensioenfondsen in eigen beheer, kan het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen ook worden vergeleken met het toezicht op een uitvoerder van direct verzekerde regelingen. Bij een direct verzekerde regeling wordt het kredietrisico gedragen door de deelnemers. Wanneer een volledig herverzekerd pensioenfonds het contract beëindigt en de regeling omzet naar een direct verzekerde regeling, verschuift het kredietrisico dus van het fonds naar de deelnemers. Deze omzetting is toegestaan zonder dat het pensioenfonds een compensatie hoeft te geven voor de verschuiving van het kredietrisico. Een direct verzekerde regeling heeft echter een aantal nadelen voor de deelnemers ten opzichte van een herverzekerde regeling, zoals de betrokkenheid van de werkgever en de werknemers en de governance. Door het herverzekerde pensioenfonds rekening te laten houden met de kredietwaardigheid van de verzekeraar wordt een onderscheid gemaakt tussen een herverzekerde en een direct verzekerde regeling. In geval van faillissement van de verzekeraar, is het gevolg wel in beide gevallen dat de aanspraken moeten worden gekort.

In het huidige toezicht wordt dus onderscheid gemaakt tussen herverzekerde fondsen enerzijds en pensioenfondsen in eigen beheer en direct verzekerde regelingen anderzijds. Er lijkt geen duidelijk aanwijsbare reden te zijn voor dit onderscheid. Naar onze mening moet dus ofwel in het toezicht op pensioenfondsen in eigen beheer rekening worden gehouden met het kredietrisico op een sponsor ofwel het kredietrisico op de verzekeraar achterwege worden gelaten in het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen.

De hogere solvabiliteitseisen die in het huidige toezicht worden gesteld aan volledig herverzekerde pensioenfondsen hebben een aantal gevolgen. Door de financiële crisis is de kredietwaardigheid van veel verzekeraars in korte tijd sterk gedaald. Dit had tot gevolg dat de afslag op de vordering op verzekeraars voor volledig herverzekerde pensioenfondsen en de vereiste buffers sterk zijn gestegen. Door deze afname van de kredietwaardigheid van verzekeraars is er bij veel herverzekerde pensioenfondsen een tekort ontstaan. Indien DNB tot handhaving zou overgaan, zou dit voor een deel van de herverzekerde pensioenfondsen leiden tot het op termijn moeten korten van de pensioenaanspraken. Daarnaast leidt de hogere solvabiliteitseis tot hogere kosten, doordat de opbouw en instandhouding van de buffer wordt meegenomen in de premie.

#### Dubbele prudentie

De verzekeraar waar de verplichtingen zijn herverzekerd heeft zelf ook solvabiliteitseisen waaraan moet worden voldaan. Een verzekeraar heeft een faillissementsrisico, waardoor de eisen zwaarder zijn dan aan een pensioenfonds. Onder Solvency II heeft de verzekeraar te maken met een zekerheidseis van 99.5%, waar het pensioenfonds onder het FTK 'slechts' een zekerheidseis heeft van 97.5%.

De Europese Commissie heeft onlangs vastgesteld dat de vordering van een herverzekerd pensioenfonds in de rangregeling gelijkgesteld is aan de vorderingen van de andere polishouders.

Toch wordt er een hogere zekerheid gevraagd voor herverzekerde regelingen, door zowel de solvabiliteitseisen aan de verzekeraar als de solvabiliteitseisen aan het pensioenfonds. Deze hogere zekerheid heeft ook een prijs. De premie bevat derhalve een opslag voor de zekerheidseisen aan de verzekeraar en een opslag voor de zekerheidseisen aan het pensioenfonds.

#### Gevolgen huidig toezicht

Voor alle pensioenfondsen geldt dat buffers moeten worden aangehouden om eventuele schokken op de markt te kunnen opvangen. Hierbij wordt verondersteld dat er sprake is van een gespreide portefeuille. Bij een volledig herverzekerd pensioenfonds is er echter, in tegenstelling tot niet of slechts gedeeltelijk herverzekerde fondsen, geen sprake van spreiding van de risico's. Alle activa zijn feitelijk belegd in slechts één tegenpartij. De vereiste buffer is daarmee gebaseerd op een kleine kans op een groot verlies. Er zijn maar twee mogelijke uitkomsten: het verlies treedt wel of niet op. Wanneer dit verlies wel optreedt, is de vereiste buffer waarschijnlijk onvoldoende om het verlies op te vangen. Wanneer het verlies niet optreedt en het pensioenfonds zich door de eisen in een tekortsituatie bevindt, kan het zijn dat de aanspraken moeten worden gekort terwijl de verzekeraar wel aan de betalingsverplichting kan voldoen. De verzekeraar keert op dat moment de volledige aanspraken uit aan het pensioenfonds, die zelf slechts een deel daarvan uitkeert aan de deelnemers. Het resterende deel blijft achter in het fonds, waardoor de buffer verder wordt opgebouwd en daaruit bijvoorbeeld toekomstige indexaties worden betaald. Dit lijkt niet in het belang te zijn van de deelnemers en ook praktisch gezien de nodige problemen geven in de uitvoering.

#### Toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen vergeleken met toezicht op verzekeraars

In het eerste onderdeel van deze paragraaf, geven wij aan dat in het huidige toezicht onderscheid wordt gemaakt tussen volledig herverzekerde pensioenfondsen enerzijds en pensioenfondsen in eigen beheer en direct verzekerde regelingen anderzijds. Ons inziens moet ofwel in het toezicht op pensioenfondsen in eigen beheer rekening worden gehouden met het kredietrisico op een sponsor ofwel het kredietrisico op de verzekeraar achterwege worden gelaten in het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen.

Het huidige toezicht sluit echter wel aan bij het toezicht op een verzekeraar die de verplichtingen van een direct verzekerde regeling volledig herverzekert. Een verzekeraar die een direct verzekerde regeling uitvoert, heeft ook de mogelijkheid de risico's volledig onder te brengen bij een (her)verzekeraar. Er ontstaat dan een vergelijkbare situatie als bij een volledig herverzekerd pensioenfonds. Onder de WFT, wordt de verzekeraar verplicht buffers aan te houden voor het kredietrisico dat wordt gelopen op de (her)verzekeraar. In het huidige toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen, wordt dus geen onderscheid gemaakt tussen deze verzekeraar en een volledig herverzekerd pensioenfonds.

In de discussie rondom de invoering van Solvency voor pensioenfondsen, zijn de verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars uitgebreid benoemd. Zo hebben pensioenfondsen vaak een veel langere beleggingshorizon dan verzekeraars. Ook hebben pensioenfondsen meer sturingsmiddelen dan verzekeraars. Ze hebben de mogelijkheid de premie te verhogen, de indexatie te verlagen en in uiterste gevallen zelfs de aanspraken te korten. Verzekeraars geven echter vaak hardere garanties af en er is geen bijsturing mogelijk met de premie. Daarnaast hebben pensioenfondsen een andere opbouw en marktpositie. Zij hebben meer betrokkenheid bij de onderneming, de deelnemers zijn vertegenwoordigd in het bestuur en hebben niet te maken met onderlinge concurrentie. Deze verschillen maken afwijkingen in het toezicht tussen pensioenfondsen en verzekeraars wel verdedigbaar.

## Conclusie

In het huidige toezicht bestaat een verschil tussen het toezicht op pensioenfondsen in eigen beheer en direct verzekerde regelingen. Hier lijken geen goede argumenten voor te zijn. Er lijkt ook sprake te zijn van dubbele prudentie voor volledig herverzekerde regelingen, door zowel de solvabiliteitseisen aan de verzekeraar als de solvabiliteitseisen aan het pensioenfonds.

Wanneer we kijken naar de gevolgen van het huidige toezicht, lijken deze ons ook niet wenselijk. Het huidige toezicht kan leiden tot afstempeling van rechten, terwijl de verzekeraar wel aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen en het leidt tot hogere kosten door de dubbele zekerheid. Tegelijkertijd is de buffer te laag om een eventueel verlies, mocht de verzekeraar failliet gaan, volledig op te kunnen vangen.

Wanneer de solvabiliteitseisen voor volledig herverzekerde pensioenfondsen zouden worden losgelaten, wordt het toezicht op pensioenfondsen met verschillende uitvoeringsvormen meer vergelijkbaar maar ontstaat een verschil met het toezicht op een verzekeraar die haar verplichtingen herverzekerde. Dit verschil is naar ons idee echter wel verdedigbaar.

Wanneer toch wordt vastgehouden aan de huidige solvabiliteitseisen voor herverzekerde fondsen, wordt de eis van verhoogde zekerheid neergelegd bij de herverzekerde pensioenfondsen. Zij moeten een inschatting maken van de kredietwaardigheid van de verzekeraar, waarop dan de solvabiliteitseisen wordt gebaseerd. DNB heeft meer informatie over de kwaliteit van de verzekeraar dan het rating bureau en het pensioenfonds. De vraag is dus of DNB, met richtlijnen van SZW, niet zou moeten aangeven wanneer een herverzekerde pensioenfonds een buffer moet aanhouden voor het kredietrisico op de verzekeraar en hoe hoog deze zou moeten zijn.

## **2. Technische aspecten**

In de vorige paragraaf geven wij aan een afwijkende behandeling van de herverzekerde fondsen, zoals in het huidige FTK is opgenomen, niet juist te vinden. De behandeling van de technische aspecten van het huidige toezicht is dan ook alleen relevant als men vindt dat volledig herverzekerde pensioenfondsen een voorziening moeten treffen voor het kredietrisico dat zij lopen op de verzekeraar.

### **2.1 Afslag versus buffer**

Herverzekerde fondsen moeten op twee manieren rekening houden met de kredietwaardigheid van de verzekeraar. Bij de bepaling van de waarde van de vordering op de verzekeraar, moeten zij rekening houden met een afslag, afhankelijk van de kredietwaardigheid van de verzekeraar. Deze afslag mag worden bepaald aan de hand van de duration van het fonds:

$$\text{Afslag} = 0.5 * \text{credit spread} * \text{duration} * \text{technische voorzieningen}$$

Deze afslag wordt dus bepaald op basis van de huidige kredietwaardigheid van de verzekeraar.

Daarnaast moeten fondsen een Vereist Eigen Vermogen aanhouden, die op eenzelfde manier wordt bepaald als voor fondsen in eigen beheer. Omdat alle beleggings- en verzekeringstechnische risico's zijn overgedragen aan de verzekeraar, heeft het pensioenfonds alleen nog te maken met het kredietrisico van de verzekeraar. Deze is bij benadering gelijk aan<sup>1</sup>:

$$\text{VEV} = 40\% * 0.5 * \text{credit spread} * \text{duration} * \text{marktwaarde herverzekeringsvordering}$$

Met deze buffer kunnen toekomstige veranderingen van de kredietwaardigheid worden opgevangen.

<sup>1</sup> Merk op dat in werkelijkheid niet gerekend mag worden met de benadering op basis van de duration, maar dat rekening moet worden gehouden met de werkelijke kasstromen.

Omdat in de afslag rekening wordt gehouden met de huidige kredietwaardigheid en in het VEV met een toekomstige verandering van de kredietwaardigheid, leidt dit niet tot dubbele prudentie.

## 2.2 Berekeningsmethodiek

Door het kredietrisico dat het fonds loopt, moet het een afslag op de vordering op de verzekeraar toepassen. Op deze manier wordt de marktwaarde van de vordering benaderd. De vraag is of er kan worden gesproken over 'de marktwaarde' van de vordering. De werkelijke marktwaarde is moeilijk te bepalen. In de eerste plaats wordt er niet daadwerkelijk gehandeld in de vordering. Daarnaast is er een vordering op één tegenpartij, waardoor er sprake is van een specifiek risico. Tot slot kunnen credit spreads op zeer korte termijn veranderen en faillissementen snel optreden. Dit kan zorgen voor een aanzienlijke afwijking van de bepaalde marktwaarde binnen een korte tijd, waardoor het risico op faillissement moeilijk in een marktwaarde te vangen is.

De berekeningsmethodiek voor bepaling van de afslag en het Vereist Eigen Vermogen wordt in de voorgaande paragraaf weergegeven. Hierin wordt gerekend met de creditspread van de verzekeraar en de duration van het fonds.

Hierbij kan een aantal kanttekeningen worden geplaatst.

### Gebruik van creditspread

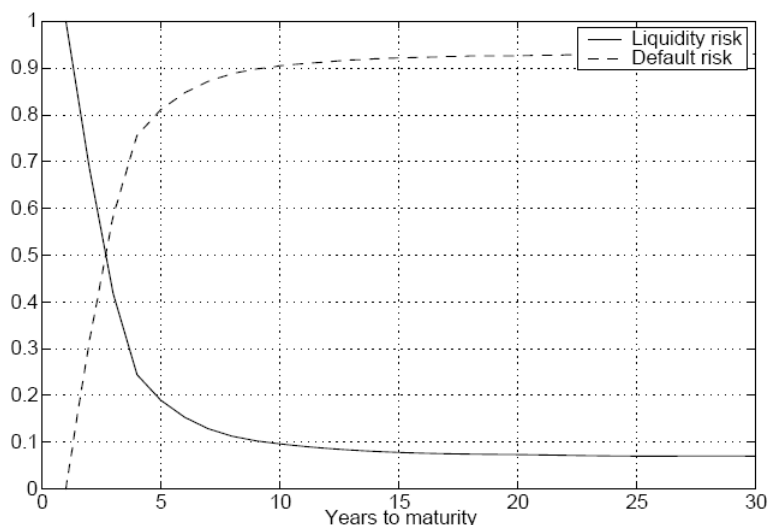
Voor zowel de bepaling van de afslag op de vordering op de verzekeraar als de bepaling van het VEV, wordt gerekend met de creditspread. De credit spread bevat echter meer elementen dan alleen het faillissementsrisico. Ook liquiditeit en belasting effecten spelen een rol. Daarnaast bevat de credit spread een risico premie. Dat de credit spread meer bevat dan alleen het faillissementsrisico wordt ook wel de credit spread puzzel genoemd<sup>2</sup>. Een herverzekerd fonds draagt echter alleen het risico dat de verzekeraar failliet gaat, waardoor de aanspraken niet meer volledig kunnen worden uitbetaald. Door het gebruik van de credit spread, nemen fondsen dus een hogere afslag op de vordering mee en moeten zij een hogere buffer aanhouden dan benodigd voor het risico dat zij lopen.

Er is in de wetenschappelijke literatuur onderzoek gedaan naar het deel van de credit spread dat is toe te wijzen aan het 'default risk' (waar het hier om gaat) en het 'liquidity risk'. Hieronder is een grafiek weergegeven uit Ericsson, Jan en Renault, Olivier M., Liquidity and Credit Risk (May 9, 2002, revisited 2005). Uit de grafiek kan worden opgemaakt dat voor looptijden tussen de 5 en 15 jaar tussen de 10% en 20% van de spread bepaald wordt door het liquidity risk, dit deel zou niet moeten worden meegenomen in de spread die voor de afwaardering van de vordering wordt gebruikt.

---

<sup>2</sup> Zie ook: The credit spread puzzle, J.D. Amato en E.M. Remolona, BIS Quarterly Review, december 2003.





**Figure 5. The relative size of the default and nondefault components.** The figure shows the following ratios:  $\frac{s_1+s_4}{s_1+s_2+s_3}$  (liquidity risk) and  $\frac{s_2}{s_1+s_2+s_3}$  (default risk). The component  $s_1$  measures the impact on the value of possible liquidity shocks while the firm is solvent,  $s_2$  measures the impact of illiquidity on bargaining given in distress, and  $s_3$  measures the default component of the yield spread. The  $x$ -axis represents the time to maturity in years for individual bonds. The maturity of newly issued debt is 30 years. Parameter values:  $r = 0.05$ ,  $\beta = 0.03$ ,  $d = 2$ ,  $\Delta t = 1/12$ ,  $C = 4$ ,  $P = 80$ ,  $\sigma = 0.20$ ,  $\alpha = 0.25$ ,  $\eta = 0.5$ ,  $\gamma = 7$ ,  $\zeta = 0.10$ ,  $\phi = 0.05$ ,  $\rho = -0.5$ , and  $\kappa = 0.5$ . Notation:  $r$  is the risk free rate,  $\Delta t$  the time step,  $\gamma$  the mean number of active dealers,  $\phi$  the volatility parameter of the instantaneous liquidity shock probabilities  $\lambda_t$ ,  $\rho$  the instantaneous correlation between asset value  $v_t$  and  $\lambda_t$ , and  $\kappa$  the mean reversion speed of  $\lambda_t$ . We set  $\lambda_0$  equal to  $\zeta$ , the long run mean instantaneous probability of a liquidity shock.

In de periode 2007-2009 is de spread op credits sterk opgelopen. Er zijn sterke aanwijzingen dat dit voor een belangrijk deel wordt veroorzaakt door de afgenomen liquiditeit. Onderstaande tabel is overgenomen uit 'Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis, J. Dick-Nielsen, P.Feldhunter and D. Lando, December 2009.

Panel A: Liquidity component in basis points, pre-subprime  
(2004Q4-2007:Q1)

	average	0-2y	2-5y	5-30y	N 0-2y	N 2-5y	N 5-30y
AAA	1.4	1.0 (0.5;1.3)	1.2 (0.7;1.7)	2.0 (1.1;2.8)	162	178	193
AA	1.7	1.1 (0.4;1.7)	1.6 (0.6;2.6)	2.4 (0.9;3.8)	704	667	498
A	4.4	2.8 (1.2;4.3)	4.3 (1.8;6.8)	6.1 (2.6;9.6)	1540	1346	1260
BBB	8.4	5.8 (2.4;9.1)	8.9 (3.6;13.9)	10.4 (4.2;16.3)	517	270	553
spec	117.1	81.5 (61.2;104.4)	90.4 (67.9;115.8)	179.4 (134.6;229.6)	270	324	480

Panel B: Liquidity component in basis points, post-subprime  
(2007:Q2-2009:Q2)

	average	0-2y	2-5y	5-30y	N 0-2y	N 2-5y	N 5-30y
AAA	9.2	4.4 (0.9;7.9)	8.0 (1.7;14.2)	15.2 (3.2;27.3)	110	149	155
AA	68.5	37.8 (21.2;53.4)	64.0 (35.8;90.5)	103.9 (58.1;146.9)	493	572	483
A	92.6	53.8 (29.4;78.8)	95.9 (52.5;140.6)	128.1 (70.1;187.7)	762	878	890
BBB	176.5	138.6 (76.0;203.3)	201.6 (110.5;295.6)	189.4 (103.8;277.8)	123	159	256
spec	420.5	294.0 (196.2;383.0)	390.5 (260.6;508.7)	577.1 (385.2;751.8)	133	129	201

Hieruit kunnen we aflezen dat de liquidity spread voor en na het begin van de crisis voor een single A rating ongeveer 90 basispunten bedraagt. Overigens geven de auteurs ook aan dat zij andere bevindingen hebben dan eerder genoemde Ericsson and Reault als het gaat om het verband tussen looptijd en liquiditeitscomponent: “Turning to the term structure of liquidity, we see a general pattern across ratings and period that the liquidity component increases as maturity becomes higher. Overall, the premium in basis points is around twice as high for long maturity bonds compared to short maturity bonds. This seemingly contrasts the work of Ericsson and Renault (2006) who find a downward sloping term structure of liquidity.”

Ook in een rapport van CEIOPS over de liquiditeitspremie, ‘Report on the Liquidity Premium’ (Task Force March 2010), wordt aangegeven dat de liquiditeitspremie onder normale omstandigheden een klein deel van de spread is. Onder extreme omstandigheden, zoals eind 2008 het geval was, kan de liquiditeitspremie echter sterk oplopen. In het rapport worden drie modellen gepresenteerd die momenteel in de markt worden gebruikt om de liquiditeitspremie te berekenen. Opgemerkt wordt dat een meerderheid van de leden vindt dat geen van de modellen voldoende betrouwbaar is en de modellen zeer uiteenlopende resultaten geven.

Samenvattend kunnen we concluderen dat het bestaan van een liquiditeitscomponent in de credit spread welliswaar breed erkend wordt, maar dat er nog geen methode gevonden is om deze op eenduidige wijze te kunnen vaststellen.

Een alternatief voor de credit spread is de rock-bottom spread<sup>3</sup>. Deze spread bevat alleen componenten die te maken hebben met de kans op faillissement. Liquiditeit, belastingeffecten en een risicopremie spelen hierin dus geen rol. Uit het aangehaalde literatuuronderzoek kunnen wij opmaken dat het onomstreden is dat de credit spread een overschatting inhoudt van het ‘default’ risico. De rock-bottom spread corrigeert hiervoor, maar is niet in de markt af te lezen, in tegenstelling tot de creditspread. Dit houdt in dat DNB deze zou moeten bepalen en publiceren. De bepaling van de rock-bottom spread is echter ingewikkeld en vereist diverse aannames.

#### Hoogte credit spread

In het document *Toepassing van het Financieel Toetsingskader op volledig herverzekerde Pensioenfondsen* (DNB, juni 2007) is opgenomen dat wanneer de verzekeraar een rating heeft van AA<sup>-</sup> of hoger, DNB een herverzekerd pensioenfonds toestemming kan verlenen om te rekenen met een credit spread van nul. Dit betekent dat pas vanaf een bepaald moment eisen worden gesteld aan de hoogte van de afslag en de buffer. Dit komt ons kunstmatig voor. De verzekeraars staan zelf al onder streng toezicht van DNB. Wanneer hun rating wordt verlaagd, zal ook het toezicht op hen waarschijnlijk worden aangescherpt. Daarnaast wordt dit onderscheid ook niet gemaakt voor de bepaling van het kredietrisico in het Vereist Eigen Vermogen voor andere pensioenfondsen. Het lijkt dan ook inconsistent om voor volledig herverzekerde pensioenfondsen voor het kredietrisico een onderscheid te maken tussen verzekeraars met een hogere en lagere rating.

#### Benchmark keuze voor bepaling creditspread

DNB gebruikt in principe de Fair Market Sector Curves voor Eur Finance van Bloomberg. Deze indexreeks is gebaseerd op de rate of return op euro-obligaties uitgegeven voor financiële instellingen. De reeks onderscheidt drie ratingklassen op basis van Standard & Poors: A+, A/A- en BBB+/BBB/BBB-. Welke ratingklasse voor het pensioenfonds relevant is, wordt bepaald door de credit rating van de herverzekeraar. Indien de verzekeraar geen rating heeft, dan kan de index voor BB

<sup>3</sup> Zie ook: Kredietrisico bij herverzekerde pensioenfondsen: zekerheid of schijnzekerheid?, R. van Dam en S. Wijte, Pensioenmagazine, januari 2010.



worden gebruikt. De rate of return voor de herverzekeraar kan dan worden benaderd met de waarde van de index in de overeenkomstige ratingklasse voor de duration van de pensioenverplichtingen van het fonds. De credit spread kan worden afgeleid door de benadering voor de rate of return te vergelijken met de FTK-rentetermijnstructuur. De keuze voor deze benchmarks heeft beperkingen: met ingang van 2010 zijn de benodigde gegevens voor de berekening van de A+ credit spreads niet volledig in handen van Bloomberg. De Bloomberg Fair Value Curves voor obligatieleningen (A+) met een looptijd langer dan 7 jaar zijn niet beschikbaar. De ontbrekende gegevens zijn daarom geschat op basis van Bloomberg Fair Value datapunten van AA en A- reeksen met dezelfde looptijden. Daarnaast is van belang dat de curves gebaseerd zijn op het kredietrisico van financiële instellingen en niet van een bredere benchmark. De spreads van krediet obligaties van ondernemingen uit andere sectoren vertonen een duidelijk ander karakter.

#### Duration benadering

De afslag op de vordering en de vereiste buffer op de verzekeraar mogen nog worden bepaald op basis van de duration methode. Per 1 januari 2010 mogen pensioenfondsen in de standaardtoets van het FTK echter niet meer uitgaan van deze duration benadering, maar moeten zij rekenen met verwachte kasstromen en de volledige rentetermijnstructuur. Wanneer volledig herverzekerde fondsen nog wel mogen rekenen op basis van de duration methode, is er sprake van inconsistentie in het toezicht.

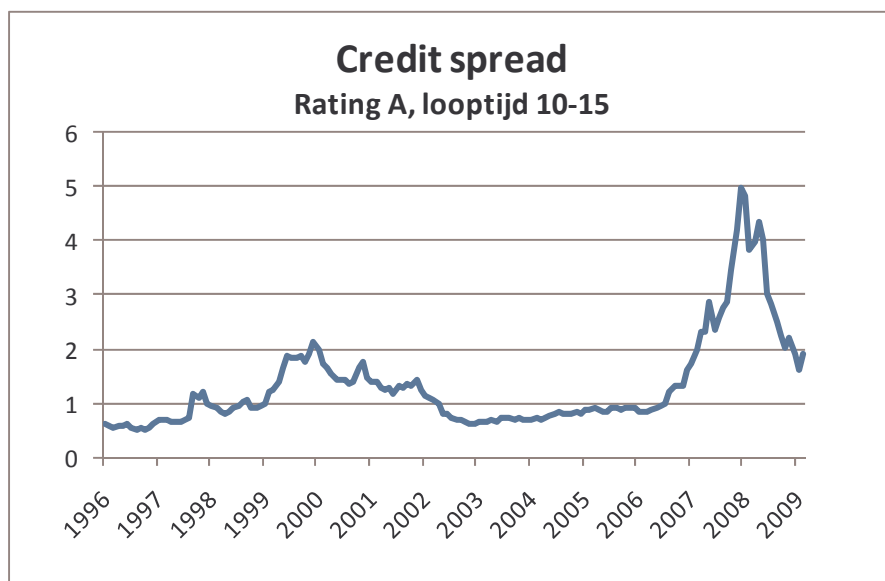
#### Schok op credit spread

Voor de bepaling van het Vereist Eigen Vermogen, moet rekening worden gehouden met een schok van 40% op de credit spread. Deze schok is gelijk aan de schok die andere pensioenfondsen moeten meerekenen, voor de bepaling van het kredietrisico in het Vereist Eigen Vermogen (S5). In het document Advies inzake onderbouwing parameters FTK (DNB, oktober 2006) staat als onderbouwing van de gehanteerde 40% voor de bepaling van S5 het volgende:

*Een relevante aanname in het scenario voor S5 is de gemiddelde kredietwaardigheid van de kredietportefeuille. In het scenario is uitgegaan van een zeer hoge kredietwaardigheid. Met een zeer hoge kredietwaardigheid van de portefeuille wordt bedoeld: alleen investment grade kredieten, overwegend AAA en AA. Indien een pensioenfonds een kredietportefeuille bezit met een gemiddeld veel lagere kredietwaardigheid dan schiet de standaardtoets te kort. Ten eerste omdat voor lagere ratings de schommelingen van de creditspread sterker kunnen zijn. Daarnaast omdat voor lagere ratings het defaultrisico dan niet verwaarloosd kan worden.*

In het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen kan DNB voor verzekeraars met een hogere kredietwaardigheid dan AA<sup>-</sup> de mogelijkheid geven de credit spread op nul te stellen. Dit houdt in dat het Vereist Eigen Vermogen alleen bepaald hoeft te worden wanneer het fonds is herverzekerd bij een verzekeraar met een lagere kredietwaardigheid. In bovenstaande tekst is opgenomen dat de standaardtoets tekortschiet voor portefeuilles met een gemiddeld lagere kredietwaardigheid. Dit zou impliceren dat de huidige schok van 40% onvoldoende is om de beoogde zekerheid te behalen.

Onderstaande grafiek geeft de ontwikkeling van de credit spreads over de afgelopen jaren weer.



Historische ontwikkeling credit spreads, rating A, looptijd 10-15. Bron: Barclays

Bovenstaande grafiek toont ook de enorme sprong in de spread ten tijde van de financiële crisis. Wanneer we kijken naar de volatiliteit van de verandering van de spread, zien we ook dat deze jaren daar sterk aan bijdragen. Dit wordt ook geïllustreerd in onderstaande tabel:

	1996-2007	1996-2009
Gemiddelde spread	1.1%	1.4%
Volatiliteit spread (stdev)	0.4%	1.1%
Gemiddelde verandering van de spread	0.09%	0.07%
Volatiliteit verandering van de spread (stdev)	0.50%	1.37%
Betrouwbaarheid schok 40%	80%	66%
Schok bij betrouwbaarheid 97.5%	94%	200%

Bovenstaande tabel toont de verschillen voor de gemiddelde spread en de veranderingen van de spread wanneer de financiële crisis wel of niet wordt meegenomen in de data. Te zien is dat de volatiliteit van de jaarlijkse veranderingen van de spread bijna drie maal zo hoog is, wanneer de financiële crisis wel wordt meegenomen.

Wanneer we veronderstellen dat de jaarlijkse verandering van de credit spreads normaal verdeeld is, zou de nu in het toezicht gehanteerde schok van 40% overeenkomen met een betrouwbaarheidsinterval van zo'n 66% op basis van historische data tot 2009. Op basis van historische data tot 2007 zou de schok van 40% passen binnen een betrouwbaarheidsinterval van 80%.

De schok van 40% is voor verzekeraars met een rating van A of lager dus in ieder geval kleiner dan zou passen bij een zekerheidsseis van 97.5%. In bovenstaande tabel wordt zichtbaar dat bij deze betrouwbaarheid een schok van 90%-200% zou passen. Het kredietrisico op één verzekeraar is zelfs nog groter dan voor een mandje kredietobligaties. Voor bepaling van het kredietrisico voor een volledig herverzekerd pensioenfonds op de verzekeraar voldoet een schok van 40% dus niet.

#### Vermenigvuldigingsfactor 0.5

De credit rating is een weergave van het kredietrisico op bedrijfsobligaties. Omdat de betalingsverplichtingen van deze obligatieleningen in de rangregeling zijn achtergesteld ten opzichte van de verzekeringsverplichtingen, zal de recovery rate voor verzekeringsverplichtingen hoger zijn dan in de credit spread is meegenomen. Om in de bepaling van de afslag en het Vereist Eigen Vermogen

rekening te houden met dit verschil, wordt de credit spread vermenigvuldigd met factor 0.5. Wanneer een verzekeraar echter in problemen dreigt te verkeren, zal op zoek worden gegaan naar een verzekeraar die deze verplichtingen wil overnemen, waarbij de rechten zo min mogelijk worden gekort. De recovery rate zal daarom naar verwachting hoog zijn. De nu gehanteerde factor van 0.5 is naar onze mening daarom aan de hoge kant.

#### Systematisch vs. specifiek risico

Verderop is in het document Advies inzake onderbouwing parameters FTK (DNB, oktober 2006) opgenomen:

*Bovendien is in de schatting van de veranderingen van de credit spread enkel uitgegaan van het systematische risico; het specifiek risico of tegenpartijrisico is niet meegenomen. Dit tegenpartijrisico speelt vooral bij (volledig) herverzekerde pensioenfondsen met één of enkele herverzekeraars als tegenpartij. Daar is immers sprake van concentratie van tegenpartijrisico.*

Bovenstaande paragraaf geeft aan dat de standaardtoets zoals deze voor alle pensioenfondsen geldt, niet voldoende toepasbaar is voor volledig herverzekerde pensioenfondsen, die slechts één tegenpartij hebben. Deze fondsen hebben te maken met specifiek tegenpartij risico. Het is echter moeilijk dit specifieke risico algemeen te kwantificeren voor alle volledig herverzekerde pensioenfondsen.

### 3. Conclusies

Door de financiële crisis is de kredietwaardigheid van veel verzekeraars gedaald. Daardoor is er bij veel herverzekerde pensioenfondsen een tekort ontstaan. Indien De Nederlandsche Bank (DNB) tot handhaving van de bestaande wetgeving zou overgaan, zou dit voor een deel van de herverzekerde pensioenfondsen leiden tot het op termijn moeten korten van de pensioenaanspraken en –rechten, hoewel de verzekeraar volledig aan zijn betalingsverplichtingen voldoet.

Het huidige toezicht maakt onderscheid tussen volledig herverzekerde pensioenfondsen en pensioenfondsen in eigen beheer en direct verzekerde regelingen. Hier lijken geen goede argumenten voor te zijn.

Door het faillissementsrisico, hebben verzekeraars hogere zekerheidseisen dan pensioenfondsen. Ondanks dat de vordering van een herverzekerd pensioenfonds in de rangregeling gelijkgesteld is aan de vorderingen van de andere polishouders, wordt er een hogere zekerheid gevraagd voor herverzekerde regelingen, door zowel de solvabiliteitseisen aan de verzekeraar als de solvabiliteitseisen aan het pensioenfonds. Deze hogere zekerheid heeft ook een prijs, in de vorm van een hogere premie.

Wanneer we kijken naar de gevolgen van het huidige toezicht, lijken deze ons ook niet wenselijk. De buffer is te laag om een eventueel verlies, mocht de verzekeraar failliet gaan, volledig op te kunnen vangen. Als de verzekeraar wel aan zijn betalingsverplichting kan voldoen, kan het pensioenfonds alsnog genoodzaakt zijn de aanspraken te korten. De verzekeraar keert op dat moment de volledige aanspraken uit aan het pensioenfonds, die zelf slechts een deel daarvan uitkeert aan de deelnemers. Het resterende deel blijft achter in het fonds, waardoor de buffer verder wordt opgebouwd en toekomstige indexaties worden betaald. Dit lijkt niet in het belang te zijn van de deelnemers.

Het huidige toezicht sluit wel aan bij het toezicht op een verzekeraar die de verplichtingen van een direct verzekerde regeling volledig herverzekert. Wanneer de solvabiliteitseisen voor volledig herverzekerde pensioenfondsen zouden worden losgelaten, ontstaat een verschil met het toezicht op deze verzekeraars. Dit verschil is echter wel verdedigbaar, door de verschillen die bestaan tussen verzekeraars en pensioenfondsen.

De bevindingen rond de technische aspecten van het huidige toezicht zijn wat ons betreft secundair aan de hoofdconclusie dat wij een afwijkende behandeling van de herverzekerde fondsen, zoals in het huidige FTK opgenomen, niet juist vinden.

Wij vinden dat er bij het vaststellen van de afslag en de vereist eigen vermogens eis geen sprake is van dubbeltelling, omdat in de afslag rekening wordt gehouden met de huidige kredietwaardigheid en in de vereiste buffer met een toekomstige verandering van de kredietwaardigheid.

Mocht de afslag van kracht blijven, dan plaatsen wij de volgende kanttekeningen bij de huidige berekeningsmethodiek van zowel de afslag als het Vereist Eigen Vermogen van het pensioenfonds:

- De credit spread bevat meer elementen dan alleen het faillissementsrisico;
- De credit spread is een weergave van het kredietrisico op bedrijfsobligaties. Deze zijn in de rangregeling echter achtergesteld ten opzichte van verzekeringsverplichtingen, waardoor de credit spread te zwaar is voor het toezicht op volledig herverzekerde pensioenfondsen;
- Er wordt een kunstmatig onderscheid gemaakt tussen verzekeraars met een AA<sup>-</sup> rating of hoger en verzekeraars met een lagere rating;
- Volledig herverzekerde fondsen mogen nog rekenen met de duration methode, waar andere fondsen dit niet meer mogen;
- De schok op de credit spread voor de bepaling van het Vermogen is historisch gezien te laag om de beoogde zekerheid te halen;
- De oorsprong van de factor 0.5 waarmee de credit spread wordt vermenigvuldigd is ons onduidelijk

en

- De gedefinieerde schok voor bepaling van het Vereist Eigen Vermogen is gebaseerd op systematisch risico, terwijl een volledig herverzekerd fonds te maken heeft met het specifieke risico op een verzekeraar.

Het gebruiken van een inschatting van het default risico zal de gehanteerde spread en daarmee het vereiste vermogen verlagen. Anderzijds zien wij dat, net als bij andere beleggingscategorieën, de schok die gehanteerd wordt eigenlijk te laag is om een betrouwbaarheid van 97.5% te suggereren.

Wij willen Antoon Pelsser bedanken voor zijn bijdrage aan dit onderzoeksproject. Verder hebben wij bij de totstandkoming van deze notitie mogen profiteren van verschillende gesprekken met experts in de pensioen- en verzekeringssector.

Rotterdam, Juni 2010  
Ortec Finance