

Een nieuw speelveld

Het Financieel Toetsingskader (FTK) voor Pensioenfondsen krijgt steeds meer vorm. Na het aannemen van de Hoofdlijnennota door de Tweede Kamer is in 2005 de indexatieproblematiek nader uitgewerkt in de zogenoemde Indexatiematrix. Reeds eerder heeft De Nederlandsche Bank (DNB, voorheen PVK) met de "Beleidsregels" aangegeven hoe zij invulling zal geven aan het FTK gedurende het overgangsregime. De definitieve invulling van het FTK krijgt haar beslag met de formele invoering ervan per 1 januari 2007. Alsdan zal ook de nieuwe Pensioenwet zijn vastgesteld.

Nu de contouren van het FTK zich meer aftekenen, wordt ook duidelijker wat er nog aan discussiepunten open ligt en wat de mogelijke gevolgen van het FTK zullen zijn. Op deze twee aspecten zal hier nader worden ingegaan.

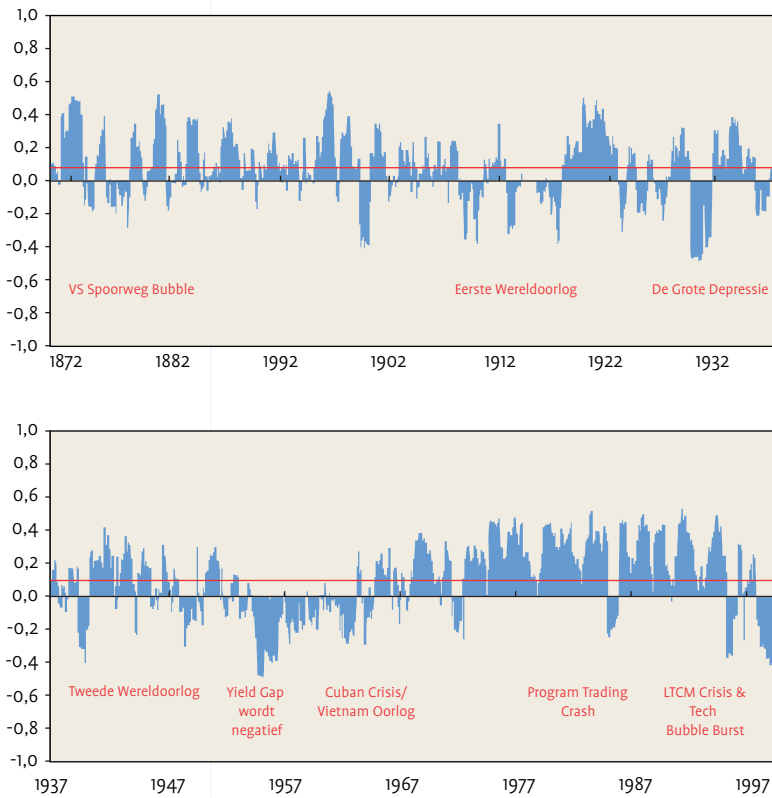
Discussiepunten

Niet alles van het FTK is reeds in steen gehouwen. Er spelen nog enkele discussiepunten. Het betreft overwegend meer technische, doch daarmee niet onbelangrijke, elementen die in de algemene discussies over het FTK onvoldoende aandacht hebben gekre-

Willem Boeschoten,
Hoofd Strategie,
Shell Asset
Management
Company



Figuur 1 Correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen in de VS



Twaalfmaands voortschrijdende gemiddelden; Bron: Oppenheimer (2003)

gen of waarvoor de nadere invulling naar een later tijdstip is verschoven.

Parameters Standaardmodel

Een kernelement van het FTK vormt het Standaardmodel. Dit model geeft aan wat het in de evenwichtssituatie vereiste eigen vermogen is voor een pensioenfonds, gegeven zijn beleggingsbeleid en verplichtingenstructuur. Het huidige model biedt, meer dan de oorspronkelijke versie, de mogelijkheid om rekening te houden met de specifieke karakteristieken van een fonds, bij een zekerheid van 97,5% in plaats van de eerder beoogde 99,5%.

Het model kent echter nog wel enkele discutabele parameterveronderstellingen. Zo wordt uitgegaan van een zeer lage rentevolatiliteit van 0,5%. Ook de aandelenvolatiliteit van 12,5% die indirect volgt uit parameterwaarden is laag in het licht van de 16% tot 20% die doorgaans op grond van de historische ontwikkeling wordt verondersteld. Aan de andere kant wordt uitgegaan van een negatieve correlatie tussen

obligaties en aandelen van -0,65. Dit veronderstelt dat een rentedaling gepaard gaat met lagere aandelenkoersen, en dat aandelen dus geen, of feitelijk een negatieve, hedge voor het renterisico vormen. Historisch is deze correlatie echter positief geweest, met een gemiddelde waarde van circa 0,15 (figuur 1). De achterliggende gedachte van DNB is dat de correlatie als een stochast moet worden beschouwd. Deze aanpak leidt via dubbeltelling tot een zwaardere vermogens eis dan welke volgt uit een risico-theoretisch consistente benadering waarbij de bewuste correlatiecoëfficiënt in de wortelformule op zijn verwachte waarde (of gegeven de onzekerheidsmarge op nul) wordt gesteld¹.

Tegenover de te strenge correlatieveronderstelling staan echter de lage waarden van de aandelen- en de rentevolatiliteit. Per saldo blijft het vereiste eigen vermogen van een gemiddeld pensioenfonds met 50% vastrentende en 50% zakelijke waarden ruim onder de 30% die is overeengekomen in het Hoofdlijnenakkoord. Dit hoeft echter niet meer zo te zijn als de volatiliteten in de toekomst, op grond van feitelijke ontwikkeling ervan, opwaarts mochten worden bijgesteld. Vanuit dit oogpunt blijft het pleidooi voor realistischer parameterwaarden dan ook relevant.

Intern model versus Standaard model

In plaats van het Standaard model kan voor de bepaling van het vereiste eigen vermogen ook een intern risicomodel worden gehanteerd. Dit heeft als voordeel dat meer expliciet rekening kan worden gehouden met de karakteristieken van een fonds, met name het specifieke beleggingsbeleid. Voorts is er ruimte voor eigen, onderling consistente parameterveronderstellingen. Daar staan echter vergaande eisen tegenover, indien althans de formulering uit het FTK Consultatiepaper in deze geldig blijft. Zo dient het model volledig te zijn ingebed in de organisatie en een integraal onderdeel te vormen van het dagelijks risicomanagement. Verder moet het minimaal jaarlijks worden gevalideerd, wat overdreven lijkt gegeven het feit dat een beduidend langere evaluatieperiode is benodigd om tot een statistisch verantwoorde aanpassing van een model te komen.

Verder moet het model, dat overigens uit meerdere componenten kan bestaan, verschillende tijdschikhorizonnen bestrijken. Namelijk de korte termijn om rekening te houden met beleidsmaatregelen binnen

een jaar, de middellange termijn ter bepaling van het vereist eigen vermogen en de lange termijn voor de continuïteitsanalyse. Het onderling op elkaar afstemmen van de modellen en parameterwaarden, alsmede het afstemmen van de korte- en de lange-termijn beleggingsbeslissingen, is verre van triviaal. Zo zullen voor de korte termijn doorgaans actuele (impliciete) volatiliteiten, doch voor de middellange en lange termijn eerder de lange termijn gemiddelden worden gebruikt. Tenslotte is ook nog niet geheel duidelijk in hoeverre een risicomodel dat is ontwikkeld door en in beheer is van een externe consultant, voor de kwalificatie van intern model in aanmerking komt. Zo niet, dan zal in de praktijk slechts een zeer beperkt aantal grote pensioenfondsen voor een intern model opteren.

Eerste verkennende analyses lijken erop te duiden dat het gebruik van een intern model niet tot een wezenlijk lager vereist eigen vermogen leidt dan het Standaardmodel. Hier gaat dus niet direct een extra impuls van uit voor het gebruik van een intern risicomodel.

Rendementsveronderstellingen

In de Beleidsregel wordt, in navolging van de Hoofdlijnnota, uitgegaan van een maximum rendement van vastrentende waarden van 5% en een rendementsopslag voor aandelen van maximaal 3%. Het aandelenrendement bedraagt daarmee maximaal 8%. Het betreft rekenkundige gemiddelden. Voor de lange termijn is echter niet het rekenkundig maar het meetkundig gemiddelde relevant. Het meetkundig gemiddelde ligt als gevolg van volatiliteit altijd onder het rekenkundig gemiddelde.² Bij een standaarddeviatie van 16% resulteert een meetkundig gemiddeld aandelenrendement van 6,7%, en een

aandelenrisicopremie van 1,7%.³ Deze waarde ligt zo'n 2 procentpunten onder het lange termijn historische gemiddelde (tabel 1). Hetzelfde geldt voor het geïmpliceerde reële aandelenrendement van 4,7%. Mogelijk geven de historische gemiddelden een zekere overschatting als gevolg van onder meer "survivorship bias". De nu in het FTK gehanteerde waarden zijn echter moeilijk te onderbouwen, anders dan door prudentie-overwegingen. Met prudentie is echter expliciet rekening gehouden middels het vereist eigen vermogen en de 5% opslag boven op het minimaal vereiste eigen vermogen.

Langlevenrisico

De vaststelling van de wijze waarop binnen het FTK dient te worden omgegaan met het langlevenrisico is bij de aanbidding van de Indexatiematrix aan de Tweede Kamer naar een later tijdstip doorgeschoven. Hierbij is aangegeven dat vooralsnog moet worden uitgegaan van meenemen van de sterftetrend in de verplichtingen, maar niet van een risico-opslag voor het eventueel te laag inschatten van de trend. Wat betreft de trend speelt dat het om een forse verzwaring van de verplichtingen gaat van tussen 2% en 4% van de verplichtingen, afhankelijk van de looptijd van de verplichtingen. Anders dan in het Consultatiedocument wordt gesuggereerd bieden de thans gebruikte correcties op de sterftetafels geen of slechts een zeer beperkte compensatie voor het opnemen van de langleventrend. Deze leeftijdsterugstellingen zijn immers primair bedoeld om te corrigeren voor de lagere kans op overlijden voor de werknemer in vergelijking met de Nederlandse bevolking. Om die reden wordt er van verschillende kanten op aangedrongen om te erkennen dat dit een nieuw element is en de invoering ervan gefaseerd te laten verlopen.

Het voornemen, zoals eerder geuit in het Consultatiedocument, om de voorziening pensioenverplichtingen (VPV) te verhogen met een opslag voor de onzekerheid in de jaarlijkse sterfte en de langlevens trend is discutabel. Indien men hiermee al rekening wenst te houden zou dit, conform de systematiek zoals nu voorgesteld voor het overgangsregime, dienen te gebeuren via een extra term in de wortelformule van het Standaardmodel. Gegeven de reeds gevraagde zekerheden is voor een dergelijke opslag echter geen reden. Verder lijkt sprake te zijn van dubbelstelling tussen de voorgestelde risico-opslag op de

Tabel 1 Reële rendementen (nominaal minus inflatie), aandelenpremie en inflatie (%)

	Verenigde Staten				Wereld
	1802-1996	1802- 1871	1871-1925	1926-1996	1900-2004
Aandelen	6,9	7,0	6,6	6,9	5,7
Obligaties	3,4	4,8	3,7	1,9	1,7
Risicopremie aandelen	3,5	2,2	2,9	5,0	4,0
Inflatie	1,3	0,1	0,8	3,1	3,2

Bron: Siegel (2000) voor Verenigde Staten en Dimson et al. (2005) voor wereld.

technische voorziening voor onzekerheid in de jaarlijkse sterfte en de solvabiliteitsmarge voor het verzekeringstechnisch risico.

Doorvoering van de in het FTK Consultatiedocument gedane voorstellen zal de verplichtingen met 4% tot 7% doen stijgen, en de gemiddelde dekkingsgraad navenant doen afnemen (met 5% tot 8% bij de gemiddelde dekkingsgraad van 120%). Overigens zal volgens een brief van DNB (2005) aan de pensioenfondsen het in beschouwing nemen van een eventuele sterfteverbetering of van de opslag voor onvermijdbare risico's de dekkingsgraad slechts enkele procentpunten doen toenemen.

Eénjaars hersteltermijn

Ingeval van onderdekking dient een pensioenfonds binnen één jaar de onderdekking ongedaan te hebben gemaakt. Dit uitgangspunt, dat in zekere zin de bodem vormt van de Hoofdlijnnota maar recentelijk door een aantal politici en bedrijfstakpensioenfondsen opnieuw ter discussie is gesteld, moet ervoor zorgen dat pensioenfondsen niet langere tijd in een situatie van onderdekking verkeren. Dit zou ook vanuit het oogpunt van nieuwe toetreders moeilijk verenigbaar zijn met de verplichte deelname. Anderzijds botst een éénjaars hersteltermijn met het lange termijn karakter van pensioenfondsen en werkt het procyclische in de hand. Er zijn echter mogelijkheden om de risico's op onderdekking via duration matching strategieën te beperken. Wel kan enige tijd gemoeid zijn met een verantwoorde implementatie van dergelijke strategieën. Zeker in de aanloopfase, maar ook daarna, zou de éénjaars hersteltermijn derhalve met de nodige nuance moeten worden toegepast, ook om sterke macro-economische verstoringen en disrupties in de financiële markten te voorkomen. De passage uit de Hoofdlijnnota die de mogelijkheid van maatwerk open laat ingeval van ontwikkelingen die de pensioenfondsen sectorbreed treffen biedt hiertoe ook de ruimte.

Gevolgen

Het belangrijkste element van het FTK is dat de verplichtingen worden gewaardeerd tegen marktwaarde en de kosten van de nieuwe toezeggingen (de kostendeekkende premie) worden berekend op basis van de actuele rente. Deze "fair value" benadering, die overigens gelijktijdig zijn intrede doet in de nieuwe

boekhoudregels, heeft direct of indirect een aantal verstrekkende gevolgen.

Duidelijkheid en transparantie

Waar in het verleden de verplichtingen en de pensioenkosten relatief stabiel waren als gevolg van de vaste 4% rekenrente, varieert hun waarde nu met de actuele rente. De marktwaardering zorgt zodoende voor een hogere volatiliteit van verplichtingen en premie, maar anderzijds voor duidelijkheid en transparantie, doordat zij beter de economische werkelijkheid weergeeft. De schommelingen zijn immers direct het gevolg van de (rente)veranderingen zoals die zich in de markt voordoen. Wel zijn er mogelijkheden om via het gladstrijken van de discontovoet de korte-termijn premievolatiliteit te dempen. Ook ten aanzien van de toezeggingen en dan vooral de indexatie is beduidend meer transparantie, onder andere door de Indexatiematrix die bijvoorbeeld aangeeft wat afhankelijk van het financieringsbeleid, aan de deelnemers dient te worden gecommuniceerd.

Risico van procyclische

Met onder meer de éénjaars hersteltermijn en de vereiste maatregelen ingeval van een reservetekort leidt het FTK tot grotere aandacht voor de korte termijn. Het risico hiervan is procyclisch gedrag. Gegeven de omvang van de pensioensector kan hiervan een substantieel effect uitgaan op de gehele economie. Zo zijn de premieverhogingen van de pensioenfondsen een belangrijke oorzaak van de tegenvallende economische groei in Nederland van de laatste jaren. De verlenging van de hersteltermijn bij een reserve tekort van 10 naar 15 jaar helpt dit effect enigszins te beperken. Verder zal in beginsel een dempende werking uitgaan van de buffer en van structurele aanpassingen van het beleggingsbeleid waarmee de beweeglijkheid van de dekkingsgraad kan worden verminderd. Vermeden moet echter worden dat de grotere aandacht voor de korte termijn leidt tot suboptimaal beleggingsbeleid. Zo zal het voortdurend afstemmen van de beleggingsmix op de dekkingsgraad leiden tot een "portfolio insurance" strategie die suboptimaal is indien de aandelenmarkten "mean reversion" zijn.⁴ Het is derhalve van groot belang dat mede door de korte termijn ingegeven inmenging in het beleggingsbeleid zoveel mogelijk wordt vermeden.

Your independent custodian



KAS BANK is een onafhankelijke Europese bank gespecialiseerd in clearing, settlement en custody. Onze neutrale en onafhankelijke positie is uniek binnen de effecten- en bankenwereld.

Onze basisdienstverlening bestaat uit bewaarneming, afwickelen van transacties, beheerhandelingen, belastingterugvordering en de mogelijkheid om interactief uw effectenportefeuilles online, middels diverse dwarsdoorsneden, in te zien.

Buiten onze kernactiviteiten bieden wij u ook:

- Real-time online custody informatie
- Beleggings en Financiële administratie
- Treasury & Cash Management
- Performance meting & Risico analyse
- Securities Lending
- Compliance Monitoring
- Transactiekosten analyse & Commission Recapture
- Global Proxy Voting
- Administratie beschikbare premiereregelingen

 **KAS BANK**
Committed to your business

EGON TIBBOEL / TELEFOON 020 557 5324 / EGON.TIBBOEL@KASBANK.COM
WWW.KASBANK.COM

Aanpassing in beleggingsbeleid

De fair value benadering leidt tot een grotere volatiliteit van de verplichtingen als gevolg van hun grote rentegevoeligheid. Met het oog hierop is er veel aandacht voor het matchen van de duration van de verplichtingen, hetzij door het vergroten van de duration van de obligatieportefeuille, of door gebruik te maken van renteswaps. Een belangrijk, hierboven reeds aangestipt aandachtspunt daarbij is of niet aan aandelen een zekere duration moet worden toegekend en hoe groot die dan moet zijn.⁵ Een tweede aandachtspunt is de vraag in hoeverre de verplichtingen nu nominaal of reëel dienen te worden gehedged. Dit hangt met name af van de aard van de hardheid van het indexatiestreven en daarnaast van de mate waarin aan de overige beleggingscategorieën een inflatiehedge vormen.

Aanpassing van pensioenregelingen

De fair value benadering maakt de kosten van de pensioenregelingen en de volatiliteit ervan meer expliciet. Daarbij komt dat de nieuwe IFRS accounting standaarden de ondernemingen dwingen de (netto) pensioenverplichtingen expliciet in hun balans op te nemen. In combinatie met de oplopende kosten van de pensioenvoorziening, en de verslechterde financiële positie van de pensioenfondsen draagt het FTK mede bij aan een hetrbezinning op de pensioenregelingen. Eén alternatief voor het defined benefit systeem is het collectieve defined contribution systeem (zie bijv. De Vries (2005) en Boender (2005) alsmede de bijdrage van Henk Hoek in dit VBA journaal).

Daarnaast geeft de toegenomen transparantie mede aanleiding om expliciet aandacht te besteden aan het 'pensioencontract' en om een aantal kernelementen van de huidige pensioenregelingen opnieuw ter discussie te stellen (zie bijv. Bovenberg, 2005). Dit geldt onder meer voor het defined benefit karakter en voor de intergenerationele solidariteit, waarvan eerder door o.a. Ponds et. al (1999) en de WRR (1999) de voordelen zijn aangetoond. Per saldo zal het FTK vermoedelijk dus niet alleen leiden tot aanpassingen in het beleggingsbeleid maar ook tot de aanpassing van pensioenregelingen.

Toegenomen complexiteit van regelgeving

Het behoeft geen betoog dat het FTK voor pensioenfondsen leidt tot een toename van de complexiteit

van de regelgeving. Voor een deel is dit onvermijdelijk. Zoals ook reeds aangestipt bij de interne modellenmethode, zou bij de uiteindelijke vormgeving van het FTK er echter naar gestreefd moeten worden de complexiteit en de extra administratieve lasten vanwege het FTK tot het strikt noodzakelijke te beperken.

Conclusie

Het FTK is inmiddels vergaand uitgekristalliseerd. Er zijn nog enkele discussiepunten en niet volledig uitgewerkte onderdelen. Een algemeen uitgangspunt dient te zijn dat parameters en veronderstellingen realistisch worden gekozen, zonder ingebouwde prudentie. Deze dient tot uiting te komen in de gekozen zekerheidsmaat en de risico-opslagen. Het FTK heeft een aantal gunstige effecten. Dit geldt met name voor de 'fair value' benadering, die zorgt voor een realistischer beeld van de financiële positie van pensioenfondsen en een adequater beleggingsbeleid. Het grootste risico van het FTK is dat het leidt tot een op de korte-termijn gericht beleggingsgedrag en tot procyclisch gedrag. Het behoud van het Nederlands pensioenstelsel vereist dan ook een verstandige en afgewogen toepassing van het FTK.

Referenties

- Boender, G.E., 2005, Het pensioencontract: DB, collectief DC of individueel DC, in: R. Bauer et al. (red.), *Vergezichten*, ABP, 85-88.
- Bovenberg, 2005, Pensioenen en optimale risicodeling, *Economisch Statistische Berichten*, 23 september, 412-414.
- Campell J.Y. en L.M. Viceira, 2005, The term structure of the risk-return trade off, *Financial Analysts Journal* 61, January/February, 34-44.
- DNB, 2005, *Financiële positie ultimo 2005*, brief aan pensioenfondsen d.d. 9 december.
- Hoevenaars R., R. Molenaar, P. Schotman en T. Steenkamp, 2005, Strategic asset allocation with liabilities: beyond stocks and bonds, Paper gepresenteerd op INQUIRE seminar, Wenen, 2-4 oktober.
- Dimson, E., P. March and M. Staunton, R. Elegeti, 2005, *Global Investment Returns Yearbook 2005*, London Business School/ABN-Amro, 2005.
- Oppenheimer, P., 2003, Equity vs bonds: the great debate, *Goldman Sachs Global Strategy Research*, April 28.
- Ponds, E.H.M., R. Bosch, E.A. Breunese en B-J. Willemsen, Defined contribution versus defined benefit: pensioenfinanciering tussen keuzevrijheid en risicodeling, in: J.B. Kuné (red.), *Studies naar defined benefit- en defined con-*

tribution-regelingen, Stichting Pensioenwetenschap, Den Haag, 28-103.

- PVK, 2004, *Consultatiedocument Financieel Toetsingskader*, Apeldoorn, 21 oktober.
- PVK, 2004, *Beleidsregel Toepassing Hoofdpijnennota*, (Bijlage 1), Apeldoorn, 21 oktober.
- Siegel, J.J., 1998, Risk and return: start with the building blocks, in: *Mastering Finance*, FT/Pitman Publishing, London
- SZW, 2004, *Hoofdpijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet*, Tweede Kamer, vergaderjaar 2003-2004, 28 294, nr.4
- SZW, 2005, *Matrix ten aanzien van de toeslag pensioenaanspraken en pensioenrechten (met Handleiding)*, toegezonden aan Tweede Kamer op 11 april 2005.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries, 2005, Micropremie en macroparadox, *Economisch Statistische Berichten*, 9 september, 386-389
- Vries, B. De, 2005, Naar een schokbestendig pensioenstelsel, In: R. Bauer et al. (red.), *Vergezichten*, ABP, 61-64.
- WRR, 1999, *Generatiebewust Beleid*, Sdu Uitgevers, Den Haag.

Noten

- De (wortel)formule voor de bepaling van de vereiste solvabiliteit luidt:

$$\sqrt{S_1^2 + S_2^2 + (2 \cdot 0,65 \cdot S_1 \cdot S_2) + S_3^2 + S_4^2 + S_5^2 + S_6^2}$$
;
 waarbij S_1 t/m S_6 de factoren weergeven voor het risico vanwege respectievelijk rente, zakelijke waarden, valuta's, grondstoffen, krediet en verzekeringstechnische aspecten.
- Stel de rendementen in twee opeenvolgende jaren bedragen -10% en 10%. Het rekenkundig gemiddelde bedraagt dan 0%, het meetkundig gemiddelde echter slechts -0,5%. Bij benadering geldt dat het meetkundig gemiddelde gelijk aan het rekenkundig gemiddelde minus de helft van de variantie ervan ($mg = rg - \frac{1}{2} \text{var}$).
- Ook bij vastrentende waarden ligt het meetkundig gemiddelde onder het rekenkundige gemiddelde. Als gevolg van hun veel lagere standaarddeviatie is dit effect echter praktisch verwaarloosbaar.
- Een aantal recente studies van onder meer Siegel (2000), Campell en Viceira (2002 en 2005) en van Hoevenaars, Molenaar, Schotman en Steenkamp (2005) wijzen in deze richting.
- In de empirische literatuur worden hier waarden tussen 2 en 8 genoemd. Zie hiervoor verder ook de bijdrage van Barton Waring in dit VBA journaal.