

Tien Punten voor het Financieel Toetsingskader

Het Nederlandse pensioenstelsel is niet zonder meer toekomstbestendig. De vergrijzing van de samenleving betekent dat de kosten steeds verder oplopen. Daarnaast vergroot de toegenomen nadruk op aandelenbeleggingen de kwetsbaarheid van het stelsel voor schokken. Om het doorschuiven van rekeningen naar toekomstige generaties te voorkomen zijn aanpassingen op korte termijn noodzakelijk. Om daarnaast de schokbestendigheid van de fondsen te vergroten is een aanscherping van het toezichtkader geboden. De benodigde maatregelen concentreren zich op vier knelpunten: het spanningsveld tussen een nominale en een reële benadering van pensioenen, het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico, het omgaan met volatiliteit en het waarmaken van de beoogde zekerheid. Dit artikel bevat tien concrete aanpassingen om deze knelpunten te verbeteren.

Inleiding

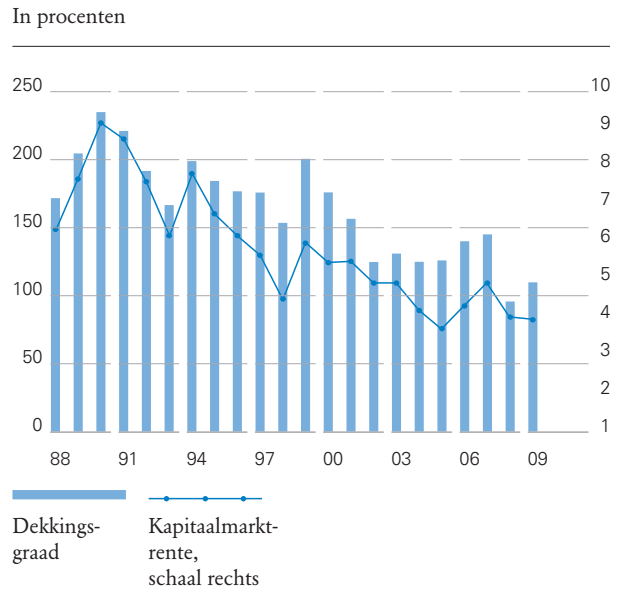
Het Financieel Toetsingskader (FTK) waarborgt dat de toezeggingen die op basis van de pensioenregeling aan de deelnemers zijn gedaan met grote mate van waarschijnlijkheid worden nagekomen. Dit komt neer op de vraag of het pensioenfonds nu en op lange termijn voldoende in kas heeft om aan de verplichtingen te voldoen. De belangrijkste doelen van het FTK zijn:

- Een consistente waardering van bezittingen en verplichtingen,
- Het berekenen van de verplichtingen op realistische grondslagen,
- Het afstemmen van de buffer op het risicoprofiel van het pensioenfonds,
- Het stimuleren van risicoanalyses die op lange termijn zijn gericht.

Veel van deze doelen komen in de praktijk van het FTK goed tot hun recht. Zo is de waardering van zowel de bezittingen als de verplichtingen marktconform. Het belang van een dergelijke consistente waardering is om goed zicht te hebben op de financiële positie van een fonds. Zo maakt marktwaardering de geleidelijke, maar gestage daling van dekkinggraden sinds het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw zichtbaar (grafiek 1). Deze substantiële daling, die samenhangt met de ontwikkeling van de marktrente, bleef tot de invoering van het FTK onopgemerkt door de systematiek van een vaste rekenrente. Daarnaast onderstrepen de schommelingen in de financiële markten hoe belangrijk het is dat het beleggingsbeleid een afspiegeling vormt van de inhoud van het pensioencontract en dat via de solvabiliteitsstoets buffers worden aangehouden die zijn afgestemd op het risicoprofiel van het fonds. Dit wordt aangevuld met de continuïteitsanalyse, die de financiële opzet op lange termijn in ogenschouw neemt. In algemene zin functioneert het instrumentarium van het FTK dan ook goed.

Toch zijn er in de praktijk ook kanttekeningen te plaatsen bij de werking van het FTK. Deze hangen samen met het compromis dat is gezocht tussen zekerheid en betaalbaarheid. Op hoofdlijnen zijn er vier knelpunten te onderscheiden. Ten eerste staan pensioenfondsen voor het ingewikkelde vraagstuk een afweging te maken tussen het bieden van zekerheid ten aanzien van de onvoorwaardelijke aanspraken enerzijds en het nakomen van de voorwaardelijke aanspraken anderzijds. In de praktijk komt dit in nagenoeg alle pensioenregelingen neer op de afruil tussen nominale zekerheid enerzijds en de indexatiedoelstelling anderzijds. Dit onderscheid werkt verschillend door op het optimale beleggings-

Grafiek 1 Ontwikkeling dekkinggraad en kapitaalmarktrente 1988-2009



beleid. Het bieden van nominale zekerheid, door het afdekken van het nominale renterisico met langlopende obligaties en renteswaps, beperkt de indexatiekansen. Terwijl het vergroten van de indexatiekansen, door risicovol te beleggen, juist ten koste gaat van de zekerheid van de opgebouwde nominale aanspraken. Ten tweede is er bij verschillende onderdelen van het FTK onvoldoende evenwicht tussen rendement en risico. Dit speelt bijvoorbeeld bij de herstelplannen. Bij de beoordeling daarvan ligt de nadruk op het gemiddelde pad van de continuïteitsanalyse. Het herstelvermogen op basis van het gemiddelde pad komt gunstiger uit de bus naarmate met meer risico en dus een hoger rendement wordt gerekend. De grotere neerwaartse risico's blijven echter buiten beeld. Een derde knelpunt in het FTK is de omgang met volatiliteit. In de praktijk draagt de combinatie van marktwaardering en de door de fondsen gekozen financiële opzet bij aan de volatiliteit in dekkinggraden. Dit leidt tot volatiele beleidsreacties. Tot slot blijkt het FTK momenteel onvoldoende in staat om de beoogde mate van zekerheid te waarborgen. Dit hangt samen met een mogelijke onderschatting van risico's en het feit dat gedurende de hersteltermijnen de gewenste zekerheid wordt overschreden. Voor elk van de bovenstaande knelpunten zijn er enkele oplossingsrichtingen. Tabel 1 geeft een overzicht van deze oplossingen.

Tabel 1 Overzicht aanpassingen FTK

Knelpunt	Maatregel
Spanning nominaal reëel	1. Verplichte communicatie reële dekkingsgraad 2. Informatie over koopkracht in voorgeschreven slecht weer scenario 3. Premiekortingsgrens koppelen aan reële dekkingsgraad
Verbeteren evenwicht rendement en risico	4. Uitbreiden continuïteitsanalyse met stress tests 5. Ontwikkelen financieel noodscenario 6. Kostendekkende premie niet langer baseren op verwacht rendement
Omgaan met volatiliteit	7. Introductie wachttijd voor indienen herstelplan 8. Correcties op swapcurve bij vertekeningen
Waarmaken zekerheid	9. Aanpassing standaardmodel om te voldoen aan zekerheidsmaat 10. Gedeeltelijk intern model bij fondsspecifieke risico's

Het spanningsveld tussen nominaal en reëel verminderen

Het verminderen van het spanningsveld tussen reële ambitie en nominale zekerheid is op meerdere manieren mogelijk. Een manier is om de informatievoorziening over de indexatiekwaliteit richting de deelnemers te verbeteren. Bijvoorbeeld door pensioenfondsen te verplichten de reële dekkingsgraad te publiceren. Dit is de verhouding tussen de waarde van de beleggingen en die van de geïndexeerde verplichtingen. Deze maatregel geeft een realistischer beeld van wat deelnemers, gezien de financiële positie van het fonds, mogen verwachten in termen van een waarde- of welvaartsvast pensioen. Om de impact van indexatieonzekerheid duidelijk te maken, is het verder nodig dat deelnemers ook informatie krijgen over het te bereiken pensioen onder een 'slecht weer' scenario. Het is belangrijk dit scenario te standaardiseren, zodat de uitkomst voor verschillende regelingen onderling vergelijkbaar is. Zo kan bijvoorbeeld de impact van tegenvallende rendementen of een onvoorziene toename in de levensverwachting worden doorgerekend. Zo wordt het voor de deelnemers duidelijk dat de keuze voor een risicovolle financiering van de indexatie tot een lager pensioen kan leiden.

In de praktijk wordt indexatie immers veelal gefinancierd uit onzekere rendementen. Om deze afhankelijkheid iets te beperken zijn verschillende maatregelen denkbaar. De premiekortingsgrens kan worden gekoppeld aan een reële dekkingsgraad van honderd procent. Premiekorting is dan pas mogelijk, als ook de in de toekomst geambieerde indexaties zijn afgedekt. Op dit moment is premiekorting mogelijk als het fonds 70 procent van zijn ambitie naar verwachting waarmaakt. Dat fondsen indexatie financieren uit onzekere rendementen komt mede doordat er geen of slechts zeer beperkte mogelijkheden zijn om inflatierisico's af te dekken in de kapitaalmarkt. Tegen deze achtergrond zou het daarom helpen als bijvoorbeeld de Nederlandse overheid obligaties uitgeeft, waarvan de betaling is gekoppeld aan de Nederlandse inflatie. Bij een liquide markt voor dergelijke index-linked obligaties hebben pensioenfondsen meer mogelijkheden om inflatierisico's te beheersen via de samenstelling van hun beleggingsmix.

Het verbeteren van het evenwicht tussen rendement en risico

Ook voor het tweede knelpunt, het realiseren van een goede balans tussen rendement en risico, zijn meerdere oplossingen mogelijk. Een optie is de continuïteitsanalyse uit te breiden met voorgeschreven slecht weer scenario's. In het verlengde hiervan kunnen fondsen een financieel noodscenario (contingency plan) opstellen. Hierin geeft het fonds een beschrijving van de inzetbaarheid van de financiële sturingsmiddelen onder tegenvallende omstandigheden en de beoogde effecten daarvan op de financiële positie. De maatregelen die in het financiële noodscenario worden opgenomen, hoeven daarbij overigens niet één op één te worden toegepast als daadwerkelijk economische tegenwind optreedt. Er is altijd ruimte voor een maatwerk aanpak die past bij de aard van de crisis op dat moment. Deze maatregelen vergroten het risicobewustzijn bij fondsbesturen, omdat op voorhand wordt nagedacht over de inzet van maatregelen in geval van moeilijke economische omstandigheden.

Een ander onderdeel van het FTK waar prikkels tot het nemen van risico's een rol spelen, is bij de berekening van de gedempte kostendekkende premie op basis van het verwachte beleggingsrendement. Feitelijk wordt op deze wijze alleen het voordeel meegenomen (hogere verwachte rendement) en niet het nadeel (hogere kans op een ontoereikende financiering). Om deze inconsistentie te ondervangen, stelt de wet momenteel een

additionele voorwaarde aan het disconteren tegen het verwachte rendement. Te weten 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. Hierdoor is het niet mogelijk vóóraf te beoordelen of de nieuwe pensioen-aanspraken kostendekkend worden ingekocht. Dit vergroot het risico op structurele onderfinanciering van nieuwe pensioenaanspraken, waardoor de dekkingsgraad niet op peil blijft. Een oplossing is een eenduidig begrip van de kostendekkende premie te formuleren waarin onzekere, nog niet gerealiseerde risicopremies geen rol spelen.

Omgang met volatiliteit

De dekkingsgraden vertonen soms grote fluctuaties. Hierdoor kan het voorkomen dat fondsen moeten bijsturen als gevolg van korte termijn schommelingen in de financiële markten. Deze volatiele beleidsreacties leiden uiteindelijk tot een hogere pensioenonzekerheid voor de deelnemers en werken doorgaans procyclisch, in de zin dat zij de conjunctuurfluctuaties versterken. Zo kunnen premieverhogingen noodzakelijk zijn om de buffers weer op orde te brengen. Fondsen kunnen de gevolgen van de schommelingen in de dekkingsgraad via het eigen beleid beperken. Ook het FTK houdt op een aantal punten al rekening met de ongewenste consequenties van volatiliteit, zoals via de mogelijkheid tot het stabiliseren van de kostendekkende premie en het gebruik van hersteltermijnen. Een aanvullende maatregel is het stabiliseren van beleidsreacties in het toezichtkader, bijvoorbeeld ten aanzien van het indienen van een herstelplan. Het huidige FTK schrijft voor dat een herstelplan bij de toezichthouder moet worden ingediend wanneer een fonds op enig moment niet meer beschikt over het (minimaal) vereist eigen vermogen. Doordat fondsen direct een herstelplan inleveren op basis van een momentopname wordt de volatiliteit van beleidsreacties mogelijk onnodig vergroot. Het is ook mogelijk hier enige wachttijd in acht te nemen. Pas als blijkt dat na drie kwartalen nog steeds sprake is van een dekkings- of reservetekort wordt het herstelplan ingediend bij de toezichthouder. Op deze manier wordt een fonds in een crisissituatie niet gedwongen te handelen op basis van een momentopname. Dit neemt overigens niet weg dat een tekortsituatie altijd direct moet worden gemeld. De toezichthouder behoudt bovendien de mogelijkheid vanwege fondsspecifieke risico's op

basis van maatwerk een snellere indiening van een herstelplan te eisen. Dit kan ook nodig zijn als de situatie gedurende de wachttijd sterk verslechtert.

Als bron van volatiliteit wordt soms gewezen op de rol van de swapcurve. Pensioenfondsen gebruiken voor de berekening van de technische voorzieningen de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Dit is nodig om een realistisch beeld te hebben van de financiële positie van een fonds. De rentecurve wordt afgeleid van Europese interbancaire swaps, is nagenoeg risicovrij en doorgaans in hoge mate liquide. Swaps zijn daarbij veel makkelijker beschikbaar dan bijvoorbeeld AAA-gewaardeerde staatsobligaties, waardoor het voor pensioenfondsen efficiënter is om het renterisico in de swapmarkt af te dekken. Overigens heeft DNB de mogelijkheid de rentetermijnstructuur te corrigeren voor mogelijke vertekeningen op de swapmarkt. Bijvoorbeeld bij een tijdelijke opdroging van de liquiditeit.

Waarmaken van de beoogde zekerheid

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 verplichtingen. Hiervoor houden pensioenfondsen een buffer aan. Bij het berekenen van de omvang van die buffer hanteren alle pensioenfondsen de voorgeschreven standaardbenadering. De achterliggende periode heeft echter zichtbaar gemaakt dat deze benadering de risico's onderschat, terwijl bepaalde andere risico's – zoals liquiditeitsrisico's, concentratierisico's en risico's uit hoofde van actief beheer- onterecht buiten beeld blijven. Hierdoor is het FTK op dit moment onvoldoende in staat de beoogde zekerheid te waarborgen. Door een herijking van de standaardbenadering en door het meenemen van risico's die tot nu toe buiten beeld zijn gebleven wordt dit ondervangen.

Daarnaast zijn er soms fondsspecifieke risico's die bijvoorbeeld samenhangen met beleggingen in complexe financiële producten. Deze specifieke risico's zijn lastig te vangen in een standaardbenadering. Een (verplichte) toepassing van gedeeltelijke interne modellen ondervangt dit probleem. Op deze manier is het mogelijk het niveau van het vereist eigen vermogen op onderdelen beter te laten aansluiten op het werkelijke risicoprofiel van het pensioenfonds, waardoor de zekerheid van 97,5 procent wordt waargemaakt.

Tot slot

De Commissie Goudwaard komt tot de conclusie dat het Nederlandse pensioenstelsel met de huidige ambities en veronderstelde zekerheid onvoldoende toekomstbestendig is. Ook de Commissie Frijns wijst op de toegenomen kwetsbaarheid van het stelsel.¹ Bij de bereikte premieniveaus is het onontkoombaar het ambitieniveau te verlagen of meer onzekerheid te accepteren. De voorgestelde aanpassingen in het toezichtkader zorgen voor een meer reële kijk op pensioenen, een goed evenwicht tussen rendement en risico, het beperken van volatiele beleidsreacties en het daadwerkelijk bereiken van de beoogde zekerheid. Dit zijn essentiële voorwaarden om het pensioenstelsel naar een nieuw en duurzaam evenwicht te brengen. Het is wenselijk om op korte termijn een start te maken met de beoogde aanpassingen.

¹ Voor de rapporten van de Commissie Goudwaard en de Commissie Frijns zie www.szw.nl.