

Rapport evaluatie Financieel Toetsingskader

1. Inleiding

In de brief aan de Tweede Kamer van 25 mei 2009 over de brede aanpak van de pensioenproblematiek in de tweede pijler heeft het kabinet aangekondigd een aantal trajecten in gang te zullen zetten om een integraal beeld van deze problematiek te krijgen. De rapporten van de commissies Parameters FTK, Toekomstbestendigheid aanvullende pensioenregelingen en Beleggingsbeleid en Risicobeheer zijn inmiddels afgerond en in de openbaarheid gebracht. Daarnaast heeft het kabinet op 4 december 2009 een brief aan de Tweede kamer verzonden over medezeggenschap en goed pensioenfondsbestuur. Dit rapport vormt de resultante van de tevens in de brief van 25 mei 2009 aangekondigde evaluatie van het Financieel Toetsingskader (FTK), die door De Nederlandsche Bank en het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid is uitgevoerd.

Doel van dit rapport is om de ervaringen met het FTK tot nu toe te evalueren en eventuele aanpassingrichtingen te schetsen. De evaluatieperiode loopt van de invoering van de Pensioenwet per 1 januari 2007 tot nu. Bij introductie voldeden vrijwel alle pensioenfondsen aan de vermogens-eisen uit het FTK. Bij slechts 7 fondsen was sprake van een reservetekort. Eind 2008 waren er echter circa 300 fondsen met een dekkingstekort en daarnaast nog circa 50 fondsen met alleen een reservetekort. De gemiddelde dekkinggraad is tussen eind 2007 en eind 2008 dan ook gedaald van 144 naar 95%. De omvang en de snelheid van deze daling geeft de uitzonderlijke ernst van de huidige financiële crisis weer. Eind 2009 vertoont de dekkinggraad herstel. Dit herstel loopt vervolgens echter enige vertraging op vanwege de opwaartse bijstelling van de levensverwachting.

Een belangrijk uitgangspunt is dat deze evaluatie is gebaseerd op de ervaringen met het huidige FTK. Daarbij wordt de bestaande praktijk als uitgangspunt genomen, waarbij per begin 2009 93,2% van de deelnemers participeert in een uitkeringsovereenkomst, waarvan 90,5% in een middelloonregeling. De evaluatie spitst zich daarom primair toe op het functioneren van het FTK in relatie tot dit type regeling. Deze evaluatie is niet bedoeld om vooruit te lopen op andersoortige contracten in de toekomst. In de kabinetsreactie op deze evaluatie en op de rapporten van de commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer en van de commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen wordt ook in een breder perspectief naar het functioneren van het FTK gekeken, mede in relatie tot de aanbevelingen van deze commissies.

Dit rapport bestaat uit drie paragrafen en een bijlage. Paragraaf 2 herhaalt de uitgangspunten van het FTK, waarna paragraaf 3 de institutionele context van pensioenfondsen schetst. Paragraaf 4 vat de belangrijkste ervaringen kort samen en 5 geeft de conclusies. De technische bijlage werkt de ervaringen gedetailleerd uit.

2. Institutionele context

Het FTK sluit aan bij de omgeving waarbinnen pensioenfondsen opereren. Hieronder wordt ingegaan op de institutionele omgeving, de verantwoordelijkheid van pensioenfonds en deelnemerbescherming en de wisselwerking met de economie en financiële markten.

Institutionele omgeving

Sociale partners hebben vrijheid in het afspreken van pensioentoezeggingen. Zij bepalen de inhoud en dus het ambitieniveau van het pensioencontract. Een toezegging moet daarbij voldoen aan de voorwaarden in de wet- en regelgeving. De Pensioenwet schrijft zo onder meer voor dat in de pensioenovereenkomst wordt opgenomen wat het karakter van deze overeenkomst is: uitkeringsovereenkomst, kapitaalovereenkomst of premieovereenkomst. Het uitvoeren van de pensioenregeling wordt ondergebracht bij een pensioenfonds (of verzekeraar). Bij pensioenfondsen domineert de rechtsvorm van een stichting waarbij het deelnemerscollectief veelal zelf deelt in het risico. Daarnaast is er ook risicodeling met de onderneming of de bedrijfstak die het pensioenfonds sponsort. Die risicodeling komt tot uitdrukking in de sturingsinstrumenten waar het pensioenfonds over beschikt. Overigens zijn die sturingsinstrumenten veelal niet contractueel vastgelegd maar wordt daarover besloten als de inzet ervan nodig is. Verder is in tegenstelling tot een bank of een verzekeraar – in de vorm van een naamloze vennootschap met externe aandeelhouders – een faillissement in juridische zin voor een pensioenfonds niet aan de orde. Als *ultimum remedium* kunnen bestaande pensioenrechten en –aanspraken worden gekort of ‘afgeschreven’ waarna het pensioenfonds blijft bestaan.

Verantwoordelijkheid pensioenfonds en deelnemerbescherming

Een pensioenfonds moet als uitvoerder van de pensioenregeling de verplichtingen die het aangaat kunnen nakomen. Dit vereist kapitaaldekking van de verplichtingen, voldoende buffers en een verantwoorde bedrijfsvoering waarbij financiële risico's ook op lange termijn worden beheerst. In een pensioenfonds komen immers vele risico's samen. Het gaat dan om financieel economische risico's en verzekeringsrisico's.

Beheerste en integere bedrijfsvoering is daarbij een kerntaak van het pensioenfonds. Het pensioenfondsbestuur heeft hierin een belangrijke fiduciaire verantwoordelijkheid: het neemt beslissingen namens de deelnemers en andere belanghebbenden. Ook na eventuele uitbesteding van deeltaken ligt de eindverantwoordelijkheid voor het uitvoeren van de regeling en het bewaken van het risicoprofiel bij het bestuur van het pensioenfonds. Goed toezicht is daarbij onontbeerlijk ter bescherming van de deelnemers. Die bescherming is gericht op het definiëren van, toezien op en handhaven van minimumeisen voor solvabiliteit. Dit is gebaseerd op de logica dat als het pensioenfonds voldoende buffers heeft het tegen een stootje kan. Solvabiliteit is daarmee de belangrijkste graadmeter voor het beperken van de kans op een dekkingstekort.

Naast solvabiliteit en een beheerste en integere bedrijfsvoering is een adequate informatieverschaffing aan de deelnemers en andere belanghebbenden essentieel. Niet alleen over de aard en hoogte van de toezeggingen, maar ook over wie welke risico's draagt bij tegenvallende omstandigheden en wie welke meevallers. Het doel van pensioentoezicht is om de toezeggingen waar te laten maken en de kans te beperken dat deelnemers achteraf worden geconfronteerd met risico's waar ze op voorhand niet op zijn geweest. De informatiebepalingen in de Pensioenwet zullen overigens op een ander moment separaat worden geëvalueerd.

Wisselwerking met de economie en financiële markten

Een van de gevolgen van voornoemd beleggingsbeleid is dat conjuncturele tegenwind de beleggingsopbrengsten dalen en de druk op de sturingsinstrumenten, bijvoorbeeld in de vorm van bijstortingen, toeneemt. Via die weg komt de volatiliteit van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds in de winst- en verliesrekening van de onderneming. Bovendien ontstaat er mogelijk een loon-premie-spiraal doordat in een conjuncturele neergang de pensioenpremie en daarmee de loonkosten omhoog gaan.

Het FTK bevat verschillende mechanismen om deze procyclische druk te verminderen. Zo dwingt het toezichtkader *an sich* pensioenfondsen niet om de risico's af te bouwen na een negatieve schok in de financiële markten. Integendeel, pensioenfondsen kunnen ten aanzien van het beleggingsbeleid altijd terug keren naar hun strategische asset allocatie, bijvoorbeeld door aandelen bij te kopen als deze sterker zijn gedaald dan andere beleggingscategorieën. Dit geldt ook in een tekortsituatie. Er is dan ook geen prikkel vanuit het FTK die fondsen er toe dwingt aandelen te verkopen na een koersdaling. Uiteraard kan een fonds daar zelf wel toe besluiten, als dat past binnen de strategie (bijvoorbeeld in het kader van een *contingent immunisation strategy*).¹ Daarnaast komt het ook voor dat pensioenfondsen vanwege liquiditeitsverplichtingen uithoofde van derivatenposities gedwongen worden om beleggingen te verkopen. Dit is een consequentie van eerdere strategische keuzes van het pensioenfonds. Desondanks moet worden bekeken of dit soort procyclische effecten door het toezichtkader zijn te voorkomen.

3. Uitgangspunten FTK

Pensioenfondsen hebben verplichtingen oplopend van een korte tot en met een zeer lange looptijd. Dit laatste stelt pensioenfondsen in staat om risico's te delen, niet alleen binnen een generatie maar ook tussen opeenvolgende generaties. Het vergroten van het risicodraagvlak door risico's te delen met toekomstige generaties heeft op voorhand een welvaartsverhogend effect, omdat het leeftijdscohorten in staat stelt om een gelijkmatiger consumptiepad over de levenscyclus te bereiken. Dit in vergelijking tot individuele regelingen. Maar het kent ook

¹ De Commissie Frijns spreekt hier over een dynamische strategie die inhoudt dat bij een dalende dekkingsgraad risico's worden afgebouwd en bij een stijgende dekkingsgraad risico's opgebouwd.

grenzen. Daarom is te allen tijde draagvlak vereist onder de belanghebbenden. Als zich in de praktijk oplopende tekorten aandienen, wordt het op enig moment voor potentiële deelnemers onaantrekkelijk om nog toe te treden. Het aanvullen van het tekort komt anders onevenredig op het bordje van nieuwe premiebetalers, die daarmee meer betalen dan voor de eigen pensioenvoorziening nodig is. Wanneer op een bepaald moment teveel omslagelementen in een kapitaaldeckingsstelsel worden gebracht, knapt het elastiek van de intergenerationele solidariteit. Daar staat tegenover dat als een pensioenfonds grote overschotten realiseert, het aantrekkelijk wordt voor sponsor en deelnemers om die rijkdom af te romen. Pensioenfondsen balanceren wat dat betreft op een evenwichtsbalk.

Uitgangspunt van de Pensioenwet is dat sociale partners de inhoud van de pensioenregeling bepalen. Het FTK moet waarborgen dat de toezeggingen die op basis van de pensioenregeling aan de deelnemers worden gedaan, ook kunnen worden nagekomen. Het FTK moet er daarom voor zorgen dat pensioenfondsen niet meer risico nemen dan ze kunnen dragen en de eventuele negatieve consequenties daarvan te veel afwentelen op toekomstige generaties. Dit is in de toekomst nog belangrijker omdat de mogelijkheid tot intergenerationele risicodeling afneemt naarmate de vergrijzing toeneemt. Enerzijds omdat een steeds groter deel van de pensioenverplichtingen naar de uitkeringsfase verschuift, waarin de mogelijkheden om de gevolgen van een financiële schok te herstellen beperkt zijn. Anderzijds omdat er steeds minder huidige en toekomstige deelnemers zijn om financiële schokken op te vangen.

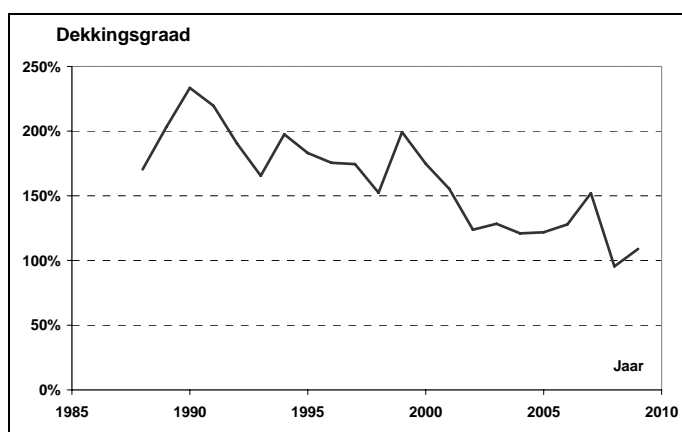
Het bewaken van het evenwicht is geen makkelijke taak. De buffers, die hiervoor essentieel zijn, hebben eigenlijk een dubbele rol. Enerzijds zijn deze in slechte tijden nodig om risico's op te vangen, anderzijds worden de buffers ook ingezet om het indexatiestreven te financieren. Die complexiteit is sterker wanneer het beleggingsbeleid in ogenschouw wordt genomen. Idealiter is het beleggingsbeleid afgestemd op de aard en omvang van de verplichtingen. Pensioenfondsen hebben echter zowel nominale verplichtingen als reële ambities en worden hierdoor geconfronteerd met een uitruil tussen het verkleinen van de *rentemismatch* (wat pleit voor een lange duration van de beleggingen) en het beheersen van inflatierisico (wat juist pleit voor een korte duration). In de praktijk worden meestal zakelijke waarden (aandelen, onroerend goed, hedge funds, private equity, infrastructuur en commodities) aan de portefeuille toegevoegd in de veronderstelling dat deze op lange termijn correleren met inflatie. Als gevolg hiervan hebben pensioenfondsen veelal een grote mismatch ten opzichte van de nominale technische voorziening die op de balans staat. Dit brengt de nodige risico's met zich mee die zich vertalen in een volatiele dekkingsgraad. Dergelijke risico's worden overigens vaak ook genomen vanuit de aanname dat de pensioenkosten afnemen door beleggingsrisico's aan te gaan. De kosten van het pensioen kunnen echter alleen worden verlaagd door minder toe te zeggen of door minder

zekerheid te bieden.² Dit neemt uiteraard niet weg dat een pensioenfonds een afweging kan maken tussen rendement en risico waarbij een evenwichtige belangenbehartiging wordt nagestreefd over de verschillende stakeholders.

Met het FTK is beoogd om systematisch inzicht te verwerven in de toereikendheid van de aanwezige financiële middelen en de wijze waarop deze zijn afgestemd op de aangegane verplichtingen. Het FTK is daartoe gebaseerd op het bevorderen van goed risicobeheer. Dit is uitgewerkt langs de volgende kernpunten:

- consistente waardering van bezittingen en verplichtingen;
- explicitering van de technische voorziening op realistisch geachte grondslagen;
- expliciteren benodigde buffer in het vereist eigen vermogen;
- stimuleren van risicoanalyse en –beheer op lange termijn;
- creëren van realistische verwachtingen door middel van consistentie tussen uitgesproken ambitie, financiering en realisatie van voorwaardelijke aanspraken (indexatie).

Deze onderwerpen komen in de praktijk van het FTK goed tot hun recht. Zo is de waardering van bezittingen en verplichtingen marktconform.³ De voorziening wordt vastgesteld op basis van de door het pensioenfonds meest realistisch geachte grondslagen waarbij onder andere rekening wordt gehouden met de verwachte verbetering in overlevingskansen (sterftetrend). De aldus geschatte uitkeringen worden gediscoteerd tegen de actuele rentetermijnstructuur om de marktconforme waarde te bepalen. Marktwaardering van de pensioenverplichtingen heeft bijvoorbeeld de geleidelijke, maar gestage daling van dekkingsgraden van pensioenfondsen sinds het begin van de jaren '90 van de vorige eeuw zichtbaar gemaakt (zie onderstaande figuur die het verloop van de nominale dekkingsgraad op marktwaarde schetst). Deze substantiële daling bleef tot de invoering van het FTK verscholen achter de systematiek van een vaste rekenrente.



² Vergelijk dit met het voorbeeld van een hypotheek. Of je als consument kiest voor een beleggingshypotheek of een spaarhypotheek verandert weliswaar het risicoprofiel, maar niet de hoogte van de hypotheek. De verwachte maandlasten zijn lager bij een beleggingshypotheek, maar de variabiliteit is hoger. Uiteindelijk bepalen de werkelijke rendementen of de hypotheek kan worden afgelost of dat er een restschuld voor de hypotheeknemer overblijft.

De omvang van de vereiste buffer is risicogeoriënteerd. Afhankelijk van de *mismatch* tussen beleggingen en onvoorwaardelijke verplichtingen neemt de eis toe- of af. Verder is de continuïteitsanalyse ingevoerd als lange termijn meetinstrument en heeft deze vele belangrijke functies gekregen zoals bij het bepalen van de indexatieverwachting, het aantonen van een consistente financiële opzet, het onderbouwen van de haalbaarheid van een herstelplan en de onderbouwing van een voorstel voor premiekorting.

4. Ervaringen met het FTK

De uitgangspunten uit paragraaf 3 zijn sinds de introductie van het FTK met succes ingevoerd. Zo onderstrepen de soms grote schommelingen in de financiële markten hoe belangrijk het is dat pensioenfondsen buffers aanhouden, waarbij de buffers zijn afgestemd op het risicoprofiel. Door middel van de solvabiliteitstoets heeft het FTK het risicobeheer binnen pensioenfondsen bevorderd, terwijl via de continuïteitsanalyse ook de financiële opzet op basis van een lange termijn perspectief in ogenschouw wordt genomen. In algemene zin heeft het instrumentarium van het huidige FTK dan ook goed gefunctioneerd. Dit neemt echter niet weg dat in de praktijk ook kanttekeningen te plaatsen zijn bij de werking van het FTK. Deze kanttekeningen, die in belangrijke mate samenhangen met de spanning tussen zekerheid en betaalbaarheid, zijn in de kern als volgt:

- Pensioenfondsen staan voor een complex vraagstuk waarbij een afweging moet worden gemaakt tussen nominale zekerheid en een reële ambitie. Zo heeft de focus op nominale zekerheid vanuit het FTK en de veelal reële ambitie van pensioenfondsen een conflicterende impact op het beleggingsbeleid;
- Verwachtingen worden niet altijd realistisch neergezet. Zo kan een pensioenfonds een hoge mate van zekerheid voor de deelnemers suggereren en tegelijkertijd risico's nemen én de premie beperken;
- Binnen het FTK is er op verschillende elementen onvoldoende sprake van evenwicht tussen rendement en risico. Zo bevat het FTK (onbedoeld) prikkels die het nemen van risico's lijken te stimuleren. Dit is gedreven door de wens om zoveel mogelijk pensioen toe te zeggen tegen zo laag mogelijke premies. Een voorbeeld is dat het nemen van risico wordt beloond bij het bepalen van de gedempte kostendeekkende premie en bij het opstellen van herstelplannen. Door te rekenen met relatief hoge rendementsaannames wordt de kans op tegenvallers vergroot;
- De aangegane risico's leiden ertoe dat de dekkingsgraden van pensioenfondsen sterk schommelen. In de praktijk draagt marktwaardering in combinatie met de door

³ Fondsen zijn voor het waarden van complexe beleggingsproducten veelal afhankelijk van externe partijen.

pensioenfondsen gekozen financiële opzet bij aan de volatiliteit in dekkingsgraden. Dit kan leiden tot volatiele beleidsreacties;

- Tekortkomingen in de standaardbenadering voor het berekenen van het vereist eigen vermogen stellen het FTK onvoldoende in staat om de gewenste mate van zekerheid te waarborgen. Grosso modo zijn deze tekortkomingen te herleiden naar twee oorzaken, namelijk een te lage kalibratie van risico's en het ontbreken van bepaalde risico's in de standaardbenadering.

Deze knelpunten worden in de technische bijlage in detail uitgewerkt. Voor deze knelpunten zijn meerdere oplossingsrichtingen aanwezig, die tevens in de technische bijlage worden geadresseerd. In de volgende paragraaf staat een korte samenvatting van die oplossingsrichtingen.

5. Conclusies

In de vorige paragraaf en in de technische bijlage wordt een viertal hoofdknelpunten in het FTK geadresseerd. Per knelpunt zijn meerdere oplossingsrichtingen denkbaar. Deze paragraaf geeft een overzicht van de behandelde knelpunten, de oplossingsrichtingen en de mogelijke implicaties van deze voorstellen.

(i) Voor het verminderen van het spanningsveld tussen reële ambitie en nominale zekerheid zijn op hoofdlijnen twee oplossingsrichtingen mogelijk. Een is de informatievoorziening aan de deelnemers over de indexatiekwaliteit verbeteren. Dit kan door pensioenfondsen te verplichten om de reële dekkingsgraad te publiceren en door in de informatievoorziening nadruk te leggen op de indexatie in “slecht weer” scenario's op de financiële markten of door een onvoorziene toename in de levensverwachting. Voordeel is dat deze oplossingsrichtingen in principe niet gepaard gaan met additionele kosten en relatief simpel in zijn te voeren. Nadeel is dat deze oplossingsrichtingen wellicht onvoldoende zijn om het probleem te ondervangen. Een aanvullende maatregel is daarom om de financiering van pensioenfondsen die hun indexatieambitie hebben gekoppeld aan inflatie of loongroei minder afhankelijk te maken van toekomstige rendementen. Dit kan door het koppelen van de premiekortingsgrens aan een reële dekkingsgraad van 100 procent of door het verplichten van een “harde” financieringsbron in de vorm van een opslag op de premie voor indexatie, waarbij vóóraf verwachtingen over de hoogte daarvan worden gecommuniceerd. Dit laatste zal initieel gepaard gaan met een hogere premie, doordat de financieringskosten niet langer naar de toekomst mogen worden doorgeschoven.

(ii) Het verbeteren van het evenwicht tussen rendement en risico komt op meerdere plaatsen terug in het FTK. Een belangrijk uitgangspunt is dat het beleggingsbeleid van het pensioenfonds een afspiegeling vormt van de inhoud van het pensioencontract, de gewenste mate van

(intergenerationele) risicodeling en risicoaversie van deelnemers. Het FTK bevat momenteel onbedoelde prikkels die pensioenfondsen echter aanzetten tot een hoog risicoprofiel. Een voorbeeld daarvan is de rol van de parameters FTK bij het herstelplan, waarbij het gemiddelde herstelpad hoger komt te liggen naarmate vóóraf hogere verwachte rendementen worden ingeboekt, zonder dat de grotere neerwaartse risico's van vóóraf hoger ingeboekte rendementen in voldoende mate hoeven te worden meegwogen. Die prikkels moeten waar mogelijk worden geëlimineerd. In concreto kan daartoe de continuïteitsanalyse worden uitgebreid met voorgeschreven "slecht weer" scenario's om een groter risicobewustzijn bij pensioenfondsbesturen en deelnemers te creëren. Pensioenfondsen moeten vervolgens op basis hiervan een financieel noodscenario (*contingency plan*) opstellen. Hierin staat vermeld hoe het fonds handelt in een "slecht weer" scenario. Dit draagt niet alleen bij aan het vergroten van het risicobewustzijn maar ook aan het verder reduceren van procyclisch gedrag. Verder kunnen de prikkels worden gereduceerd door in de berekening van kostendeckende premies niet langer onzekere risicopremies toe te staan. De hiermee gepaard gaande initiële premiestijging belooft 1,9 miljard euro (zie bijlage 3). Hoewel het effect op lange termijn gemeten neutraal is, kan er wel een lastenverschuiving tussen generaties optreden doordat de financiering ten opzichte van de huidige situatie naar voren wordt gehaald.

(iii) Omggaan met volatiliteit en marktwaardering kan worden verbeterd door het beleid van pensioenfondsen en/of toezichthouder te stabiliseren of door de registratie van de financiële positie te stabiliseren. Ten aanzien van beleidsstabilisatie kunnen pensioenfondsen worden gestimuleerd om indexatie- en premiebeslissingen te baseren op de gemiddelde dekkingsgraad, althans binnen de voorwaarden van de wet (in bijlage 1 is een voorbeeld opgenomen). Daarnaast kan in het toezichtkader een wachttijd worden geïntroduceerd voor de indiening van herstelplannen bij een financieel-economische schok die (vrijwel) alle pensioenfondsen raakt. Indien de daling van de dekkingsgraad wordt veroorzaakt door fondsspecifieke aanleidingen zou echter geen wachttijd moeten gelden. Deze oplossing kan eventueel verder worden verfijnd door de wachttijd voor indiening van een herstelplan afhankelijk te maken van de dekkingsgraad ("alarmfase-model"). Voordeel van zo'n model is dat gedurende de wachttijd de dekkingsgraad niet te ver mag wegzakken, vóórdat een herstelplan moet worden ingediend. Nadeel is dat de dekkingsgraad, waarbij dan nog wel op korte termijn een herstelplan zou moeten worden ingediend, expliciet naar beneden wordt bijgesteld ten opzichte van de huidige minimale dekkingsdraad uit het FTK van ongeveer 105%.

Een alternatieve oplossing voor beleidsstabilisatie is het middelen van de rente. Rentemiddeling over een korte periode van bijvoorbeeld drie maanden kan al leiden tot een aanzienlijke reductie in volatiliteit (afhankelijk van de periode waarover de volatiliteit wordt gemeten). Ook rentemiddeling over een beperkte periode betekent echter een principiële breuk

met het uitgangspunt van marktwaardering in het FTK. De hantering van een wachttijd kent dat nadeel niet, terwijl hetzelfde effect wordt bewerkstelligd, namelijk dat pensioenfondsen niet meer gedwongen zijn om in een situatie waarin slechts gedurende een korte periode sprake is van een dekkingstekort een herstelplan in te dienen, dat achteraf gezien niet nodig was.

(iv) Om de toereikendheid van de buffers te vergroten is het wenselijk om de parameters in de solvabiliteitstoets opnieuw te kalibreren (zie bijlage 2 voor een gevoeligheidsanalyse). Daar waar mogelijk kan de standaardtoets worden uitgebreid met een opslag voor liquiditeitsrisico's, concentratierisico's, operationele risico's en risico's uithoofde van actief vermogensbeheer. Deze risico's zijn echter moeilijk te standaardiseren. Daarom is het ook nodig om meer gebruik te maken van (gedeeltelijke) interne modellen om fondsspecifieke en complexe risico's te modelleren die niet in het standaardmodel passen. Voor fondsen die niet in staat zijn een dergelijk adequaat risicobeheer op te tuigen kan het nemen van betreffende risico's worden beperkt. Daarnaast kan nadere invulling worden gegeven aan de regels voor beheerste en integere bedrijfsvoering. In de Pensioenwet is voor wat betreft de formulering van het begrip beheerste en integere bedrijfsvoering aansluiting gezocht bij de Wft, zonder daar echter nadere uitwerking aan te geven in lagere regelgeving. Om tot nadere uitwerking te komen kunnen bijvoorbeeld de regels van beheerste en integere bedrijfsvoering voor beleggingsondernemingen waar mogelijk van toepassing worden verklaard op danwel worden overgenomen voor pensioenfondsen. Tot slot kan een twee-pijlerstructuur worden geïntroduceerd waarbij de toezichthouder op basis van een dialoog met de instelling specifiek op een individueel fonds toegesneden solvabiliteitseisen kan opleggen in de tweede pijler.

Technische appendix bij evaluatie FTK

A.1 Inleiding

Het FTK kent in beginsel goede uitgangspunten. Tegelijkertijd is er in de achterliggende periode een aantal knelpunten in de uitwerking aan het licht gekomen. Deze knelpunten worden onder vier thema's geschaard, te weten: (i) het spanningsveld tussen nominale zekerheid en reële ambities, (ii) het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico, (iii) hoe om te gaan met volatiliteit en marktwaardering en (iv) de toereikendheid van solvabiliteit en schokbestendigheid van de buffers. De volgende paragrafen analyseren deze onderwerpen en schetsen mogelijke oplossingsrichtingen. De bijlagen schetsen de mogelijke impact van sommige wijzigingsvoorstellen.

A.1 Spanning tussen nominale zekerheid en reële ambitie

Pensioenfondsen staan voor het ingewikkelde vraagstuk om een afweging te maken tussen nominale zekerheid en een reële ambitie. Indexatie is voor pensioenen van groot belang, aangezien de consequenties van het niet of slechts in beperkte mate indexeren van pensioenaanspraken fors oplopen. Mocht een pensioenfonds bijvoorbeeld gedurende 15 jaar slechts in staat zijn om de helft van de prijsinflatie (verondersteld op 2 procent) te kunnen indexeren, dan leidt dit tot circa 13 procent minder pensioenopbouw. Dit percentage varieert onder andere met de leeftijd van de deelnemer. Voor een 50-jarige komt de opbouw circa 18 procent lager uit en voor een 25-jarige 8 procent lager. Gezien het grote belang van indexatie voor de koopkrachtbehoud van gepensioneerden en de pensioenopbouw van actieven en slapers is het niet verwonderlijk dat de meeste pensioenfondsen een reële ambitie hebben. Zo laat tabel 1 zien dat in 2008 91,5 procent van de pensioenfondsen conform de indeling van de indexatiematrix een beleid had geformuleerd gericht op indexatieverlening. Verder valt het voorwaardelijke karakter van indexatieverlening op, aangezien meer dan 75 procent van de pensioenfondsen heeft gekozen voor een voorwaardelijke toezegging. In de achterliggende periode is echter naar voren gekomen dat er sprake blijkt te zijn van een spanningsveld tussen de financiële eisen van het FTK, die vooral gericht zijn op het waarborgen van onvoorwaardelijke aanspraken, en de ambitie van pensioenfondsen om voorwaardelijke toezeggingen te realiseren. Deze paragraaf gaat verder in op dit spanningsveld.

Uitgangspunt van het FTK is dat toezeggingen moeten worden nagekomen. Voor de invulling hiervan maakt het FTK onderscheid tussen voorwaardelijke en onvoorwaardelijke toezeggingen. Deze tweedeling valt in de praktijk samen met het onderscheid tussen nominale opgebouwde aanspraken (inclusief toegekende indexaties) enerzijds en toekomstige indexaties anderzijds. Het FTK bevat harde restricties ten aanzien van de onvoorwaardelijke verplichtingen, namelijk volledige kapitaaldekking en de solvabiliteitseis. Deze restricties gelden niet voor de voorwaardelijke toezeggingen aangezien hier sprake is van een inspanningsverplichting in plaats

van een resultaatverplichting. Deze inspanningsverplichting wordt getoetst aan de hand van de zogeheten consistentie-eis, die voorschrijft dat er een consistent geheel dient te zijn tussen gewekte verwachtingen, de financiering en de realisatie van voorwaardelijke toeslagen. In de praktijk komt dit er op neer dat de financiële opzet zodanig moet zijn dat tenminste 70% van de indexatieambitie wordt ingevuld.⁴

TABEL 1 INDEXATIEAMBITIE DEELNEMERS MIDDELLOONREGELING PRIMO 2008

Omschrijving toeslagenmatrix	Code	Aantal pensioenfondsen (%)	Aantal deelnemers (%)
Geen toezegging	A	5,4	3,5
Geen beleid	B	3,1	6,8
Voorwaardelijke toezegging niet gekoppeld aan ex-ante maatstaf	C	5,1	3,2
Voorwaardelijke toezegging gekoppeld aan ex-ante maatstaf	D	71,1	85,0
Combinatie voorwaardelijk en onvoorwaardelijk	E	3,1	0,2
Onvoorwaardelijk	F	12,2	1,3

Bron: De Nederlandsche Bank

Spagaat in beleggingsbeleid

Bovenstaande tweedeling brengt pensioenfondsen in een spagaat wat betreft hun beleggingsbeleid. Zo is er enerzijds een stimulans om het renterisico af te dekken door middel van langlopende obligaties en derivaten (veelal *interest rate swaps*). Hierbij staan pensioenfondsen wel voor de keuze om dit in reële of nominale termen te verrichten. In de praktijk bestaan de technische voorzieningen van veel pensioenfondsen uit nominale aanspraken, waardoor er vanuit het FTK een stimulans is om het renterisico in nominale termen af te dekken. Echter, het afdekken van het nominale renterisico resulteert niet automatisch in een betere bescherming in reële termen (zie kader 1). De focus op nominale zekerheid vanuit het FTK en de reële ambitie van pensioenfondsen kunnen dus een conflicterende impact op het beleggingsbeleid hebben.

Op een andere manier leidt dit in het huidige FTK ook tot een aandachtspunt. Zo is het renterisico in de solvabiliteitstoets (S1 in het standaardmodel) momenteel gebaseerd op een verandering in de nominale rente, waardoor het feitelijke renterisico van pensioenfondsen die beleggen in inflatiebeschermende producten, zoals *inflation linked bonds*, niet goed wordt weergegeven. Immers, bij deze producten is niet zozeer de nominale rente maar vooral de reële rente relevant, waardoor deze producten anders reageren op een renteschok in nominale termen. Het toevoegen van een nieuwe categorie aan het standaardmodel ten behoeve van het reële renterisico ondervangt dit probleem.

⁴ Hierbij wordt gerekend vanuit het vereiste eigen vermogen (en niet vanuit de feitelijke dekkingsgraad). Onderdeel van de consistentietoets is ook dat het fonds aantoonbaar is om in maximaal 15 jaar te herstellen van het minimaal vereiste eigen vermogen (105% dekking) naar het vereiste eigen vermogen.

Kader 1: Het tegengestelde effect van een inflatieschok op de nominale en reële dekkingsgraad

De nominale dekkingsgraad wordt bij inflatieschok via zowel de bezittingen als de verplichtingen beïnvloed. Een hogere inflatie(verwachting) leidt tot een hogere nominale rente, wat gunstig is voor de nominale dekkingsgraad aangezien de marktwaarde van de nominale verplichtingen hierdoor daalt. Anderzijds leidt een hogere nominale rente tot een lagere waardering van de vastrentende beleggingen, wat een negatief effect heeft op de nominale dekkingsgraad. Aangezien de verplichtingen van pensioenfondsen doorgaans een hogere rentegevoeligheid hebben dan de vastrentende bezittingen, leidt een hogere inflatie tot een verbetering van de nominale dekkingsgraad. Echter, ervan uitgaande dat inflatie geen effect heeft op de reële rente, leidt een hogere inflatie(verwachting) niet tot een andere marktwaarde van de reële verplichtingen. De reële dekkingsgraad wordt, in dit geval, door een inflatiestijging uitsluitend beïnvloed via een waardedaling van de nominale bezittingen. In tegenstelling tot de nominale dekkingsgraad, verslechtert de reële dekkingsgraad dus als de inflatie toeneemt. Een rekenvoorbeeld kan de effecten van een inflatieschok verhelderen.

In dit voorbeeld wordt aangenomen dat inflatieveranderingen één-op-één doorwerken in de nominale rente, waardoor de reële rente ongevoelig is voor inflatie. Daarnaast wordt aangenomen dat het reële aandelenvermogen ongevoelig is voor inflatie. Het belegd vermogen van het standaard pensioenfonds bestaat voor de helft uit vastrentende waarden en voor de helft uit aandelen en de initiële dekkingsgraad is 140% nominaal (wat gelijk staat aan 100% reëel). De gemiddelde looptijd van de vastrentende waarden is 5 jaar en van de verplichtingen 15 jaar. Uitgaande van deze veronderstellingen leidt een permanente inflatieschok van 1 procentpunt tot een stijging van de nominale dekkingsgraad van iets meer dan 20 procentpunten. De reële dekkingsgraad laat echter een daling zien van circa 2,5 procentpunten.

Een fonds kan besluiten om het renterisico te verkleinen door de rentegevoeligheid van de beleggingen op te voeren. Door middel van derivaten en obligaties met een lange looptijd kan de rentegevoeligheid van de beleggingen gelijk worden gesteld aan die van de verplichtingen, waardoor de nominale dekkingsgraad ongevoelig is voor inflatiemutaties. De volatiliteit van de reële dekkingsgraad daarentegen, neemt in dit geval toe. Immers, een inflatieschok van 1 procentpunt leidt, onder de geschetste aannames, tot een daling in de reële dekkingsgraad van 100 procent naar 85 procent. Het afdekken van het nominale renterisico wordt in reële termen dus niet beloond, aangezien dit leidt tot meer volatiliteit in de reële dekkingsgraad.

Onzekerheid voorwaardelijke indexering

Daarnaast is het voorwaardelijke karakter van de indexatieverlening tijdens de huidige crisis benadrukt toen bleek dat pensioenfondsen mogelijk voor een periode van vele jaren niet in staat zouden zijn tot indexeren. Deze onzekerheid omtrent indexatieverlening conflicteert mogelijk met de verwachtingen van de pensioendeelnemers, die op basis van het verleden en de ambitieuze indexatiedoelstellingen van pensioenfondsen veelal veronderstellen dat indexatie de facto onvoorwaardelijk is. De onzekerheid aangaande indexering komt voornamelijk door de financieringswijze van de beoogde indexatieverlening. Vanwege het hoge prijskaartje van de indexatieambitie kiezen veel pensioenfondsen in de praktijk immers voor een financiering in de vorm van in de toekomst te behalen rendementen.

TABEL 2 INDEXATIEFINANCIERING

Omschrijving toeslagenmatrix	Code	Aantal pensioenfondsen (%)	Aantal deelnemers (%)
Overrendement	D1	64,7	40,8
Opslag op premie	D2	8,2	0,4
Premiegarantie werkgever	D3	2,4	0,0
Bestemmingsreserve	D4	1,4	0,0
Vrijwillige technische voorziening	D5	1,4	0,0
Combinatie	D6	21,9	58,8

Bron: De Nederlandsche Bank, het betreft hier middelloonregeling met voorwaardelijke toezegging gekoppeld aan een ex-ante maatstaf per primo 2008.

Tabel 2 rapporteert de gekozen financieringsmethodiek voor voorwaardelijke indexatietoezeggingen die gekoppeld zijn aan een ex-ante maatstaf (veelal de loongroei of de inflatie). Het blijkt dat 64,7 procent van de pensioenfondsen kiest voor financiering uit overrendement (D1).⁵ Opvallend is dat pensioenfondsen nauwelijks gebruik maken van financiering via opslag op premie (D2), premiegarantie werkgever (D3), bestemmingsreserve (D4) of vrijwillige technische voorzieningen (D5). De afhankelijkheid van overrendement maakt de werkelijke mate waarin pensioenfondsen in staat zijn om te indexeren onzeker. De beleggingsresultaten fluctueren immers van jaar op jaar. In de praktijk is de financiering van voorwaardelijke indexatie dus nauwelijks afkomstig uit “harde” financieringsbronnen. Omdat tegelijkertijd relatief hoge verwachtingen over de indexatie kunnen worden gewekt, kan het pensioen lager uitvallen dan veel deelnemers op voorhand voor ogen hadden. Om deze discrepantie te verkleinen zijn op hoofdlijnen twee oplossingsrichtingen denkbaar. Enerzijds door de onzekerheden rond indexatie aan de deelnemers te communiceren. Anderzijds door de financiering van voorwaardelijke indexatie te versterken, wanneer op voorhand relatief hoge verwachtingen over de hoogte daarvan zijn gewekt, bijvoorbeeld in die gevallen dat indexatietoezegging is gekoppeld aan een ex-ante maatstaf. Beide worden hieronder toegelicht.

Richting meer reële zekerheid: communicatie

Om de verwachtingen van deelnemers over een zeker en waarde- of welvaartsvast pensioen beter in overeenstemming te brengen met de onzekere financiering daarvan zijn verschillende oplossingsrichtingen denkbaar. Momenteel zijn pensioenfondsen alleen verplicht om de nominale dekkingsgraad te rapporteren. Echter, in een stelsel waar de indexatieambitie een belangrijke rol speelt biedt het rapporteren van een schatting van de reële dekkingsgraad een belangrijke toegevoegde waarde binnen het toezichttraamwerk.⁶ Als indicator biedt de reële dekkingsgraad

⁵ Aangezien in de categorie “Combinatie (D6)” ook gedeeltelijk gebruik wordt gemaakt van financiering uit overrendement kan er zelfs worden geconstateerd dat de voorwaardelijke toeslagverlening voor bijna alle pensioendeelnemers (deels) afkomstig is uit overrendement.

⁶ Een reële dekkingsgraad kan bijvoorbeeld worden bepaald door de verplichtingen jaarlijks te laten stijgen met het ambitieniveau ten aanzien van het indexatiebeleid.

immers een goed zicht op de financiële positie van een pensioenfonds. Het geeft aan in welke mate waarde- en welvaarts vaste pensioenen zijn gedekt door activa. Dit is belangrijk aangezien de reële dekkingsgraad op deze manier de consequenties van een oplopende inflatie snel zichtbaar maakt, terwijl deze pas met vertraging doorwerken in de nominale dekkingsgraad.

Pensioenfondsen kunnen daarom worden verplicht om naast de nominale dekkingsgraad ook de reële dekkingsgraad op regelmatige basis extern te rapporteren.

Daarnaast zouden, in aanvulling op de stochastische continuïteitsanalyse, de uitkomsten van een voorgeschreven “slecht weer” scenario een prominentere rol bij de communicatie kunnen vervullen. Dit voorgeschreven “slecht weer” scenario kan door DNB worden bepaald, zodat alle pensioenfondsen op basis van dezelfde uitgangspunten een berekening maken. Het scenario kan worden afgeleid uit een bepaald percentiel van de betreffende kansverdeling. Het verschil in verwachte indexatieverlening tussen dit “slecht weer” scenario en het basispad uit de continuïteitsanalyse geeft vervolgens voor de deelnemers op relatief eenvoudige wijze de onzekerheid omtrent voorwaardelijke indexatieverlening weer. Deze onzekerheid kan bijvoorbeeld inzichtelijk worden gemaakt door jaarlijks niet alleen het te bereiken pensioen op het UPO weer te geven, uitgaande van volledige indexatie, maar in aanvulling daarop ook het te bereiken pensioen op basis van het voorgeschreven “slecht weer” scenario, wanneer indexatie wellicht langere tijd achterwege moet blijven. Het verschil tussen het te bereiken pensioen in een gemiddeld en in een “slecht weer” scenario zal kleiner zijn voor fondsen die gebruik maken van “harde” financieringsbronnen ten opzichte van fondsen die kiezen voor financiering uit verwachte rendementen. Door deelnemers op deze manier te informeren over de verwachte indexatieverlening in een ongunstig toekomstscenario krijgen ze meer inzicht in de (on)zekerheid omtrent hun voorwaardelijke indexatieverlening en de gevolgen voor de pensioenopbouw van actieve deelnemers en slapers. Dit principe wordt overigens al beoogd met het huidige toeslagenlabel, maar komt hier wellicht nog onvoldoende tot uitdrukking.

Richting meer reële zekerheid: financiering

Naast betere communicatie kan aan de financieringskant meer zekerheid worden bewerkstelligd. Bijvoorbeeld door het verplichten van een “harde” financieringsbron voor indexatie zoals een opslag op de kostendeckende premie (D2) of door het niet langer toestaan van volledige financiering uit overrendement (D1). Een dergelijke eis kan worden beperkt tot vormen van voorwaardelijke indexatie, die gekoppeld zijn aan een externe maatstaf, zoals lonen, prijzen of een vaste maatstaf. Door hantering van een dergelijke maatstaf worden immers op voorhand verwachtingen over de toekenning en de hoogte van de indexatie gewekt. Hierbij moet worden bedacht dat vooral dit voorstel initieel gepaard gaat met hogere kosten, wat dan overigens wel inherent is aan de geambieerde indexatie. Verder kan een reële dekkingsgraad van 100 procent door fondsen worden gebruikt als additioneel ijkpunt in het kader van premiekorting. In dat geval

kan er pas sprake zijn van premiekorting indien ook de in de toekomst geambieerde indexaties volledig zijn afgefinancierd.

Een andere oplossing is om in het geval van voorwaardelijke indexatie de hantering van een ex-ante maatstaf te ontmoedigen. Er blijven dan voor pensioenfondsen slechts twee smaken over. Voorwaardelijke indexatie, waarbij vooraf geen verwachtingen richting de deelnemers mogen worden gewekt (categorie A / B uit de indexatiematrix) en (on)voorwaardelijke indexatie, die conform de huidige regels steviger afgefinancierd moet zijn. In het eerste geval besluit het bestuur vervolgens jaarlijks (ex-post) of een toeslag wordt verleend, waarbij rekening wordt gehouden met de financiële positie van het pensioenfonds. Tevens is een tussenoplossing denkbaar bij voorwaardelijke indexatie. In dit geval dient een pensioenfonds niet alleen het ambitieniveau richting de deelnemers te communiceren, maar ook de kans dat deze ambitie wordt behaald. Deze kans kan worden bepaald aan de hand van de continuïteitsanalyse of de hierboven genoemde stresstest.

A.2 Het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico

Het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico komt op verschillende onderdelen van het FTK terug. Zo bevat het FTK een aantal prikkels dat het aangaan van risico's onbedoeld stimuleert. De onderliggende oorzaak is dat hogere rendementsaannames zich vertalen in directe 'voordelen', terwijl de lasten in termen van grotere neerwaartse risico's onvoldoende in beeld komen. Op die manier ontstaat de situatie dat pensioenfondsen zich op papier vanzelf kunnen 'financieren' door meer risico's aan te gaan. Deze systematiek heeft het pensioenstelsel kwetsbaar gemaakt voor tegenvallers. Immers als de rendementen niet worden gerealiseerd ontstaat eerder een tekort in de financiering en/of worden verwachtingen van deelnemers niet waargemaakt. Dit staat op gespannen voet met het onvoorwaardelijke karakter van de opgebouwde pensioenaanspraken en -rechten. Het is daarom aan te bevelen om de rol van toekomstige onzekere overrendementen binnen verschillende onderdelen van het FTK te heroverwegen. Zo is het vanuit prudentieel perspectief rationeler om risicopremies te beschouwen als een vergoeding voor het hogere blootgestelde risico en deze niet langer op voorhand in te rekenen, maar pas als ze daadwerkelijk zijn gerealiseerd. Hiermee stijgt de kostprijs van het pensioen niet structureel, omdat deze kostprijs wordt bepaald door de ex-post realisatie en niet door de ex-ante rendementsaannames. Ook de verwachtingen omtrent de indexatie en herstelcapaciteit worden op die wijze realistischer. Het evenwicht tussen rendement en risico raakt de berekening van de gedempte kostendekkende premie, de continuïteitsanalyse en herstelplannen.⁷ Hieronder worden deze toegelicht.

⁷ Ook voor de financiering van voorwaardelijke toezeggingen kunnen onzekere risicopremies ex-ante worden aangewend. Dit is echter al behandeld in paragraaf 2.1.

De problematiek speelt als eerste bij de **gedempte kostendeekkende premie** op basis van het verwachte rendement op de beleggingen. Feitelijk worden hierbij alleen de voordelen meegenomen (hogere verwachte rendement) en niet de nadelen (hogere kans op onvoldoende financiering). Om de inconsistentie te ondervangen stelt de wet een additionele voorwaarde aan het disconteren tegen het verwachte rendement, namelijk dat deze op lange termijn niet mag afwijken van de gemiddelde realisatie. Het is op voorhand echter niet te toetsen of aan deze voorwaarde is voldaan, omdat het gerealiseerde rendement per definitie onzeker is. Toetsing achteraf kan wel, maar de consequenties gekoppeld aan het niet halen van deze voorwaarde zijn niet duidelijk. Zo is het de vraag of fondsen eventuele premietekorten, die het gevolg zijn van rendementen die achterblijven bij hetgeen vooraf is aangenomen, *met terugwerkende kracht* moeten inhalen door extra financiering. Een ander nadeel van premiedemping is dat nieuwe pensioenaanspraken niet kostendeekkend worden ingekocht. Dit leidt ertoe dat wordt ingeteerd op de dekkingsgraad. Een mogelijke oplossing hiervoor is te streven naar een eenduidig begrip van de kostendeekkende premie waarin onzekere, nog niet gerealiseerde risicopremies géén rol spelen (zie bijlage 3 voor een impactstudie). Overigens zou het voor pensioenfondsen wel mogelijk moeten blijven om de premie te stabiliseren tegen een vaste rentevoet maar niet tegen hogere verwachte risicopremies.⁸

Een tweede onderdeel waar prikkels tot het nemen van risico's een rol spelen is binnen de **continuïteitsanalyse en herstelplannen**. Zo ligt de nadruk bij de beoordeling van herstelplannen op het basispad van de continuïteitsanalyse.⁹ Wanneer wordt gerekend met een risicovolle beleggingsmix komt wel het hogere verwachte rendement tot uitdrukking in een sneller stijgend basispad, maar blijven de grotere neerwaartse risico's buiten beeld. Althans die spelen bij de beoordeling van het herstelplan geen formele rol.¹⁰ Het gevolg van de focus op het gemiddelde pad is dat naarmate de ingerekende rendementsverwachtingen hoger zijn, het ex-ante veronderstelde beroep op alternatieve maatregelen beperkt blijft. Dit betekent dat noodzakelijke maatregelen mogelijk te lang vooruit worden geschoven. In een reservetekortsituatie hebben fondsen 15 jaar om vermogensbuffers opnieuw op te bouwen, waardoor hogere gemodelleerde rendementsverwachtingen gedurende de lange tijd van 15 jaar (cumulatief) doorwerken. De 'prijs' van beleggingsrisico's in termen van een hoger vereist eigen vermogen wordt relatief minder sterk gevoeld, omdat dit pas na 15 jaar bereikt hoeft te worden. Het is daarom de vraag of

⁸ Er zijn dus twee vormen van "demping". Een is de demping van de volatiliteit en twee is het dempen van de hoogte. Een vaste disconteringsvoet van bijvoorbeeld 3 of 4% die in praktijk veel voorkomen is een voorbeeld van het eerste. Disconteringsvoeten van 6% zijn een voorbeeld van het tweede hebben als consequentie dat de financiering deels naar achteren verschuift en daarmee uiteindelijk toch weer tot premievolatiliteit kan leiden.

⁹ De toelichting op het besluit FTK (artikel 16) stelt: "het langetermijnherstelplan ... neemt het meest waarschijnlijke pad (ook wel genoemd het 'basispad') als uitgangspunt."

¹⁰ Hierbij is het van belang op te merken dat derivaten bij de focus op het basispad alleen worden meegenomen zoals ze in dat scenario worden gewaardeerd. De impact van derivaten in de staartscenario's valt hierdoor binnen het herstelplan dus buiten beschouwing. Een eenvoudige oplossing hiervoor is om een schaduwberekening te maken op

er van een hersteltermijn van 15 jaar voldoende prikkels uit gaan om te sturen op risico. Aanbevolen wordt om te onderzoeken welke hersteltermijnen de juiste prikkels aan pensioenfondsen geven tot het ondernemen van (noodzakelijke) maatregelen.

Een aanvullende optie is om de stochastische continuïteitsanalyses in het FTK aan te vullen met (voorgeschreven) “slecht weer” scenario’s. Stress scenario’s nemen de spreiding in uitkomsten nadrukkelijk mee, waardoor ze expliciet de aandacht vragen voor de gevoeligheid van de financiële positie van een pensioenfonds in “slecht weer” scenario’s. Als onderdeel hiervan kan ook de standaarddeviatie van de volatiliteit in de dekkingsgraad als indicator worden voorgeschreven. Door fondsspecifiek na te denken over stress scenario’s, en daarin de totale financiële opzet van het pensioenfonds te betrekken, ontstaat een groter risicobewustzijn bij fondsbestuurders en wordt tevens meer aandacht besteed aan de lange termijn koers van pensioenfondsen onder “slecht weer” omstandigheden.

Hierbij kan tevens worden overwogen om pensioenfondsen, naast de continuïteitsanalyse, ook een financieel noodscenario (*contingency plan*) te laten opnemen in de Abtn. Het doel van een dergelijk financieel noodscenario is dat een pensioenfonds de staartrisico’s goed op het netvlies heeft en reeds in een vroeg stadium is voorbereid op de mogelijkheid van het inzetten van noodmaatregelen. Onderdeel van de noodmaatregelen kan zijn het korten van aanspraken en rechten. Inzicht in de mogelijke consequenties van risico’s is daarbij essentieel voor de beslissing nú om deze risico’s al of niet te nemen. Door verder de beleidsreacties in stresssituaties te analyseren kan vroegtijdig het mogelijke spanningsveld tussen ‘willen’ en ‘kunnen’ naar boven komen. Een instelling kan in bepaalde omstandigheden haar beleid wel willen bijstellen, bijvoorbeeld door premieverhoging, maar is dit ook haalbaar met het oog op de concurrentiepositie van de onderneming en de intergenerationele solidariteit? Het draagvlak voor bijvoorbeeld het afwentelen van lasten of kruislingse subsidiëring, is niet onbegrensd. Het realiteitsgehalte van het beleid kan dus op deze manier worden beoordeeld. Het noodscenario komt neer op de taak om vooruit te denken aan de hand van een slecht weer scenario. Nu zal een crisis in de praktijk altijd anders uitpakken dus het beleid in het noodscenario is daarmee niet in beton gegoten. Er is altijd ruimte voor een discretionaire aanpak die past bij de aard van de crisis en de situatie op dat moment. De gevolgen van een financieel noodscenario kunnen in de informatievoorziening aan de deelnemers worden meegenomen om het risicobewustzijn te vergroten.

A.3 Hoe om te gaan met volatiliteit en marktwaardering

De aangegeven risico’s in combinatie met marktwaardering leiden ertoe dat de dekkingsgraden van pensioenfondsen sterk schommelen. Deze volatiliteit resulteert in een hogere

basis van een scenario met negatieve risicopremies op zakelijke waarden. Een dergelijke stress test kan worden gekalibreerd op bijvoorbeeld het 10%-percentiel uit een stochastische analyse.

pensioenonzekerheid. Als oorzaak wordt veelal gewezen op de impact van marktwaardering, aangezien de volatiliteit van de financiële markten zich op deze manier direct naar de balans van het pensioenfonds vertaalt. De noodzakelijke nuancering hierbij is dat het fonds geen lijdend voorwerp is van de financiële markten, maar zelf via het beleggingsbeleid haar risicoprofiel instelt. Marktwaardering is daarbij het meetinstrument dat werkt op basis van de meest actuele en objectieve informatie. Het uitgangspunt is dat de disconteringscurve voor gegarandeerde pensioenverplichtingen dient te worden afgeleid van beleggingsinstrumenten gekenmerkt door geen of slechts een verwaarloosbaar kredietrisico. Immers, het uitgangspunt is dat de onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen met een hoge mate van zekerheid kunnen worden nagekomen. In diep liquide markten levert deze aanpak geen systematische afwijkingen op. In de praktijk is meestal aan deze voorwaarde voldaan.

Desondanks lijkt de dekkingsgraadvolatiliteit pensioenfonds te dwingen om te sturen op korte termijn schommelingen in de financiële markten. Naast een beter risicobeheer bij pensioenfonds zelf is het mogelijk dit probleem op drie manieren te verminderen. Ten eerste door het stabiliseren van beleidsreacties van pensioenfonds en/of de toezichthouder. Ten tweede kunnen pensioenfonds dit bewerkstelligen door meer te sturen op basis van lange termijn analyses. En ten derde, zoals door een enkele externe partij naar voren gebracht, door de waardering van de verplichtingen te baseren op een voortschrijdend gemiddelde van de rente.

Beleidsstabilisatie

In een poging om de volatiliteit te reduceren kunnen pensioenfonds overwegen om een beleidsstabilisator toe te passen. Zo is het indexatie- en premiebeleid momenteel gebaseerd op staffels waarbij de actuele dekkingsgraad op enig moment als vertrekpunt wordt genomen. Om de afhankelijkheid van een dergelijke puntmeting te verminderen kunnen pensioenfonds hun indexatie- en premiebeleid baseren op een gestabiliseerde dekkingsgraad in plaats van op de actuele waarden.¹¹ Hoewel dit binnen het huidige kader al mogelijk is, maken pensioenfonds daar (nog) nauwelijks gebruik van. Het hanteren van een gemiddelde dekkingsgraad als basis voor de indexatiestafel is uitgewerkt in een voorbeeld in bijlage 1. Daarnaast heeft ook de staffel zelf als middelingsinstrument betekenis. Zo heeft een minder scherpe hellingshoek van de indexatie- of premiestafel automatisch een dempend effect op de volatiliteit. Een staffel die van 105 tot 125% dekking loopt, leidt tot een volatieler indexatiebeleid dan een staffel die bijvoorbeeld van 105 tot 150% loopt.

Daarnaast is het mogelijk dat de toezichthouder beleidsreacties stabiliseert door de inzet van het beleidsinstrumentarium minder op dagkoersen te baseren. Een van de elementen die minder volatiel kan, is het vaststellen van een tekortsituatie, dat nu gebeurt op basis van een

¹¹ Dit is alleen mogelijk indien de gestabiliseerde dekkingsgraad zich boven de wettelijke eisen hiervoor zou bevinden. Immers, bij een dekkingstekort is het wenselijk om het feitelijke tekort en het oplossen daarvan leidend te doen zijn.

moment in de tijd. Het is echter ook mogelijk om pas van een tekort te spreken als een fonds enige tijd onder de wettelijke grens opereert.¹² Hierdoor kan eventuele overshooting (dan wel undershooting) in marktprijzen wat normaliseren alvorens tot het opstellen van een herstelplan wordt overgegaan. Dit heeft echter als nadeel dat het achteraf moeilijk uit te leggen is dat de constatering van een tekort – en daarmee het nemen van maatregelen – enige tijd is uitgesteld als zich gedurende die wachtperiode een verdere verslechtering optreedt. Wat dat betreft kan ook een ‘alarmfase-model’ worden bedacht, waarbij de wachttijd voor indiening van een herstelplan afhankelijk wordt gemaakt van de dekkingsgraad. Nadeel is dat de dekkingsgraad, waarbij dan nog wel op korte termijn een herstelplan zou moeten worden ingediend, expliciet naar beneden wordt bijgesteld ten opzichte van de huidige minimale dekkingsgraad uit het FTK van ongeveer 105%. Een aanvullende maatregel is dat het pensioenfonds van tevoren in de ABTN vastlegt hoe het zal handelen als een tekort optreedt en dat dit automatisch wordt geïmplementeerd als zich een tekort voordoet. Eventuele aanvullende maatregelen kunnen vervolgens in een herstelplan worden uitgewerkt. Hiervoor kan dan enige tijd worden genomen.

Bij het in acht nemen van enige wachttijd voordat herstelmaatregelen worden getroffen, kan een onderscheid worden gemaakt tussen de situatie dat (vrijwel) alle fondsen in tekort geraken of dat het alleen een specifiek pensioenfonds betreft. In het laatstgenoemde geval wordt geen wachttijd geboden, omdat onderdekking blijkbaar het gevolg is van het slechte presteren van dat specifieke fonds en niet van de algemene financieel-economische situatie.

Het voordeel van beleidsstabilisatie is dat de beleidsbeslissingen niet één-op-één de veranderingen in de financiële positie ‘op dagbasis’ hoeven te volgen. Daarnaast vergt dit geen (of slechts een beperkte) aanpassing van het FTK.¹³ Het stabiliseren van beleidsbeslissingen vergt echter een grote discipline van het pensioenfondsbestuur. Met name in tijden dat de dekkingsgraad verbetert, is het aantrekkelijk om de overschotten snel uit te gaan geven. Dit terwijl dan juist extra buffers moeten worden opgebouwd om de volgende neergang op te vangen. Een ander nadeel van beleidsstabilisatie is dat het gevaar bestaat dat te laat wordt bijgestuurd.

Overigens houdt het huidige toezichtkader op verschillende punten al rekening met de ongewenste consequenties van volatiliteit. Om bijvoorbeeld te voorkomen dat pensioenpremies door marktvloeden te sterk fluctueren wordt het pensioenfonds mogelijk gemaakt om de kostendeekkende premie te dempen.¹⁴ Daarnaast wordt gewezen op het onlangs uitgewerkte

¹² Dit kan dan zijn gemiddeld genomen over een bepaalde periode of een aaneengesloten periode onder de wettelijke normen. Voor herstel wordt een dergelijke mate van middeling momenteel al door DNB gehanteerd. Een pensioenfonds moet hiervoor immers drie kwartalen achter elkaar over een dekkingsgraad beschikken boven het vereiste niveau.

¹³ Voor het toezicht is waarschijnlijk wel een aanpassing nodig omdat daar bepaalde termijnen vastliggen.

¹⁴ In artikel 4 van het besluit FTK staat vermeld dat een pensioenfonds met het oog op demping van de premie mag uitgaan van (i) een voortschrijdend gemiddelde van de rente of de rendementen met een maximumperiode van 10 jaar, (ii) of vastgestelde verwachte waarde van het toekomstige rendement.

voorschrift voor het korten van pensioenrechten.¹⁵ Hierin is een wachttijd van maximaal één jaar opgenomen voor het uitvoeren van een eventuele kortingsmaatregel. Deze wachttijd is specifiek opgenomen om overhaaste beslissingen op grond van een volatiele grondslag te vermijden.

Focus op lange termijn analyse

Ten einde het ‘sturen op dagkoersen’ te verminderen kunnen pensioenfondsen tevens overwegen om meer te gaan sturen op basis van lange termijn analyses, zoals de continuïteitsanalyse. Lange termijn analyses verschaffen inzicht in de kracht van de sturingsmechanismen en de kwetsbaarheden van een pensioenfonds, in het bijzonder de gevoeligheid van een fonds voor veranderende economische omstandigheden. In aanvulling op de dekkingsgraad en de solvabiliteitstoets geeft de continuïteitsanalyse zicht op de totale financiële opzet en het gehanteerde beleid van een fonds en de impact van beleidswijzigingen op verschillende tijdhorizonten. Een dergelijke analyse sluit aan bij het lange termijn karakter van pensioenvoorzieningen waarbij meer nadruk ligt op de reële ambitie. De keerzijde van een continuïteitsanalyse is wel dat deze een subjectief karakter kent en gevoelig is voor parameter- en modelrisico’s.

Om overmatig optimisme te voorkomen en goed risicobeheer verder te bevorderen zijn daarom additionele normen nodig voor het opstellen en beoordelen van continuïteitsanalyse. Zo is het verdergaand standaardiseren van het gebruik van parameters (bijvoorbeeld met betrekking tot volatiliteit en (auto)correlaties) een voorbeeld. Het voorschrijven van stress scenario’s een andere. Daarnaast is het wenselijk om een oordeel te vormen over de vraag wanneer de financiële opzet structureel voldoet aan de eisen van het vereist eigen vermogen. Tot slot is het belangrijk dat het pensioenfondsbestuur meer betrokken raakt bij het proces rondom de continuïteitsanalyse. Momenteel blijkt de continuïteitsanalyse in de praktijk (nog) als een technische exercitie te worden beschouwd, waardoor het bestuur hierin te passief is. Deels komt dit door de stochastiek waar men aan moet wennen. Ten einde meer betrokkenheid bij pensioenfondsbesturen te creëren wordt overwogen om voorgeschreven scenario’s die het beleid in negatieve scenario’s illustreren in de continuïteitsanalyse te incorporeren. Deze stress tests zijn concreet en leven waarschijnlijk meer bij een bestuur dan stochastische uitkomsten. Daarnaast moet het pensioenfondsbestuur tekenen voor de continuïteitsanalyse.

Rentemiddeling¹⁶

¹⁵ Zie artikel 6a in de regeling Pensioenwet.

¹⁶ Een alternatief is om in de continuïteitsanalyse rekening te houden met enige mate van mean reversion in de rente in de toekomst. Dit heeft als voordeel dat het vooruitkijkend is en betere onderbouwing kent van theoretische modellen à la Vasicek en Cox, Ingersoll en Ross. Het nadeel van deze aanpak is dat dan model- en parameteronzekerheid een rol gaan spelen bij de modellering van renteontwikkelingen, zoals het evenwichtsniveau van de rente op lange termijn en de snelheid van terugkeer naar het gemiddelde. Als de rente onder het lange termijn evenwichtsniveau ligt zal uit de continuïteitsanalyse een automatisch herstel naar voren komen.

Een andere manier om de volatiliteit in dekkingsgraden te verminderen, zoals genoemd door enkele externe partijen, is het stabiliseren van de financiële positie door het middelen van de rente. Bij rentemiddeling wordt bedoeld op het minder beweeglijk maken van de disconteringsvoet van de verplichtingen door deze over een historische periode te middelen. Het principe van marktwaardering wordt dan de facto losgelaten.¹⁷

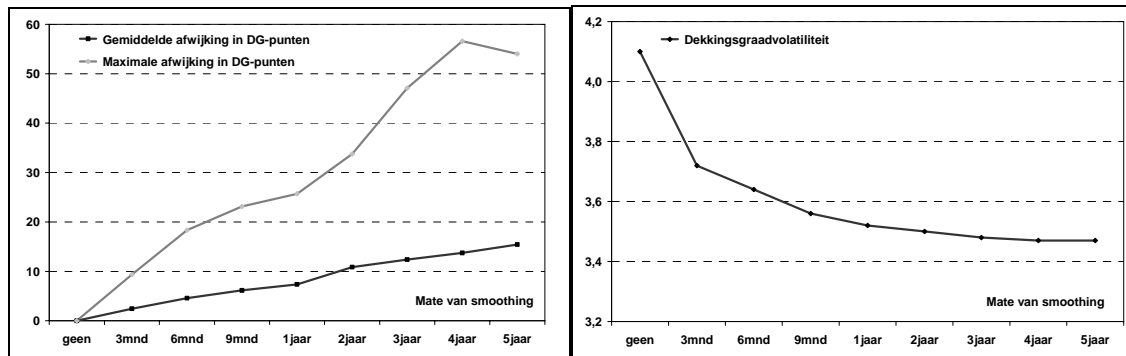
Het belangrijkste voordeel van rentemiddeling is een vermindering van de dekkingsgraadvolatiliteit. Daarnaast kunnen pensioenfondsen zich meer richten op de lange termijn strategie en worden minder afgeleid door de managementaandacht die de dagelijkse ruis in de financiële positie nu lijkt op te eisen. Echter, aan het toepassen van rentemiddeling kleven ook nadelen. Zo ontstaan verkeerde beleidsreacties bij een keerpunt in een trend.¹⁸ Als bijvoorbeeld de werkelijke dekkingsgraad begint te dalen, kan de dekkingsgraad op basis van de gemiddelde rente nog doorstijgen waardoor het beleid pas in een later stadium hierop kan worden aangepast. Daarnaast worden pensioenfondsen die hun risicobeheer op orde hebben op achterstand gezet, aangezien bestaande hedges op basis van swaps (tijdelijk) worden benadeeld.

Een essentieel onderdeel van rentemiddeling is de keuze van de periode waarover de rente wordt gladgestreken. Figuur 1 (linkergrafiek) toont de standaarddeviatie van de maandelijkse fluctuaties in de dekkingsgraad bij verschillende perioden van rentemiddeling. Hieruit blijkt dat de grootste relatieve reductie in volatiliteit wordt bereikt door de rente over een korte periode te middelen. Zo vermindert rentemiddeling over een periode van 3 maanden de maandelijkse dekkingsgraadvolatiliteit van 4,1 naar 3,7 procentpunt. Tevens toont figuur 1 (rechtergrafiek) aan dat de gemiddelde en maximale afwijking tussen de werkelijke dekkingsgraad en de dekkingsgraad op basis van een gemiddelde rente bij een korte middelingsperiode nog beperkt blijft. Verder blijkt dat het steeds verder verlengen van de periode waarover wordt gemiddeld in afnemende mate leidt tot een verdere vermindering van de dekkingsgraadvolatiliteit. Tegelijkertijd blijft echter wel de gemiddelde en maximale afwijking tussen de werkelijke dekkingsgraad en de dekkingsgraad op basis van gemiddelde rente stijgen, terwijl tevens de kans op verkeerde signalen toeneemt. De dalende volatiliteit van een oplopende middelingsperiode gaat dus gepaard met een versnelde vermindering van de nauwkeurigheid. De balans die moet worden gezocht is vermindering van eventueel ongewenste korte termijn volatiliteit (ruis) ten opzichte van het verlies van een goed zicht op structurele ontwikkelingen en de urgentie van eventuele beleidsmaatregelen.

¹⁷ Een pensioenfonds kan nog steeds worden gevraagd om de dekkingsgraad ook te bepalen op basis van de actuele marktrente.

¹⁸ Bijkomend nadeel hiervan is dat het bestuur van een pensioenfonds mogelijk asymmetrisch beleid gaat vertonen. Immers, naast de dekkingsgraad op basis van een voortschrijdend gemiddelde zal het bestuur ook blijven kijken naar de dekkingsgraad op marktwaarde. Als de gemiddelde dekkingsgraad onder de dekkingsgraad op marktwaarde ligt kan dit een prikkel vormen om de laatste leidend te laten zijn bij beslissingen en vice versa. Door steeds het maximum van beide dekkingsgraden te kiezen kan het fonds zich rijk rekenen.

FIGUUR 1 AFWIJING EN MAANDELIJKSE DEKKINGSGRAADVOLATILITEIT



Bron: De Nederlandsche Bank; De maandelijkse dekkingsgraad is geschat op basis van de gerapporteerde dekkingsgraden op jaar- en kwartaalbasis. Deze gerapporteerde dekkingsgraden zijn vervolgens aangepast met fluctuaties in de lange rente voor de verplichtingen en de vastrentende waarden en rendementen op de MSCI World Index voor aandelen, 1994- medio 2009.

Swapmarkt

Als additionele bron van volatiliteit wordt door enkele externe partijen gewezen op de rol van de swapcurve. Pensioenfondsen gebruiken in de bepaling van hun technische voorzieningen de door DNB maandelijks gepubliceerde FTK rentetermijnstructuur. Deze rentetermijnstructuur wordt op grond van het besluit FTK bepaald aan de hand van de rentecurve voor Europese interbancaire swaps (IRS).¹⁹ Deze rentecurve is nagenoeg risicovrij en doorgaans in hoge mate liquide, ook voor contracten met zeer lange looptijden. Er zijn in theorie ook andere curves mogelijk die aan deze voorwaarden voldoen. Met name de ECB AAA-curve komt in aanmerking.²⁰

Pensioenfondsen de mogelijkheid geven om, na goedkeuring DNB, een andere curve te gebruiken heeft als nadeel dat de vergelijkbaarheid tussen pensioenfondsen onderling lastiger wordt en de administratieve lasten toenemen. Verder bestaat het risico dat pensioenfondsen geen bestendige gedragslijn zullen volgen en deze ruimte gaan gebruiken om steeds een pleidooi te houden voor de meest gunstige curve. Bovendien zijn swaps, zeker voor lange looptijden, veel makkelijker beschikbaar dan bijvoorbeeld AAA-staatsobligaties, waardoor het voor pensioenfondsen efficiënter is om het renterisico af te dekken in de swapmarkt.

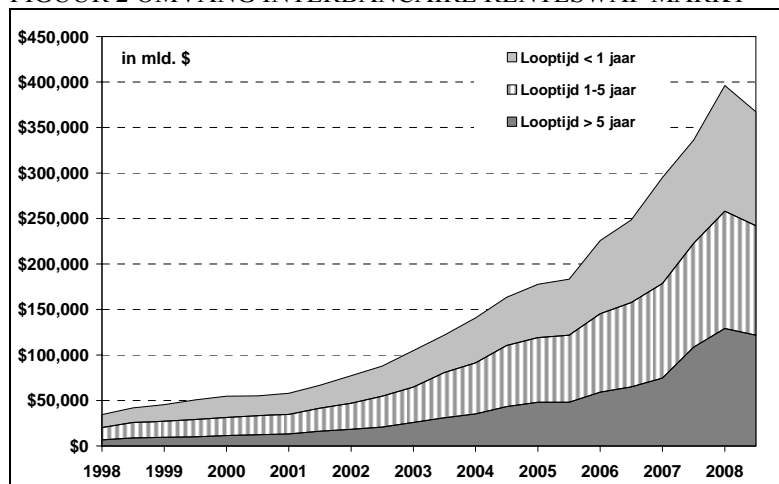
De regelgeving biedt DNB de mogelijkheid om de rentetermijnstructuur te corrigeren voor vertekeningen indien deze zich voordoen. Een belangrijk argument voor de keuze voor de swapcurve bij de totstandkoming van het FTK was dat de swapmarkt doorgaans meer liquide is dan de markt voor staatspapier. Dit argument heeft door de sterke groei van de swapmarkt in de laatste jaren aan kracht gewonnen (zie figuur 2). In het vierde kwartaal van 2008 ontstond er onrust onder pensioenfondsen toen de lange rente niet alleen sterk daalde, maar ook meer volatiliteit ging vertonen. Naar aanleiding van deze uitzonderlijke volatiliteit van de lange

¹⁹ Zie besluit FTK artikel 2.2.

²⁰ Het AG stelt verder voor om partijen die een afwijkende curve willen hanteren dat zouden kunnen doen, zolang ze hun keuze kunnen onderbouwen op basis van een “comply-or-explain” aanpak. Deze partijen dienen formele goedkeuring te ontvangen van de toezichthouder.

swaprentes met een looptijd van 15 jaar en langer heeft DNB op 18 december 2008 aangegeven de ontwikkelingen ten aanzien van de swapcurve te monitoren voor mogelijke vertekeningen. Omdat deze vertekeningen aan het einde van december duidelijk waren afgenomen heeft DNB de rentetermijnstructuur per ultimo 2008 gepubliceerd zonder op deze curve correcties toe te passen.²¹ Door de beperktere omvang van de markt voor overheidsobligaties zijn eventuele schaarste-effecten potentieel groter in die markt dan in de swapmarkt.

FIGUUR 2 OMVANG INTERBANCAIRE RENTESWAP MARKT



Bron: Bank for International Settlements (BIS)

Naar aanleiding van de gebeurtenissen in december 2008 kan worden overwogen om deze beleidsvrijheid te benutten door duidelijker op voorhand te communiceren dat DNB de rentetermijnstructuur kan corrigeren voor vertekeningen in de swapcurve indien deze zich zouden voordoen.²² Het voordeel daarvan is de ex-ante wetenschap bij marktpartijen dat DNB de ontwikkelingen nauwkeurig volgt en waakzaam is op volatiele bewegingen en extreme afwijkingen. Vooral bij de vaststelling van de eindejaarscurve kan deze maatregel veel onrust wegnemen, aangezien in verband met de jaarverslaggeving en de toezichtrapportages de FTK rentetermijnstructuur voor de maand december van groot belang is. Om willekeur, en overmatige druk vanuit de sector, te voorkomen is het zaak om het oordeel of sprake is van een vertekening te baseren op de mate van liquiditeit.²³

Waardering beleggingen

²¹ Het Actuarieel Genootschap (AG) heeft onlangs een rapport uitgebracht over de gewenste rentetermijnstructuur voor pensioenfondsen. Het AG komt hierin tot de conclusie dat de juiste curve niet bestaat en dat afhankelijk van marktomstandigheden de staats-, swap- of een andere curve (mits deze risicovrij, goed observeerbaar, verhandelbaar en robuust is) het beste kan voldoen. In het rapport beveelt AG een *comply or explain* beleid aan, waarbij de toezichthouder deze curves periodiek aan bovenstaande criteria toetst.

²² In de praktijk kan hier vorm aan worden gegeven door dit actiever op het DNB Open Boek te communiceren.

²³ Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een minimaal vereiste mate van liquiditeit. Dit kan bepaald worden aan de hand van transactievolumes of bid-ask spreads.

Bij de bepaling van de waarde van de beleggingen wordt marktwaardering gebruikt. Relatief eenvoudig zijn beleggingen te waarderen die op een reguliere markt worden verhandeld. Waardering heeft dan plaats op basis van de op die markt laatstelijk tot stand gekomen transactieprijs. Niet in alle gevallen is er echter een objectief waarneembare marktwaarde. Dergelijke beleggingen waarvoor geen marktwaarde beschikbaar is brengen additionele risico's met zich mee die moeilijk zijn te beheersen. Aan de waardering van beleggingen zonder direct waarneembare marktwaarde kan daarom nader invulling worden gegeven. Als de marktwaarde niet beschikbaar is, moeten bijvoorbeeld de koersen van vergelijkbare financiële instrumenten als referentiepunt worden gebruikt. Daarbij rekening houdend met correcties voor verschillen tussen die instrumenten en de te waarderen belegging. Indien ook deze vergelijkbare instrumenten ontbreken, wordt overgegaan op waardering op basis van een model. Dit model dient dan te zijn gebaseerd op algemeen aanvaarde economische uitgangspunten. Zoals die van replicatie en het ontbreken van arbitragevoordelen. Daarbij gebruikte veronderstellingen en schattingen moeten overeenstemmen met wat uit algemene marktprijzen valt af te leiden.

A.4 Toereikendheid van solvabiliteit en schokbestendigheid buffers

Binnen het raamwerk van het FTK dienen onvoorwaardelijke toezeggingen met een hoge mate van zekerheid door het pensioenfonds te worden veiliggesteld. Deze mate van zekerheid wordt gewaarborgd via een risicogebaseerde vaststelling van de hoogte van het eigen vermogen dat een fonds moet aanhouden, het vereist eigen vermogen. De afgelopen jaren is echter geconstateerd dat de volatiliteit van het eigen vermogen in de praktijk aanmerkelijk hoger ligt dan de volatiliteit waar vanuit wordt gegaan bij de bepaling van het vereist eigen vermogen. Het uitgangspunt van het FTK is dat met een ex-ante zekerheid van 97,5 procent wordt voorkomen dat een pensioenfonds binnen een periode van één jaar over minder waarden beschikt dan de hoogte van de technische voorzieningen.²⁴ Voor het gemiddelde pensioenfonds leidt de solvabiliteitstoets tot een vereiste dekkinggraad van 123 procent (zie bijlage 2). Bij een vereist eigen vermogen van 23 procent (van de technische voorzieningen) voor een standaard pensioenfonds hoort een impliciete standaarddeviatie van de verandering in het eigen vermogen van $23 / 1,96 \approx 12,0$ procentpunt op jaarbasis.

Tabel 3 toont echter dat de gemiddelde volatiliteit van het eigen vermogen over de afgelopen twee jaar geen 12 procentpunt, maar 23 procentpunt heeft bedragen. Deze onderschatting van de gemiddelde volatiliteit van het eigen vermogen geldt voor zowel ondernemingspensioenfondsen (OP), bedrijfstakpensioenfondsen (BTPF) als beroepspensioenfondsen (BP). Deels is dit toe te schrijven aan de ernst van de huidige crisis. Zo verloren veel pensioenfondsen in 2008 een bedrag anderhalf tot twee keer groter dan de omvang

²⁴ Het vereist eigen vermogen heeft betrekking op een dekkinggraad van 100%. Er wordt van een dekkingstekort gesproken als de dekkinggraad lager is dan 105%.

van hun vereiste buffer. Dit heeft niet alleen te maken met de ernst van de crisis, maar ook met enkele lacunes in de standaardbenadering voor het berekenen van het vereist eigen vermogen.

TABEL 3 MUTATIES EIGEN VERMOGEN PENSIOENFONDSEN

	2007K2	2007K3	2007K4	2008K1	2008K2	2008K3	2008K4	2009K1	Stdev Kwartaal	Stdev jaar
OP	10%	-3%	-4%	-12%	3%	-14%	-21%	-4%	10%	20%
BTPF	11%	-1%	-6%	-11%	4%	-15%	-28%	-4%	12%	24%
BPF	16%	-21%	-17%	-15%	1%	-18%	-25%	-4%	14%	27%
Totaal	11%	-2%	-6%	-12%	4%	-15%	-26%	-4%	11%	23%

Bron: De Nederlandsche Bank

Momenteel hanteren alle pensioenfondsen de standaardbenadering bij het berekenen van het vereist eigen vermogen. De achterliggende periode heeft echter zichtbaar gemaakt dat deze benadering de risico's onderschat terwijl bepaalde andere risico's niet aan bod komen. Hierdoor blijkt het FTK in de praktijk niet in staat om de gewenste mate van zekerheid voldoende te waarborgen. Ten einde het bij de introductie van het FTK beoogde niveau van pensioenzekerheid beter te kunnen waarborgen dienen deze tekortkomingen in de berekening van het vereist eigen vermogen te worden weggenomen. Grosso modo zijn deze tekortkomingen te herleiden naar twee hoofdoorzaken, namelijk de huidige kalibratie van risico's en de reflectie van risico's.

TABEL 4 GROOTSTE JAARLIJKSE DALINGEN MSCI AANDELENINDEX SINDS 1970

Daling MSCI		
Jaar	Wereldaandelenindex	Oorzaak
2008	-39%	Kredietcrisis
2002	-33%	Dotcom crisis
1990	-28%	Eerste Golfoorlog
1974	-26%	Oliecrisis
<i>FTK Schok</i>	<i>-25%</i>	<i>Gebaseerd op 97,5%</i>

Bron: Datastream, MSCI

Standaardbenadering: kalibratie van risico's

De huidige kalibratie van risico's in het standaardmodel is gebaseerd op een daling van de waarde per beleggingscategorie die hoort bij het 97,5 procent percentiel.²⁵ Om de huidige kalibratie van de risicoparameters te toetsen analyseren we empirische gegevens. Zo toont tabel 4 een overzicht van de grootste jaarlijkse dalingen van de toonaangevende MSCI Wereldaandelenindex. Sinds 1970 heeft deze index 4 keer een tuimeling meegemaakt die groter is dan de 25 procent daling waar het FTK op is gestoeld. Twee van deze gebeurtenissen vonden plaats in de afgelopen 7 jaar.

²⁵ Zie artikel 24 van de Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling.

De frequentie van dergelijke omvangrijke schokken is dus hoger dan op basis van de 97,5 procent zekerheidsmaat en een (log)normale verdeling mag worden verwacht.

Naast de frequentie van bovenstaande schokken is ook de omvang van een dergelijke schok van belang. Zo heeft het jaar 2008 benadrukt dat het tevens belangrijk is om rekening te houden met de omvang van extreme uitkomsten in de staart van de kansverdeling. Tabel 5 vergelijkt de omvang van de schokken voor verschillende beleggingscategorieën zoals weergegeven in de solvabiliteitstoets van het FTK met de werkelijke realisatie in 2008. Hieruit blijkt dat de gerealiseerde schokken gedurende de crisis voor veel beleggingscategorieën omvangrijker waren dan de schokken vastgesteld in het FTK. Het verdient daarom aanbeveling de parameters in de solvabiliteitstoets opnieuw vast te stellen (zie bijlage 2 voor een eerste gevoeligheidsanalyse). Conform het advies van de Commissie Parameters kan daarbij tevens de indeling naar beleggingscategorieën opnieuw onder de loop worden genomen.²⁶

TABEL 5 OMVANG SCHOKKEN SOLVABILITEITSTOETS IN HET FTK EN GEDURENDE 2008

Zakelijke waarden	Omvang schok FTK	Realisatie indices	Credit spread 10 jrs punt	Omvang schok FTK	Realisatie indices
Mature markets	-25%	-40%	A+	40%	249%
Emerging markets	-35%	-52%	A/A-	40%	162%
Private equity *	-30%	-62%	BBB	40%	496%
Indirect vastgoed	-25%	-46%	euro financial t.o.v. swap		
Direct vastgoed**	-15%	3%	Curve daling	Omvang schok FTK	Realisatie indices
Commodities	-30%	-46%		23%	27%
* DJPE index	**ROZ/IPD index		gemiddeld over curve		

Bron: De Nederlandsche Bank, Datastream

Standaardbenadering: reflectie van risico's

Daarnaast zijn bepaalde risico's niet of niet afdoende in beeld bij de berekening van het vereist eigen vermogen, waardoor dit een onderschatting geeft van de werkelijke risico's. Zo zijn de waarden voor liquiditeitsrisico, concentratierisico en operationeel risico binnen de standaardbenadering wel benoemd, maar voorsnog op nul gesteld, onder de veronderstelling dat deze risicofactoren op het moment van schrijven van de Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling niet substantieel waren voor pensioenfondsen. Ervaringen uit de crisis laten echter zien dat genoemde risico's wel degelijk materieel kunnen zijn en dat daarom een opslag voor deze risico's in de solvabiliteitstoets te overwegen is. Zo hebben zich eind 2008 bij een aantal pensioenfondsen liquiditeitsrisico's gemanifesteerd, doordat uithoofde van *margin calls* op derivatenposities en/of het doorrollen van valutacontracten behoefte ontstond aan liquiditeiten waaraan de fondsen niet zonder meer konden voldoen. Verder deden zich via

blootstelling aan portefeuilles met alternatieve beleggingen (bijvoorbeeld *collateralized debt obligations*) ook voorbeelden van concentratierisico's voor. Ten einde het concentratierisico te limiteren is het mogelijk om expliciete limieten in te voeren. Te denken valt bijvoorbeeld aan een soort grote postenregeling, vergelijkbaar met die in het bankwezen, waardoor zicht ontstaat op naamconcentraties (en deze tevens beperkt worden). Daarnaast besteden pensioenfondsen tegenwoordig een groot deel van hun beleggingen uit, waar operationele risico's aan verbonden zijn. Operationele risico's kleven ook aan illiquide, non-transparante beleggingen zoals direct vastgoed (fraude- en integriteitsrisico's).²⁷

Naast genoemde risico's is geconstateerd dat potentiële verliezen als gevolg van actief beheer groot kunnen zijn. In een zoektocht naar additioneel rendement gaan pensioenfondsen actieve risico's aan, waarmee geen rekening wordt gehouden in de standaardbenadering.²⁸ Tot slot is gebleken dat pensioenfondsen tevens bloot staan aan beduidende herfinancieringsrisico's, die momenteel niet in de standaardbenadering worden meegenomen. Het herfinancieringsrisico is veelal een gevolg van het feit dat de vehikels waarin wordt belegd de door hen aangegane leningen moeten herfinancieren. Voorbeelden van beleggingen waarbij veel vreemd vermogen wordt aangetrokken zijn onroerend goed, hedge funds en op indirecte wijze private equity. Ten einde de genoemde risico's beter te adresseren kan eveneens worden overwogen om meer aandacht te besteden aan een nadere invulling van het *prudent person* principe (bijvoorbeeld nadere voorschriften opstellen rondom veiligheid, kwaliteit en liquiditeit van de beleggingen). Verder is het standaardmodel niet goed in staat om de risico's van innovatieve producten en alternatieve beleggingen te incorporeren. Voor een adequate behandeling van deze fondsspecifieke risico's kan een (gedeeltelijk) intern model wellicht beter geschikt zijn.

Verder wordt hier opgemerkt dat het in de praktijk onduidelijk is of de berekening van het vereist eigen vermogen gebaseerd is op de strategische beleggingsmix of op de feitelijke mix. Het lijkt echter logisch om het vereist eigen vermogen te baseren op het strategische beleggingsbeleid. Het onderstaande voorbeeld in kader 2 maakt dit duidelijk.

²⁶ Een ander vraagstuk, namelijk de consistentie in de behandeling van het rendement op vastrentende waarden en de toekomstige rentetermijnstructuur voor de disconteringsvoet van de verplichtingen, komt aan bod in bijlage 4.

²⁷ Een andere constatering met betrekking tot de standaardbenadering is dat de methode om het kredietrisico te kwantificeren onvoldoende aansluit bij de waargenomen risico's. Zo wordt het kredietrisico alleen meegenomen via *spread risk* op basis van investment-grade kredieten. Overwogen kan worden om in de kalibratie van het kredietrisico rekening te houden met beleggingen in sub investment-grade kredieten en tevens om het deelrisico *default risk* zwaarder mee te wegen.

²⁸ Denk hierbij aan tactische afwijkingen van de strategische benchmark, long/short strategieën en het gebruik van leverage.

Kader 2: voorbeeld vereist eigen vermogen, strategisch of feitelijk

Stel een pensioenfonds heeft een strategische beleggingsmix van 50 procent aandelen en 50 procent vastrentende waarden. Het vereist eigen vermogen is 20. In 2009 heeft het fonds (nog) niet gerebalanced waardoor de huidige beleggingsmix uitkomt op 35/65 en de huidige dekkingsgraad op 118 procent. Op basis van de huidige beleggingsmix bedraagt het vereist eigen vermogen 15. Op basis van de huidige beleggingsmix heeft het fonds geen reservetekort omdat 18 groter is dan 15. Echter, zodra het pensioenfonds terugkeert naar haar strategische assetmix (wat per definitie ooit de bedoeling is) heeft het wél een tekort. Door te rebalancen zou het pensioenfonds zichzelf in een reservetekort manoeuvreren. Dit wordt voorkomen door uit te gaan van de strategische beleggingsmix.

*Interne modellen*²⁹

Ten einde de gewenste mate van zekerheid in het FTK voldoende te kunnen waarborgen is het belangrijk dat de eerder genoemde tekortkomingen worden geadresseerd door het verbeteren van het standaardmodel. Dit is echter niet afdoende. In de achterliggende periode is immers gebleken dat niet alle risico's goed in de standaardbenadering (kunnen) worden weerspiegeld. Zo hebben pensioenfondsen met een lage solvabiliteitsvereiste op basis van de standaardbenadering, in 2008 hun dekkingsgraad toch fors zien afnemen. Ook fondsspecifieke risico's zijn niet volledig te vatten in een standaardmodel, waardoor er tijdens de huidige crisis sprake was van grote verschillen tussen pensioenfondsen in de (relatieve) omvang van de geleden verliezen. In het licht van bovenstaande kan de toepassing van (gedeeltelijke) interne modellen een centralere rol in het FTK spelen.

De huidige regelgeving stelt dat pensioenfondsen, na toestemming door DNB, kunnen kiezen voor de toepassing van een intern model.³⁰ In de praktijk maken pensioenfondsen echter geen gebruik van de mogelijkheid om vrijwillig een intern model toe te passen. Het vrijwillig toepassen van een intern model is weinig aantrekkelijk als wordt bedacht dat het overstappen op een intern model kan leiden tot het vaststellen van een hoger vereist eigen vermogen, naast de extra kosten die de ontwikkeling en implementatie van een dergelijk model met zich meebrengen.

In een poging (fonds)specifieke risico's te ondervangen die niet of niet goed door het standaardmodel worden weerspiegeld, kan gebruik van een gedeeltelijk intern model worden gestimuleerd. Een dergelijk partieel intern model is een te introduceren tussenvorm tussen het standaardmodel en een intern model. Hierbij kan het fonds gebruik blijven maken van die onderdelen van het standaardmodel die het risicoprofiel wel goed meenemen, en voor de overige

²⁹ Een (gedeeltelijk) intern model moet het mogelijk maken de risico's aantoonbaar nauwkeurig in te schatten. Het model moet deugdelijk zijn geïmplementeerd in de dagelijkse bedrijfsvoering, als integraal onderdeel van het risico beheer. Een goed intern model berust op een stochastisch proces voor de kasstromen uit hoofde van de beleggingen en/of de verplichtingen. De instelling verschaft een gedetailleerd inzicht in de theoretische basis en de empirische onderbouwing van het model. Ook geeft ze aan onder welke omstandigheden het model niet betrouwbaar is. Het identificeren, kwantificeren en beheersen van risico's moet transparant, consistent en prudent gebeuren. Daarbij hoort onlosmakelijk dat de instelling regelmatig stresstests uitvoert om de risicolimieten te beoordelen. Ze doet tevens aan empirische validatie, het achteraf vergelijken van de geschatte en opgetreden risico's.

risico's een intern model ontwikkelen. Op deze manier is het mogelijk om het niveau van het vereist eigen vermogen op onderdelen beter te laten corresponderen met het werkelijke risicoprofiel van het pensioenfonds. Immers, indien de toezichthouder specifieke risico's bij een pensioenfonds signaleert, kan er worden besloten om een gedeeltelijk intern model op te leggen voor deze specifieke risicocategorieën. Het opleggen van een (partieel) intern model vindt dan plaats in overleg met het pensioenfonds.³¹

De naamgeving 'partieel intern model' vraagt om verduidelijking. In wezen is er sprake van een standaardmodel waarvan voor specifieke onderdelen, bijvoorbeeld herfinancieringsrisico's, een intern model wordt gehanteerd ("standaard plus"). In dit voorbeeld zou het fonds met een intern model de kapitaalsvereiste voor herfinancieringsrisico's bepalen. De huidige regelgeving voor het interne model laat de mogelijkheid open om bepaalde onderdelen te baseren op het standaardmodel, waarbij de gedachte is dat een fonds na verloop van tijd alle risico's intern gaat modelleren. De gepresenteerde mogelijkheid van een partieel intern model wijkt hiervan af, omdat er geen verwachting wordt neergelegd dat op termijn een volledig intern model zal worden gehanteerd. Het gedeeltelijke interne model is in dit geval volwaardig. Dit heeft voordelen voor zowel toezichthouder als pensioenfondsen. Een voordeel is bijvoorbeeld dat modelvalidatie een beperktere vorm aanneemt en dat fondsen eerder zelf de stap zetten om risico's op onderdelen beter te gaan modelleren.

Daarnaast kan een mogelijkheid worden geïntroduceerd waarin passende alternatieve maatregelen worden genomen, indien pensioenfondsen (gedeeltelijke) interne modellen niet adequaat (kunnen) ontwikkelen. Hierbij kan gedacht worden aan het risicogebaseerd, discretionair opleggen van een hoger vereist eigen vermogen, vergelijkbaar met hetgeen onder de tweede pijler van het Bazels akkoord voor banken het geval is (een zogenaamde *capital add-on*). Zo ontstaat een pijlerstructuur waar een verbeterde standaardbenadering onder de eerste pijler wordt aangevuld op basis van maatwerk en een dialoog met de toezichthouder, geëquipeerd met de daarvoor benodigde bevoegdheden, onder de tweede pijler. Gezien het grote aantal pensioenfondsen moet wel worden nagedacht over de praktische invulling van een dergelijke dialoog. Bij de invulling van het karakter van de dialoog kan bijvoorbeeld een onderscheid worden gemaakt naar de aard van het risicoprofiel van pensioenfondsen. Voor fondsen die niet in staat zijn een risicobeheer op een adequaat niveau op te tuigen, kan het nemen van betreffende

³⁰ Naast het standaardmodel en het interne model biedt de huidige Regeling pensioenfondsen ook de mogelijkheid om het vereist eigen vermogen vast te stellen door middel van een vereenvoudigd model. Aangezien dit model in de praktijk niet wordt gebruikt luidt de aanbeveling om dit model uit de Regeling te verwijderen.

³¹ Deze aanbeveling vergt een wijziging van de huidige regelgeving, omdat het conceptueel een nieuwe categorie (partieel intern model) introduceert tussen het standaardmodel en een intern model. Dit is vooral voor de signaalwerking belangrijk, aangezien de ingreep zelf waarschijnlijk beperkt is. Het ophangpunt hiervoor is artikel 26 van de Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling. Bij het uitschrijven van de regelgeving voor een gedeeltelijk intern model kan, waar mogelijk, gebruik worden gemaakt van de regelgeving voor het standaardmodel (artikelen 24 en 25) en voor het interne model (artikel 28).

risico's worden beperkt door limieten op te leggen. Daarnaast kan nadere invulling worden gegeven aan de regels voor beheerste en integere bedrijfsvoering.

Bijlage 1. Effect dekkingsgraad middeling bij indexatiebeleid

In paragraaf A.3 (Beleidsstabilisatie) is aangegeven dat pensioenfondsen hun indexatiestaffel niet hoeven te baseren op de dekkingsgraad op een moment in de tijd. Men kan ook kiezen voor bijvoorbeeld de gemiddelde dekkingsgraad over de afgelopen n maanden, althans binnen de randvoorwaarden van de wet. Dit leidt tot iets meer stabiliteit in het indexatiebeleid zoals blijkt uit het onderstaande voorbeeld. Hierbij is het volgende aangenomen:

- De actuele dekkingsgraad is 105%,
- De indexatiestaffel loopt van 105 tot 130%. Vanaf 130% wordt de maximale indexatie van 2,5% per jaar gegeven,
- De indexatiestaffel is gebaseerd op de actuele dekkingsgraad of op de gemiddelde dekkingsgraad over de afgelopen 3, 6, 12, 24 of 60 maanden,
- Onder de 105% dekking wordt nimmer geïndexeerd (ook niet als de gemiddelde dekkingsgraad nog ruim voldoende is),
- Boven een dekkingsgraad van 150% wordt inhaalindexatie verleend,
- Beneden een dekkingsgraad van 85% worden pensioenrechten met 1 procentpunt gekort. Dit wordt gerekend als negatieve indexatie,
- De volatiliteit van de dekkingsgraad is 14%, naar verwachting stijgt de dekkingsgraad met 2 procentpunt per jaar (exclusief indexatie). De premie is constant over een periode van 15 jaar. Het aantal doorerekende scenario's is 500.

Onderstaande tabel geeft de uitkomsten voor verschillende perioden van middeling. Het is duidelijk dat er een afruil is tussen stabilisatie van de indexatie en de gemiddelde hoogte van de indexatie. Wanneer de actuele dekkingsgraad wordt gebruikt (middelperiode 0) is zowel de gemiddelde indexatie per jaar als de standaarddeviatie het hoogst. De gemiddeld hogere indexatie leidt ertoe dat de dekkingsgraad aan het eind van de 15 jaarsperiode het laagst uitkomt.

Daarentegen leidt middeling over een lange periode tot een lagere gemiddelde indexatie, minder fluctuaties van jaar op jaar in de indexatie en tot een iets sneller herstel van de dekkingsgraad.

Middelingsperiode (in maanden)	0	3	6	12	24	60
Gemiddelde dekkingsgraad jaar 15	123,9%	124,0%	124,2%	124,7%	125,2%	126,3%
Indexatieresultaat na 15 jaar (tov volledig indexatie)	32,9%	32,6%	32,2%	31,3%	30,1%	27,8%
Gemiddelde indexatie per jaar	0,92%	0,91%	0,90%	0,88%	0,85%	0,79%
Standaarddeviatie jaar op jaar verandering in indexatie	0,85%	0,84%	0,82%	0,79%	0,72%	0,65%
Aantal keer volledige indexatie	11,5%	11,2%	10,7%	9,7%	9,0%	7,1%
Aantal keer geen indexatie	24,7%	26,4%	27,4%	28,4%	29,7%	31,3%

Bijlage 2 Effect op vereist eigen vermogen bij herkalibratie parameters

Het vereist eigen vermogen (als bedrag in euro's) wordt in de standaardbenadering berekend met

$$S = \sqrt{S_1^2 + S_2^2 + 2\rho S_1 S_2 + S_3^2 + S_4^2 + S_5^2 + S_6^2}.$$

De verklaring van de symbolen S_1 tot en met S_6 staat in onderstaande tabel. Het vereist eigen vermogen wordt in de praktijk overigens meestal uitgedrukt als een vereiste dekkingsgraad. Voor een gemiddeld pensioenfonds (gebaseerd op de gemiddelde portefeuillegewichten per eind tweede kwartaal 2009 en een duration-gap van 9 jaar) bedraagt bij de huidige parameters het vereist eigen vermogen 123%. De dominante factoren in dit vereist eigen vermogen zijn renterisico (S_1), aandelenrisico (S_2) en de correlaties tussen beide. Om een indruk te geven van een eventuele herkalibratie van de parameters presenteert onderstaande tabel de volgende drie gevoeligheidsanalyses:

- De parameters in S_2 , S_3 en S_4 worden elk met 5 procentpunt verlaagd (zie onderstaand figuur). De factor waarmee de creditspread toeneemt, stijgt van 1,4 naar 2,
- Idem als in A plus de correlatie tussen de aandelencategorieën onderling gaat van 0,75 naar 1 en tussen aandelen en rente van 0,5 naar 0,75,
- De parameters in S_2 , S_3 en S_4 worden met 10 procentpunt verlaagd. De factor waarmee de creditspread toeneemt, stijgt van 1,4 naar 2,5. De factor rentedaling zakt van 0,77 naar 0,70.

		Huidig	A	B	C
S_1	Rente ^s	$R_{15} \times 0,77$	$R_{15} \times 0,77$	$R_{15} \times 0,77$	$R_{15} \times 0,70$
S_2	Aandelen ontwikkelde markten [#]	-25%	-30%	-30%	-35%
	Private equity	-30%	-35%	-35%	-40%
	Opkomende markten	-35%	-40%	-40%	-45%
	Direct vastgoed	-15%	-20%	-20%	-25%
S_3	Valuta	-20%	-25%	-25%	-30%
S_4	Grondstoffen	-30%	-35%	-35%	-40%
S_5	Kredietrisico	Spread x 1,40	Spread x 2	Spread x 2	Spread x 2,5
S_6	Verzekeringstechnisch	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
Correlatie	Aandelen onderling	0,75	0,75	1	1
Correlatie	Aandelen en rente (ρ)	0,5	0,5	0,75	0,75
Correlatie	Overig	0	0	0	0
VEV		123%	126%	129%	137%

^sVoor de eenvoud is alleen een daling van de 15 jaarsrente gepresenteerd. [#]Inclusief indirect vastgoed.

Het blijkt dat onder gevoeligheidsanalyse A de vereiste dekkingsgraad stijgt met 3 procentpunt tot 126%. Deze beperkte stijging komt omdat een deel van de verhoging teniet wordt gedaan door het diversificatievoordeel dat mag worden ingerekend. Indien de correlaties tussen de aandelencategorieën onderling en tussen aandelen en rente worden verhoogd dan resulteert in B

een vereiste dekkinggraad van 129%. Als tot slot wordt gerekend met nog grotere dalingen van aandelenkoersen en daarnaast ook nog rekening wordt gehouden met een grotere rentedaling dan is het vereist eigen vermogen onder C gelijk aan 137%. Kortom, er zijn binnen het huidige standaardmodel nogal wat stappen nodig om het vereist eigen vermogen naar een hoger plan te tillen. Dit hangt voor een belangrijk deel samen met de structuur van bovenstaande formule. Door het kwadrateren van de “S-jes” worden S_1 (rente) en S_2 (aandelen) en het correlatie-effect tussen beide sterk dominant. De marginale bijdrage van de overige “S-jes” is daardoor beperkt. Daarom kan ook worden gekeken naar een alternatieve vorm van de “wortelformule”. Verder kan de berekening van het vereist eigen vermogen worden uitgebreid met een opslag voor concentratierisico, liquiditeitsrisico en risico van actief vermogensbeheer.

Beperking aantal beleggingscategorieën (nav Commissie Parameters)

Idealiter wordt bij het bepalen van het verwachte rendement en risico rekening gehouden met de specifieke eigenschappen van een beleggingsportefeuille van een pensioenfonds. In praktijk is dit echter ondoenlijk. De Commissie Parameters heeft daarom geadviseerd de subcategorieën aandelen ontwikkelde markten en opkomende markten samen te voegen tot één categorie beursgenoteerde aandelen, en daarnaast de huidige categorie aandelen niet-beursgenoteerde aandelen te vervangen door een categorie overige zakelijke waarden (waaronder: niet-beursgenoteerde aandelen, hedge funds, infrastructuur). Een eerste overweging om het aantal beleggingscategorieën te beperken en slechts één categorie beursgenoteerde aandelen te hanteren is gelegen in het verschuivend en vervagend onderscheid tussen ontwikkelde en opkomende markten. Bovendien is er een gebrek aan betrouwbare lange termijn risicopremies voor beleggingen in aandelen opkomende markten. Voorts geldt dat een indeling in subcategorieën ook in grote mate een benadering blijft van de individuele onderliggende beleggingen. Naarmate subcategorieën verder worden uitgesplitst, neemt het ‘specifieke’ risico toe ten opzichte van het uitgangspunt van een breed gespreide portefeuille.

Bijlage 3 Premie-effecten bij gedempte premie niet langer op verwacht rendement

Pensioenfondsen kunnen de kostendeekkende premie op verschillende manieren berekenen. Men kan uitgaan van de actuele rente of van het verwachte rendement op de beleggingen. Dit laatste leidt ceteris paribus tot een lagere kostendeekkende premie. Gewogen naar de omvang van de beleggingen gaat driekwart van de pensioenfondsen uit van een gedempte kostendeekkende premie waarbij het verwachte rendement een rol speelt. Onderstaande tabel geeft inzicht in het verwachte premie-effect als die fondsen over zouden stappen naar een kostendeekkende premie op basis van de actuele rente. De uitleg bij de tabel is als volgt.

Kolom A is de premie-opbouw voor de pensioenfondsen die per 2009 reeds uitgaan van de actuele rente. De totale kostendeekkende premie voor deze groep pensioenfondsen is 5,5 miljard euro. De feitelijke premie voor deze groep is 5,9 miljard euro, dus er is een premieoverschot van 400 miljoen euro. Kolom B laat de geschatte premie-opbouw zien als alle overige pensioenfondsen ook overstappen op een kostendeekkende premie tegen de actuele rente. Die kostendeekkende premie komt dan uit op 20,1 miljard euro. Echter omdat de feitelijk ontvangen premie 18,2 miljard was is er voor die fondsen dus een tekort van 1,9 miljard euro. Op macroniveau (A+B) komt het verschil tussen de kostendeekkende premie en de feitelijke premie uit op 1,5 miljard euro.

Premieopbouw	A	(als %)	B	(als %)	A+B	(als %)
Inkoop onvoorwaardelijke onderdelen	4,1	75%	15,6	78%	19,7	77%
Opslag in stand houden eigen vermogen	0,7	13%	3,3	16%	4,0	16%
Opslag uitvoeringskosten	0,3	5%	0,7	3%	1,0	4%
Opslag voor indexatie	0,4	7%	0,5	2%	0,9	4%
KDP	5,5		20,1		25,6	
Feitelijke premie	5,9		18,2		24,1	
Vershil feitelijke premie en KDP	0,4		-1,9		-1,5	

Bijlage 4 Consistentie verwacht rendement en rentetermijnstructuur

De Commissie Parameters heeft aanbevolen om bij de evaluatie van het FTK aandacht te besteden aan de behandeling van het (maximum) rendement op vastrentende waarden en de toekomstige rentetermijnstructuur voor de disconteringsvoet van de verplichtingen. Enerzijds wordt de waarde van de verplichtingen voor het lopende jaar bepaald op basis van de actuele rentetermijnstructuur en voor de navolgende jaren op basis van de door deze actuele curve geïmpliceerde forward curves. Die forward curves impliceren daarmee een te behalen 'rendement' op de verplichtingen (oprenting). Anderzijds is er voor het rendement op de vastrentende beleggingen in de regelgeving geen directe relatie gelegd met de (forward) rentetermijnstructuur, maar alleen een maximum van 4,5% vastgelegd. Daarmee kan het voor de vastrentende beleggingen veronderstelde rendement verschillen van hetgeen wordt geïmpliceerd door de rentes waarmee de verplichtingen worden gewaardeerd.

Dit roept de vraag op of beide zijden van de balans op een samenhangende manier kunnen worden behandeld. Deze kwestie is vooral van belang waar het vastrentende beleggingen betreft die dienen voor het afdekken van het renterisico. Daarbij zij overigens opgemerkt dat de in de Regeling parameters opgenomen rendementsparameters maxima betreffen die boven het huidige renteniveau liggen. Tot op zekere hoogte kunnen consequenties van veranderingen in de rentetermijnstructuur op rendementen op vastrentende waarden derhalve geaccomodeerd worden binnen de bestaande kaders.

Een oplossing kan zijn om het rendement op vastrentende waarden vast te stellen conform de verplichtingen met de (forward) rentetermijnstructuur. Een dergelijke aanpak kent echter aanzienlijke praktische problemen. Zo wordt het rendement op vastrentende waarden weliswaar gedreven door veranderingen in de rentetermijnstructuur, maar de precieze samenhang tussen renteverandering en rendement is niet eenduidig vast te stellen. De relatie tussen rente en rendement hangt ondermeer af van de gevoerde vastrentende beleggingen (aard van de instrumenten en opties zoals vervroegde aflossing), de beleggingsstrategie (toekomstige herbeleggingen) en de looptijd (duration) van de beleggingen. Een dergelijke oplossing is bovendien niet aan te bevelen zonder de algehele structuur van de rendementen in de regeling parameters eveneens te bezien. Immers, het maximum rendement op vastrentende waarden bepaalt nu samen met de maximum risicopremie voor enkele andere beleggingscategorieën (aandelen, vastgoed) het maximum rendement op die beleggingscategorieën. De samenhang van rendementen op andere beleggingscategorieën met de rentetermijnstructuur is ambigu en zou derhalve niet gekoppeld moeten worden.

Een mogelijk alternatief kan bestaan uit het verlenen van partiële vrijstelling ten aanzien van restricties op het maximum rendement op vastrentende waarden indien een pensioenfonds met behulp van een partieel intern model overtuigend en met een voldoende mate van precisie in staat is de relatie tussen veranderingen in de rentetermijnstructuur en de waardering van de

vastrentende beleggingen te modelleren. Daarbij zouden eventuele aanvullende regels nodig kunnen zijn, bijvoorbeeld om *cherry picking* te voorkomen en het realisme van te maken aannames te borgen.

Een geheel andere benadering is om de renteontwikkeling in de toekomst te baseren op theoretische rentemodellen zoals Vasicek en Cox, Ingersoll en Ross. Deze modellen hanteren een bepaalde lange termijn evenwichtswaarde voor de rente. Het nadeel van deze aanpak is dat dan model- en parameteronzekerheid een rol gaan spelen bij de modellering van renteontwikkelingen, zoals het evenwichtsniveau van de rente op lange termijn en de snelheid waarmee de rente terugkeert naar het gemiddelde. Als de rente onder het lange termijn evenwichtsniveau ligt zal uit de continuïteitsanalyse een automatisch herstel naar voren komen. Omgekeerd treedt automatisch een verslechtering op.