

november 2015

Renteafdekking van Pensioenfondsen

Onderzoek op verzoek van het Ministerie van
Sociale Zaken en Werkgelegenheid

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Renteafdekking van Pensioenfondsen

Onderzoek op verzoek van het Ministerie van
Sociale Zaken en Werkgelegenheid

Inhoud

Inleiding en samenvatting	5
1. Renterisico op de balans van een pensioenfonds	18
2. Renterisico door pensioenfondsen in de praktijk	37
3. Impactanalyse van rente- en inflatierisico's	46
4. Risico's aan het gebruik van rentederivaten	59
5. Mogelijkheden voor pensioenfondsen om de renteafdekking te wijzigen	72
6. Renteafdekking in nieuwe ftk	85
Bijlage I: De invloed van de UFR op het afdekkingspercentage	98

Inleiding en samenvatting

Bij de behandeling van het wetsvoorstel Aanpassing financieel toetsingskader heeft de Tweede Kamer via een motie van het lid Vermeij c.s.¹ verzocht te onderzoeken of en in welke mate renteafdekkingen in het nieuwe stelsel tot problemen kunnen leiden.

5

Het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid heeft DNB gevraagd dit onderzoek uit te voeren aan de hand van onderstaande onderzoeksvragen:

1. Welke motieven hebben pensioenfondsen voor de omvang en vorm van hun renteafdekking?
2. In welke mate en op welke wijze dekken pensioenfondsen hun renterisico af?
 - a. standen per eind 2014
 - b. afhankelijk van de beschikbaarheid inzicht in de ontwikkeling sinds de invoering van de PW.
3. Wat zijn de (positieve en negatieve) effecten van renteafdekking en in welke scenario's ontstaan deze effecten?
 - a. een kwalitatieve beschrijving van 'plus- en minpunten' van renteafdekking. Hierbij wordt aandacht besteed aan de risico's van renteafdekking in de vorm van tegenpartijrisico's en liquiditeitsrisico's.
 - b. een kwantitatieve impactanalyse waarin vanuit verschillende scenario's de effecten van renteafdekking wordt geanalyseerd.
4. Welke mogelijkheden hebben pensioenfondsen om hun renteafdekking te wijzigen (in relatie tot hun risicoprofiel)?
5. Wat is het effect van het nieuwe ftk op de mate waarin en de manier waarop pensioenfondsen hun renterisico afdekken?

Algemene opmerkingen vooraf

- Voor dit rapport is gebruik gemaakt van rapportagegegevens van pensioenfondsen (circa 220) over de periode 2007-2015, aangevuld met analyses van DNB. Fondsen die in een liquidatietraject zitten, zijn hierbij buiten beschouwing gelaten.
- Voor de analyses in dit rapport is uitgegaan van de UFR-methodiek die werd gehanteerd tot 15 juli 2015.

¹ Kamerstukken II 2014-2015, 33972, nr. 39

Het afdekken van renterisico (vraag 1)

De balans van pensioenfondsen is gevoelig voor veranderingen in de rentecurve, en daarmee voor renterisico. Zowel de waarde van pensioenverplichtingen² als de waarde van de beleggingen zijn gevoelig voor veranderingen in de rentecurve. Als de invloed van de rente op de pensioenverplichtingen anders is dan de invloed van de rente op de beleggingen ontstaat er renterisico.

Met behulp van beleggingen in obligaties kunnen pensioenfondsen hun renterisico (gedeeltelijk) afdekken.³ Door te kiezen voor obligaties die passen bij de looptijd van de verplichtingen kunnen pensioenfondsen hun renterisico verminderen.⁴ Omdat obligaties voor langere looptijden minder liquide of niet beschikbaar zijn, hebben pensioenfondsen andere instrumenten nodig als zij het renterisico verder willen terugbrengen.

Pensioenfondsen die het renterisico op hun balans verder willen afdekken kunnen gebruik maken van rentederivaten: renteswaps of renteswaptions. Swaps en swaptions zijn bruikbare instrumenten voor pensioenfondsen om het renterisico te verminderen, maar er ontstaan door het gebruik nieuwe risico's, zoals tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico, replacement risico en operationeel risico, die vragen om extra beheersingsmaatregelen (zie hierna).

De meeste pensioenfondsen hebben niet alleen de doelstelling om de nominale pensioenverplichtingen uit te keren, maar hebben ook de ambitie om pensioenen uit te keren die meestijgen met (de stijging van) de prijzen of lonen. Bij het realiseren van de doelstelling van pensioenfondsen speelt daarom naast de nominale rente ook de reële rente⁵ een rol.

Het onvoorwaardelijke karakter van de nominale pensioentoezegging maakt het logisch het renterisico af te dekken, maar de ambitie om te indexeren kan een complicerende factor vormen. Een maatregel gericht op het verlagen van het nominale renterisico kan het reële

2 In dit rapport wordt uitgegaan van pensioenverplichtingen van fondsen met een uitkeringsovereenkomst.

3 Ook obligaties met een hoge zekerheid, zoals Duitse en Nederlandse overheidsobligaties, vormen overigens geen perfecte match voor de verplichtingen van pensioenfondsen omdat, er ook een spread bestaat tussen Duitse overheidsobligaties en de swap rentecurve en de rentecurves verschillend kunnen bewegen. Met obligaties kan daardoor het renterisico niet perfect worden afgedekt.

4 De keuze van fondsen om te beleggen in obligaties of in zakelijke waarden zoals aandelen hangt overigens vooral samen met de risicohouding van het fonds (en in het verlengde daarvan de sociale partners die de pensioenregeling afspreken) en de afwegingen die worden gemaakt in de pensioendriehoek: premie, ambitie en risico.

5 De reële rente is gelijk aan de nominale rente gecorrigeerd voor (d.w.z. verminderd met) de inflatie.

renterisico juist vergroten (en andersom). Het afdekken van het nominale renterisico kan er namelijk toe leiden dat in situaties van inflatieschokken de reële ambitie in gevaar komt. Omdat het huidige financiële toetsingskader vooral gericht is op het waarmaken van de nominale aanspraken kan dit er toe leiden dat fondsen een keuze moeten maken tussen het sturen op een reële ambitie aan de ene kant, en aan de andere kant het veilig stellen van de nominale aanspraken door te sturen op het voorkomen van een dekkingstekort.

De uiteindelijke keuze om het renterisico af te dekken is een keuze van het pensioenfondsbestuur, waarbij de belangrijkste overweging ligt in de keuze tussen nadruk op nominale zekerheid versus nadruk op de reële ambitie. Elk bestuur maakt daarbij zijn eigen afwegingen die mede afhankelijk is van de risicohouding van het fonds. Bij die keuze speelt de financiële positie van het fonds een belangrijke rol. De financiële positie bepaalt immers de ruimte om risico's te lopen. Gelet op de huidige financiële positie van veel fondsen is de noodzaak om op nominale zekerheid te sturen vergroot.

Bij de afweging die fondsen maken voor het afdekken van het renterisico kan in de praktijk ook een visie op de rente van een pensioenfondsbestuur een rol spelen, zowel bij de strategische beslissing om renterisico al dan niet af te dekken, als bij de meer tactische beslissing over de mate waarin wordt afgedekt. Een pensioenfondsbestuur dat besluit het renterisico (gedeeltelijk) af te dekken, profiteert niet (of niet volledig) van een rentestijging.⁶ Een pensioenfondsbestuur dat een rentestijging verwacht, zou daarom kunnen besluiten het renterisico niet of gedeeltelijk af te dekken. Dit vormt vooral een tactische beleggingsbeslissing.

Eveneens kan in de praktijk een visie over de ontwikkeling van de rente op de lange termijn een rol spelen bij de afweging van fondsbesturen om het renterisico al dan niet af te dekken. Als het bestuur veronderstelt dat de rente convergeert naar een bepaald lange-termijn gemiddelde (ook wel aangeduid als mean reversion), dan zou een pensioenfonds kunnen besluiten tijdelijke schommelingen niet op te vangen en daarom niet of slechts gedeeltelijk het renterisico af te dekken.

Het afdekken van renterisico door pensioenfondsen in de praktijk (vragen 2a en 2b)

In de praktijk blijkt dat de ontwikkeling van de renteafdekking⁷ sinds de invoering van de Pensioenwet in 2007 een redelijk stabiel verloop laat zien. Er is een lichte daling te zien

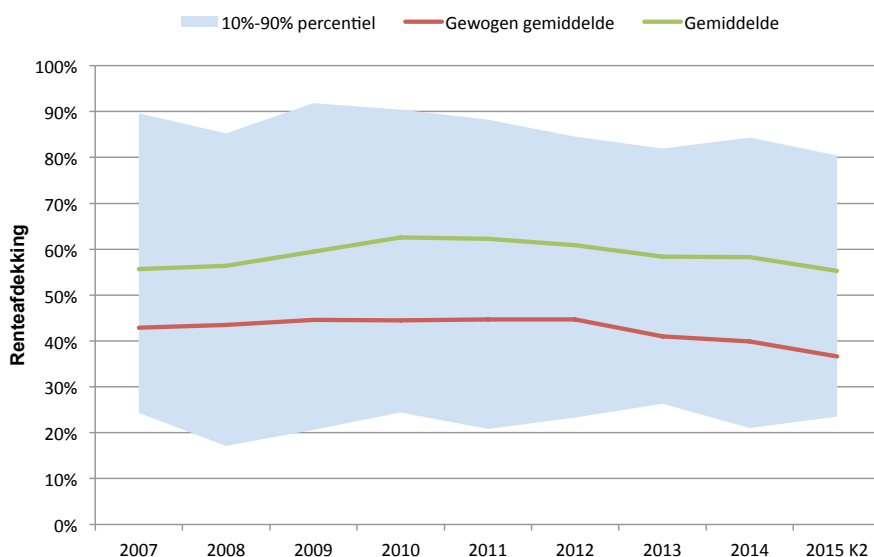
⁶ Tenzij het swaptions afsluit, maar daar zijn te betalen premies aan verbonden.

⁷ Voor deze analyse is gebruik gemaakt van de resultaten van de schokken voor renterisico in de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV): met hoeveel euro stijgen de beleggingen bij een voorgeschreven renteschok ten opzichte van de stijging in de verplichtingen bij deze schok? Een 100% afdekking betekent dat de beleggingen en de verplichtingen met hetzelfde bedrag stijgen.

8

in de renteaftdekking in de afgelopen jaren. Of deze daling versterkt doorzet vanwege de invoering van het nieuwe ftk en de eenmalige mogelijkheid van fondsen om hun risicoprofiel te wijzigen en daarmee hun renteaftdekking aan te passen, is (nog) niet duidelijk zichtbaar.⁸ Gemiddeld (naar fondsomvang gewogen) heeft de Nederlandse pensioensector het renterisico voor circa 40% afgedekt.⁹ Meer dan de helft van de renteaftdekking komt voor rekening van rentederivaten, waarbij renteswaps het grootste deel voor hun rekening nemen en swaptions een zeer beperkte rol spelen. Het ongewogen gemiddelde ligt op circa 60%. Over het algemeen dekken grotere fondsen dus een kleiner deel van het renterisico af dan middelgrote en kleinere fondsen. Gelet op de brede waaier om dit gewogen gemiddelde heen, blijkt dat (ook over de tijd gezien) het renteaftdekkingsbeleid van pensioenfondsen sterk uiteen loopt.

Figuur 1 Renteaftdekking van pensioenfondsen 2007 – 2015: stabiel verloop, veel verschil tussen fondsen



⁸ Zie ook box IX hoofdstuk 5.

⁹ Voor de periode vóór 2007 zijn onvoldoende betrouwbare gegevens beschikbaar om harde uitspraken te kunnen doen over de renteaftdekkingspercentages.

Impactanalyse van rente- en inflatierisico's (vraag 3b)

Scenario's in de vorm van een directe schok op de rentecurve en/of de inflatie

Aan de hand van directe rente- en inflatiescenario's op de nominale en reële dekkingsgraad¹⁰ bij verschillende vormen van renteafdekking kan inzicht worden verkregen in de gevolgen voor de dekkingsgraad op korte termijn. De analyse richt zich daarbij op vier verschillende strategieën voor de beleggingen. De vier verschillende vormen betreffen: geen renteafdekking, feitelijke renteafdekking (gebaseerd op het huidige gewogen gemiddelde afdekkingspercentage van de Nederlandse pensioensector), volledige nominale renteafdekking en volledige reële renteafdekking¹¹. De scenario's hebben de vorm van een directe 'schok' op de rentecurve¹² en/of de inflatie (-0,5%, 0% en 0,5%) met een directe impact op de dekkingsgraad.

Tabel 1 Rente/inflatiescenario's als mutatie van actuele curve

Scenario's	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8
Inflatie (tov 2%)	december 2014	-0,5%	-0,5%	-	-0,5%	+0,5%	+0,5%	-	+0,5%
Reële rente		-0,5%	-	-0,5%	+0,5%	-0,5%	-	+0,5%	+0,5%
Nominale rente		-1%	-0,5%	-0,5%	-	-	+0,5%	+0,5%	+1%

Zoals mocht worden verwacht, leidt het volledig ontbreken van renteafdekking tot de grootste gevoeligheid voor zowel de nominale als de reële dekkingsgraad (tabel 2). Als het renterisico niet wordt afgedekt, daalt de nominale dekkingsgraad als gevolg van een daling van de nominale rente van 1% naar 88%. Daarentegen stijgt de nominale dekkingsgraad naar 121% als de nominale rente met 1% stijgt. Er is sprake van een spreiding van 33%-punt.

- ¹⁰ De nominale dekkingsgraad is de dekkingsgraad berekend door de verplichtingen te verdisconteren op basis van de rentecurve inclusief UFR. De reële dekkingsgraad is berekend door de verplichtingen te verdisconteren tegen de reële rentecurve inclusief UFR, waarbij is gerekend met een inflatie van 2%.
- ¹¹ Het betreft daarbij een theoretische benadering, omdat in de praktijk een volledig reële renteafdekking niet mogelijk is.
- ¹² Daarbij is de rentecurve vóór de toepassing van de UFR geschokt, waarna de UFR aan de curve is toegevoegd.

Tabel 2 Impact van scenario's op nominale en reële dekkingsgraad, voor vier alternatieven in renteafdekking

Impact nominale DG	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8	Spreiding
<i>Feitelijke afdekking</i>	103%	95%	99%	99%	103%	104%	108%	107%	112%	17%
<i>Geen afdekking</i>	103%	88%	95%	95%	103%	103%	112%	112%	121%	33%
<i>Nominale afdekking</i>	103%	103%	103%	103%	103%	103%	103%	103%	104%	1%
<i>Reële afdekking</i>	103%	99%	95%	107%	91%	116%	112%	99%	107%	25%

Impact reële DG	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8	Spreiding
<i>Feitelijke afdekking</i>	74%	73%	76%	70%	80%	68%	71%	77%	74%	12%
<i>Geen afdekking</i>	74%	67%	74%	67%	80%	67%	74%	80%	80%	13%
<i>Nominale afdekking</i>	74%	79%	80%	73%	80%	67%	68%	74%	69%	13%
<i>Reële afdekking</i>	74%	76%	74%	76%	71%	76%	74%	71%	71%	5%

De feitelijke strategie is het meest gevoelig voor scenario's (4 en 5) waarin de verandering in inflatie en reële rente elkaar opheffen (en er dus geen verandering is in de nominale rente). Ondanks een gelijkblijvende nominale rente, kan in deze afdekkingsstrategie de indexatie-ambitie van het pensioenfonds onder druk komen te staan, omdat de reële dekkingsgraad daalt.

Bij reële matching laat de nominale dekkingsgraad in diezelfde scenario's relatief grote uitslagen zien. Dit is een logische, maar vervelende consequentie van deze strategie in een nominaal kader.

Langere termijnscenario's in rente, inflatie en aandelen

Aan de hand van een aantal eenvoudige scenario's zijn de effecten van verschillende vormen van renteafdekking op de dekkingsgraad en de realisatie van de indexatie-ambitie op een langere termijn geanalyseerd (tien jaar). De mate waarin het renterisico wordt afgedekt loopt van géén afdekking (0%) tot volledige afdekking (100%), in stappen van 25%. De set van scenario's dekt verschillende 'archetypen' van economische ontwikkelingen als Herstel, Verzwakking, Stagflatie en Continuering¹³ waaruit een overzicht van soms sterk uiteenlopende uitkomsten op de dekkingsgraad en indexatie tevoorschijn komt.

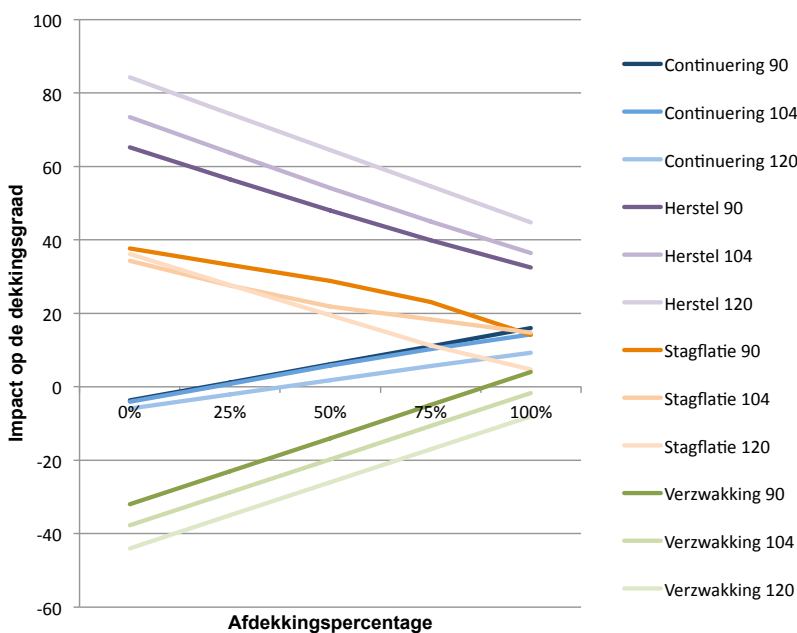
Er is uitgegaan van een 'representatief pensioenfonds': de balans is gebaseerd op de balans en kasstromen van de pensioensector als geheel. Voor dit fonds is het vereist eigen vermogen gelijk aan 20%. Elke scenario is voor drie startdekkingsgraden doorgerekend: 120%, 104% en 90%. Het eigen vermogen is daarmee bij aanvang respectievelijk gelijk aan het vereist eigen vermogen, het minimaal vereist eigen vermogen en -10%.

¹³ Voor een uitgebreide beschrijving van de gehanteerde scenario's zie paragraaf 3.3

De analyse laat zien dat (figuur 2):

- de (impact op) de dekkingsgraad over een looptijd van tien jaar, gevoelig is voor de specifieke economische scenario's: het herstelvermogen is daarbij vooral afhankelijk van het veronderstelde aandelenrendement
- een hogere mate van renteafdekking zowel het neerwaartse risico als de opwaarts potentiële winst beperkt: de waaier aan uitkomsten is immers veel kleiner bij een hogere renteafdekking dan bij een lagere renteafdekking
- scenario Verzwakking laat zien dat er ook in de huidige lage rente-omgeving nog steeds een significant renterisico bestaat: zonder renteafdekking kan in dit scenario een forse daling van de dekkingsgraad optreden
- het scenario Herstel laat zien dat renteafdekking ook betekent dat het herstel wordt beperkt als de rente weer oploopt
- een hoge initiële dekkingsgraad blijkt voor de realisatie van de indexatieambitie over de looptijd van tien jaar van groot belang (zie figuur 3.3, paragraaf 3.3). Alleen in het herstelscenario is de groei van de dekkingsgraad voldoende krachtig om ook nog bij 104% de indexatie-ambitie grotendeels te realiseren. In alle andere scenario's wordt bij lage dekkingsgraden de indexatieambitie niet gerealiseerd.

Figuur 2 Impact scenario's op dekkingsgraad als functie van de renteafdekking



De uitkomsten illustreren dat de mate van renteafdekking een afweging van belangen is.

Elk fonds moet een balans zien te vinden tussen ruimte voor herstel en voldoende bescherming tegen neerwaartse risico's. Daarbij vormt het beschikbare kapitaal om risico's op te vangen een belangrijke achterliggende factor. Immers een fonds dat onvoldoende financiële buffers heeft, is minder goed in staat tegenvallers op te vangen en zal zich daarom waarschijnlijk meer richten op het veilig stellen van de nominale aanspraken.

Risico's bij het gebruik van rentederivaten (vraag 3a)

De belangrijkste risico's bij het gebruik van rentederivaten zijn: tegenpartijkredietrisico, liquiditeitsrisico en operationeel risico. De mate waarin een 'blootstelling aan' tegenpartijkredietrisico, liquiditeitsrisico en operationeel risico zich manifesteert, hangt af van verschillende factoren en vooral ook van de getroffen beheersmaatregelen. Pensioenfondsen zullen de risico's zoveel mogelijk willen voorkomen door goede beheersmaatregelen te treffen.

Tegenpartijkredietrisico

Pensioenfondsen hebben in de praktijk een aantal mogelijkheden om het tegenpartijrisico te mitigeren zoals tegenpartijbeleid, onderpandbeheer en contractenbeheer. In 2012 heeft DNB onderzoek verricht naar het tegenpartijkredietrisico en de beheersmaatregelen die pensioenfondsen in de praktijk toepassen.¹⁴ De conclusie van dit onderzoek luidde dat het tegenpartijkredietrisico uit hoofde van derivatencontracten beperkt was. Fondsen selecteren hun tegenpartijen op kredietwaardigheid, spreiden risico's over meerdere partijen en vragen gemiddeld genomen goed en voldoende onderpand als zekerheid.

Liquiditeitsrisico

Bij derivatenposities is liquiditeitsrisico in zekere zin het spiegelbeeld van tegenpartijrisico.

Bij rentederivaten kunnen er betalingen zijn vanwege de periodieke renteverrekening en door verplichtingen om onderpand te leveren als het derivaat een negatieve waarde ontwikkelt. Tegenpartijrisico ontstaat wanneer derivaten een positieve marktwaarde voor het pensioenfonds ontwikkelen, liquiditeitsrisico ontstaat wanneer derivaten een negatieve marktwaarde voor het pensioenfonds ontwikkelen.

¹⁴ Over dit onderzoek is onder de titel 'Tegenpartijrisico van pensioenfondsen beperkt' gepubliceerd in het DNB Bulletin van augustus 2012: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2012/dnb277035.jsp>
Naar aanleiding hiervan heeft DNB een aantal handvatten en best practices uitgebracht die pensioenfondsen kunnen helpen om met tegenpartijrisico om te gaan: http://www.dnb.nl/binaries/Tegenpartijrisico_tcm46-290653.pdf

Negatieve marktwaardes van derivaten hoeven niet direct te leiden tot liquiditeitsrisico, dit hangt samen met de omvang van liquide beleggingen van pensioenfondsen.¹⁵ In extreme gevallen kan de noodzaak ontstaan om beleggingen te verkopen om cash te genereren, mogelijk tegen slechte prijzen.

Voor de pensioensector als geheel blijkt dat er voor rentederivaten voldoende liquide beleggingen worden aangehouden om renteschokken van 1% en 2%-punt op te vangen. Dit blijkt uit een berekening aan de hand van renteschokken waarin de rentecurve (parallel) stijgt met +1% en met +2%. Door de positieve marktwaarde van € 74 miljard van renteswaps zullen beperkte renteschokken eerst leiden tot een verlaging van deze positieve marktwaarde, maar voor de meerderheid van de pensioenfondsen nog niet leiden tot negatieve marktwaardes van de totale rentederivatenpositie. Bij een grotere renteschok zullen veel fondsen een beperkte, negatieve marktwaarde op de totale rentederivatenpositie ontwikkelen.¹⁶ Het valt natuurlijk niet uit te sluiten dat een individueel fonds door een renteschok met liquiditeitsproblemen wordt geconfronteerd. Bovendien kan een renteschok gepaard gaan met schokken die invloed hebben op andere derivatencontracten, zoals valutacontracten, dan kan er sprake zijn van een grotere liquiditeitsbehoefte. Daarnaast is in deze analyse geen rekening gehouden met de toekomstige implicaties van EMIR voor pensioenfondsen.¹⁷

Tabel 3 Effect renteschok op liquiditeitspositie pensioenfondsen (2014)

	2014 K4 (in miljarden)	Als % van de beleggingen
Totale beleggingen	1.127	
Totaal vastrentende waarden (excl. derivaten)	551	49%
- waaronder staatsobligaties	280	25%
- waaronder liquide middelen	45	4%
Marktwaarde swaps	74	7%
Impact +100bp renteschok op swaps	-47	-4%
Impact +200bp renteschok op swaps	-95	-8%

(aanname: lineair doortrekken 100bp schok)

¹⁵ Zie ook DNBulletin: Afdekking renterisico door Nederlandse pensioenfondsen vereist adequaat liquiditeitsbeheer (www.dnb.nl)

¹⁶ Het ontbreken van 'netting' over contracten kan op individueel niveau de risico's vergroten.

¹⁷ Zoals wordt toegelicht in paragraaf 4.2.4 wordt binnen EMIR door de Central Clearingparty meestal cash als onderpand geëist voor de variation margin. Als fondsen op termijn onder de clearing vereisten van EMIR vallen, kunnen zij door deze eis bij renteschokken eerder dan nu in liquiditeitsproblemen komen.

Operationeel risico

De belangrijkste maatregel om operationeel risico te beperken is het inrichten van een professionele omgeving. Hoe groter en complexer een derivatenportefeuille, hoe professioneler het risicobeheersingsraamwerk er omheen dient te zijn.¹⁸ Pensioenfondsen zijn verplicht een organisatie in te richten die een 'beheerste en integere' bedrijfsvoering waarborgt (artikel 143 Pw). Dit betreft de inrichting van interne controlemechanismen, waaronder een goede administratie en onafhankelijk risicomangement, heldere governance in de besluitvorming en in het uitvoeren van het beleggingsbeleid, en expliciet beleid om integriteitsrisico's te beperken.

Mogelijkheden voor pensioenfondsen om de renteafdekking te wijzigen (vraag 4)

Bij een gezonde financiële positie, dat wil zeggen een beleidsdekkingsgraad die voldoet aan het vereist eigen vermogen (VEV),¹⁹ kan een fonds het renteafdeckingsbeleid aanpassen mits dit past bij de risicohouding van het fonds en hierbij wordt voldaan aan de prudent person regel. Het gaat hierbij om reguliere eisen die worden gesteld aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.

Pensioenfondsen in tekort hebben te maken met de wettelijke eis dat zij hun risicoprofiel niet mogen vergroten. Deze eis is bedoeld om te voorkomen dat fondsen meer beleggingsrisico nemen om hun herstelvermogen te vergroten. Vergroten van het risicoprofiel leidt enerzijds (in verwachting, dus ex ante) tot grotere verwachte beleggingsopbrengsten, maar vergroot anderzijds ook het risico dat het fonds dieper in tekort raakt of gedurende een langere periode in een tekortsituatie verkeert. Het gevolg hiervan kan zijn dat deelnemers met grote kortingen worden geconfronteerd dan voor de wijziging van het risicoprofiel.

Fondsen in een tekortsituatie mogen weliswaar het risicoprofiel (in termen van het VEV) van het strategisch beleggingsbeleid niet doelbewust vergroten, maar er zijn wel mogelijkheden om binnen het strategische beleggingsbeleid de beleggingsportefeuille aan te passen:

- Fondsen hebben namelijk de mogelijkheid om binnen het strategisch beleggingsbeleid risico's uit te ruilen. Zo kan een vergroting van het renterisico worden gecompenseerd door een verlaging van risico elders in de beleggingsportefeuille, bijvoorbeeld door minder in aandelen te beleggen.
- Daarnaast mogen fondsen een dynamisch strategisch beleggingsbeleid hanteren. Daarin is het toegestaan om binnen het vooraf vastgelegde dynamische beleggingsbeleid het renterisico te vergroten.

¹⁸ Deze vereiste is vastgelegd in artikel 18 lid 3 van het Besluit ftk.

¹⁹ Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent dit een beleidsdekkingsgraad van minimaal 120%.

Ook bij de implementatie van het strategisch beleggingsbeleid in het beleggingsplan zijn er mogelijkheden om de renteafdekking tijdelijk aan te passen:

- Zo is het toegestaan dat fondsen als gevolg van volatiliteit op financiële markten tijdelijk een hoger risicoprofiel, in termen van het VEV, hebben. Dit geldt ook als gevolg van de feitelijke renteafdekking. Als de renteafdekking door marktontwikkelingen tijdelijk afwijkt waardoor het VEV toeneemt, wordt dit niet aangemerkt als een doelbewuste vergroting van het risicoprofiel. Het fonds moet hiervoor vooraf bandbreedtes vastleggen in het strategisch beleid en het beleggingsplan.
- Bovendien mogen pensioenfondsen om tactische redenen tijdelijk afwijken van de strategische beleggingsmix. Zo kan een fonds binnen de afgesproken bandbreedte de renteafdekking vergroten/verkleinen als onderdeel van tactisch beleid of als gevolg van het herwegingsbeleid. Ook hierbij geldt dat het fonds vooraf bandbreedtes moet vastleggen in het strategisch beleid en het beleggingsplan.

Fondsen die van mening zijn dat zij ondanks hun tekortsituatie vanwege specifieke omstandigheden toch hun risicoprofiel doelbewust zouden moeten kunnen vergroten, door hun renteafdekking aan te passen, kunnen daarvoor bij DNB een ontheffing aanvragen. Daarbij moet worden voldaan aan de voorwaarden in artikel 141 PW waaronder een onderbouwing van het belang van deelnemers en gepensioneerden. DNB kan vervolgens op basis van maatwerk (en onder voorwaarden) een fonds in tekort een ontheffing verlenen voor de niet-vergroten-risicoprofiel-eis.

Binnen het recente wetstraject "Aanpassing financieel toetsingskader" (2014) is een overgangsmaatregel getroffen: Fondsen die bij de invoering (van het nieuwe ftk) in tekort verkeren (1-1-2015) krijgen eenmalig de mogelijkheid het risicoprofiel van het strategisch beleggingsbeleid te vergroten, mits ten tijde van de aanpassing wordt voldaan het minimaal vereist eigen vermogen (MVEV-eis)²⁰. Deze aanpassing is bedoeld om alle pensioenfondsen in de gelegenheid te stellen om ook hun beleggingsbeleid (incl. rentebeleid) aan te passen aan het nieuwe ftk. Fondsen die niet aan de MVEV-eis voldoen, kunnen later gebruik maken van deze overgangsmaatregel.

²⁰ Zie artikel 36 van het Besluit ftk.

Het effect van het nieuwe ftk op de renteafdekking van pensioenfondsen (vraag 5)

De wijzigingen die zijn doorgevoerd in het ftk kunnen invloed hebben op de mate waarin pensioenfondsen hun renterisico afdekken. De invoering van het nieuwe ftk is onder meer bedoeld om de spanning te verminderen tussen het sturen op het nakomen van de reeds opgebouwde aanspraken en het streven naar indexatie van die aanspraken te verminderen.²¹

Vanuit economisch perspectief is er echter geen reden tot aanpassing van het renteafdeckingsbeleid onder het nieuwe ftk. Rentevolatiliteit heeft in het nieuwe kader weliswaar minder directe gevolgen, maar ook in het nieuwe kader blijft de pensioenfondsbalans gevoelig voor een daling van de rente. Fondsbesturen die het renterisico willen beperken zullen ook in het nieuwe kader het renterisico (gedeeltelijk) afdekken.

Toch kan de nieuwe regelgeving voor een fondsbestuur aanleiding zijn het gehanteerde renteafdeckingsbeleid tegen het licht te houden. Daarbij kunnen de volgende effecten een rol spelen:

- Het nieuwe kader is stabiel (zie box X, paragraaf 6.3) waardoor er wellicht minder behoefte is om de dekkinggraad te stabiliseren middels het renteafdeckingsbeleid. En er is minder snel sprake van ingrijpende maatregelen op korte termijn (zoals grote kortingen of premiestijgingen).
- De MVEV-maatregel²² kan daarentegen een argument zijn om het renteafdeckingsbeleid niet aan te passen, omdat op langere termijn (grotere) onvoorwaardelijke kortingen niet kunnen worden uitgesloten.

Uit berekeningen voor een voorbeeldfonds blijkt dat de mediane dekkinggraad zich in het nieuwe ftk sneller en geleidelijker naar een hoger niveau ontwikkelt dan in het oude ftk. Door de indexatiedrempel en indexatieregels liggen de kans op indexatie en verwachte omvang van de indexatie lager. In het oude ftk konden fondsen bovendien sneller overgaan op inhaalindexatie. Het voorbeeldfonds compenseert gemiste indexatie zoveel mogelijk als het uit tekort is. Dit zorgt voor een hapering in de ontwikkeling van de dekkinggraad boven de VEV-grens onder het oude ftk; in het nieuwe ftk verloopt dit proces van inhaalindexatie meer geleidelijk.

In het nieuwe toetsingskader is de gemiddelde omvang van de korting in het geval van een korting significant kleiner dan in het oude kader. Daar staat tegenover dat de kans op een korting toeneemt. Het eerste effect is echter sterker, waardoor de verwachte korting lager is. De relatief lage kortingen zijn het gevolg van de nieuwe systematiek waarin kortingen

²¹ Zie Memorie van Toelichting, behorend bij het Wetsvoorstel aanpassing financieel toetsingskader, blz 11 (Kamerstukken II 2013-2014, 33972, nr3).

²² Indien een fonds vijf jaar achtereenvolgens niet voldoet aan het MVEV, moet het per direct maatregelen nemen.

mogen worden gespreid over een looptijd van tien jaar. Als een fonds daarentegen na vijf achtereenvolgende jaren nog niet over het minimaal vereist eigen vermogen beschikt, moet het per direct een relatief hogere korting doorvoeren. Het eerste effect van kleine kortingen overheerst echter.

17

[Geconcludeerd kan worden dat renteafdekking ook in het nieuwe toetsingskader zinvol is.](#)

Een hogere renteafdekking helpt het fonds de kans te beperken dat het dusdanig diep of lang in tekort terecht komt, dat het een onvoorwaardelijke korting toe moet passen.²³ Daarentegen kan de kans op indexatie worden vergroot door de renteafdekking te verlagen. Elk fondsbestuur zal echter een eigen afweging maken onder meer in relatie met de overige stuurmiddelen die het tot zijn beschikking heeft en de financiële positie en de risicohouding van het fonds.

²³ Het gaat hierbij voornamelijk om de hoogte van de onvoorwaardelijke kortingen uit hoofde van de MVEV-maatregel.

1 Renterisico op de balans van een pensioenfonds

18

1.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt besproken waarom pensioenfondsen hun pensioenverplichtingen deels of geheel afdekken tegen renterisico. Daartoe wordt eerst het begrip renterisico in relatie tot de balans van een pensioenfonds toegelicht (paragraaf 1.2). Daarna wordt ingegaan op de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen (paragraaf 1.3) en volgt een bespreking van de rentetermijnstructuur die pensioenfondsen gebruiken voor de waardering van de verplichtingen (paragraaf 1.4). Vervolgens wordt het verschil in de rentegevoeligheid van de beleggingen en de verplichtingen beschreven (paragraaf 1.5) en wordt uitgelegd hoe via rentederivaten het renterisico op de balans van een pensioenfonds kan worden verminderd (paragraaf 1.6). Daarna wordt ingegaan op het nominale renterisico versus het reële renterisico (paragraaf 1.7). Het hoofdstuk sluit af met de overwegingen, binnen het beleggingsbeleid, van pensioenfondsen rondom het afdekken van het renterisico (paragraaf 1.8).

1.2 Balans van een pensioenfonds en renterisico

Een pensioenfonds is een organisatie die als doel heeft om, volgens een tussen werkgevers(organisaties) en werknemers(organisaties) afgesproken pensioenregeling, pensioenuitkeringen te verstrekken. De deelnemers betalen daarvoor gedurende hun werkzame leven premies (werknemerspremies), die samen met de door de werkgevers betaalde premies door het pensioenfonds moeten worden beheerd. De geïnvesteerde premies vormen samen met de daarover gerealiseerde rendementen de beleggingen van het pensioenfonds. Als de deelnemers vervolgens met pensioen gaan ontvangen zij een pensioenuitkering. Deze pensioenuitkeringen vormen de pensioenverplichtingen van het fonds.

Op de balans van een pensioenfonds staan de beleggingen aan de activazijde en pensioenverplichtingen aan de passivazijde van de balans. De verhouding tussen de beleggingen en de verplichtingen geeft een indicatie van de financiële positie van een fonds. Deze verhouding wordt de dekkingsgraad genoemd. Als de waarde van de beleggingen groter is dan de waarde van de verplichtingen is er sprake van eigen vermogen (reserve) en is de dekkingsgraad hoger dan 100%.²⁴

Vereenvoudigde balans van een pensioenfonds

Beleggingen	Pensioenverplichtingen
	Eigen vermogen (+/-)

²⁴ Het vermogen van het pensioenfonds bestaat voor het grootste deel uit de beleggingen en de technische voorzieningen uit de pensioenverplichtingen. In dit rapport wordt geabstraheerd van overige balansposten.

Beide zijden van de balans van pensioenfondsen zijn gevoelig voor veranderingen in de rentecurve en daarmee voor renterisico. Zowel de waarde van de beleggingen als de waarde van de verplichtingen worden namelijk beïnvloed door veranderingen in de rentecurve. Renterisico ontstaat vervolgens als de invloed van de rente op de pensioenverplichtingen anders is dan de invloed van de rente op de beleggingen en rentebewegingen dus impact hebben op de financiële positie van het fonds. Pensioenfondsen zijn ook gevoelig voor allerlei andere risico's zoals aandelenrisico en verzekeringstechnische risico's. Deze worden in dit onderzoek verder niet besproken.

1.3 De rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen

De waarde van pensioenverplichtingen is gevoelig voor veranderingen in de rentecurve. Dit komt doordat de verwachte pensioenuitkeringen worden gewaardeerd met behulp van de rente. De pensioenverplichtingen op de balans van een pensioenfonds kunnen namelijk worden gezien als een optelsom van periodieke geldstromen, de zogeheten kasstromen. Deze (toekomstige) kasstromen reflecteren de verwachte pensioenuitkeringen van alle deelnemers, gepensioneerden en nabestaanden. De waarde van de pensioenverplichtingen wordt bepaald door deze verwachte kasstromen te verdisconteren met de rente (zie box I).

Box I Pensioenverplichtingen en renterisico

Een verandering in de rente verandert de waarde van de pensioenverplichtingen. Stel een pensioenfonds moet over één jaar duizend euro aan pensioen uitkeren. Bij een rente van 3% moet het fonds daar op dit moment 971 euro voor in kas hebben. Immers een bedrag van 971 euro groeit met een rente van 3% in één jaar aan tot 1.000 euro (971 keer 1,03 is gelijk aan 1.000 euro). Daarentegen zal het fonds bij een rente van 2% 980 euro in kas moeten hebben, terwijl het fonds maar 962 euro in kas hoeft te hebben bij een rente van 4%. Bij een hogere rente daalt dus de waarde van de pensioenverplichtingen: het fonds hoeft nu minder in kas te hebben voor dezelfde uitkering op termijn; bij een lagere rente stijgt de waarde om over een jaar dezelfde uitkering te kunnen doen.

Bij uitkeringen die verder in de toekomst liggen, gaat de rente een grotere rol spelen. In dat geval kun je immers over een langere periode rente ontvangen en gaat ook de rente over de ontvangen rente een rol spelen ('rente-op-rente'). Om over twee jaar een bedrag van 1000 euro te kunnen uitkeren (bij een rente van 3%) moet ons voorbeeldfonds op dit moment over 943 euro beschikken. Immers in jaar 1 groeit een bedrag van 943 euro met 3% naar 971 en vervolgens in jaar 2 naar 1000 euro. Zo moet het fonds om over twintig jaar 1.000 euro te kunnen uitkeren bij een rente van 3% daarvoor op dit moment

554 euro in kas hebben. Bij een rente van 2% heeft dit zelfde fonds een bedrag nodig van 673 euro. Door de langere tijdsduur waarop de rente werkt, neemt het actueel benodigde bedrag sterk af. Maar tegelijkertijd neemt de gevoeligheid van dit bedrag toe voor renteveranderingen.

Het terugrekenen van een bepaald bedrag in de toekomst naar de waarde op dit moment wordt 'contant maken' of 'verdisconteren' genoemd. Het bedrag op dit moment heet de contante waarde. En de rente waarmee wordt gerekend heet de disconteringsvoet. Zo wordt het bedrag van 971 euro de contante waarde genoemd van een uitkering van duizend euro over één jaar bij een disconteringsvoet van 3%. Het bedrag van 554 euro is de contante waarde van een uitkering van 1.000 euro over een periode van twintig jaar bij een disconteringsvoet van 3%. En bij een disconteringsvoet van 2% is voor diezelfde 1.000 euro over een periode van twintig jaar de contante waarde gestegen naar 673 euro. De daling van de rente met 1% leidt er in dit voorbeeld toe dat de contante waarde van de pensioenverplichting 119 euro hoger is geworden.

Een in de praktijk veel gebruikte maatstaf ter benadering van de gevoeligheid voor de rente ('renterisico') is de duration. De duration van een set van kasstromen is de (gewogen) gemiddelde looptijd van de kasstromen.²⁵ De benaderingsmethode luidt dat de waardeverandering van de kasstromen bij een renteverandering van 1% negatief schaalt met de duration als factor.²⁶ Een duration van bijvoorbeeld 20 wil zeggen dat als de rente met 1% daalt, de contante waarde van de pensioenverplichtingen met ongeveer 20% stijgt. Andersom heeft in dat geval een stijging van de rente met 1% een waardedaling van ongeveer 20% tot gevolg. De duration geeft een goede benadering voor het effect van beperkte renteveranderingen.

Bij een gemiddeld Nederlands pensioenfonds hebben de pensioenverplichtingen op dit moment een duration van ongeveer 18 jaar. Jonge pensioenfonds (i.e. pensioenfonds met meer jonge deelnemers) met verwachte pensioenuitkeringen die verder in de toekomst liggen, hebben een hogere duration dan oude pensioenfonds. De looptijd van de kasstromen werkt als een hefboom voor de rentegevoeligheid (zie box I). Hoe verder een kasstroom in de toekomst ligt, hoe gevoeliger deze is voor een verandering in de rente. De rente werkt immers

²⁵ De wegingsfactor voor de looptijd van elke kasstroom is de relatieve waarde van die kasstroom op het geheel.

²⁶ In notatie: $dP/P = -(\text{modified duration}) * dr$, waarin P de waarde van de kasstromen representeert en r de relevante rentevoet. De modified duration is de duration gedeeld door $(1+r)$. Vanwege de lage rente wordt hier verder geen onderscheid gemaakt tussen beide.

een groter aantal jaren door in de bepaling van de waarde. Deze hefboomwerking is direct terug te zien in de besproken benaderingsmethode voor de duration. Bij een fonds met een duration van de verplichtingen van 10 jaar zal een renteverandering van +1% bij benadering tot een waardedaling met 10% leiden, voor het gemiddelde fonds met een duration van 18 tot een grotere waardedaling met circa 18%. De duration fungeert in deze formule als de (negatieve) hefboom.

1.4 De rentetermijnstructuur voor pensioenfondsen voor het waarden van de verplichtingen

Het ftk dat sinds 2007 van toepassing is op pensioenfondsen schrijft voor dat beide zijden van de balans, dus zowel de bezittingen als de verplichtingen, op marktwaarde worden gewaardeerd. Door te waarden op basis van marktwaarde heeft een stijging of daling van de rente invloed op beide zijden van de balans.

Voor de waardering van de beleggingen zijn veelal direct marktwaarden beschikbaar vanuit de financiële markten. Voor de verplichtingen is dit per definitie niet het geval (omdat ze niet-verhandelbaar zijn) en wordt verondersteld dat de contante waarde van de pensioenverplichtingen het vermogen representeert dat nodig is om deze verplichtingen na te kunnen komen. Omdat het ftk voorschrijft dat pensioenfondsen in staat moeten zijn om pensioenen met een grote mate van zekerheid te kunnen uitkeren, wordt de risicovrije rente gebruikt als uitgangspunt voor de disconteringsvoet voor het contant maken van de pensioenverplichtingen (zie box I voor een toelichting op discontering). Zekere toezeggingen vereisen namelijk discontering tegen een zekere, dat wil zeggen, risicovrije rente. Binnen het huidige ftk wordt gerekend met een wettelijke zekerheidsmaatstaf van 97,5%.

De rente die wordt gebruikt is de actuele rentetermijnstructuur (RTS) die maandelijks wordt gepubliceerd door DNB. De rentetermijnstructuur geeft voor alle looptijden het daarbij behorende rentetarief weer (zie figuur 1.1 in box II). Deze actuele rentetermijnstructuur is afgeleid van de interbancaire swapmarkt en is bij benadering een risicovrije rente. Sinds september 2012 wordt bij het vaststellen van de RTS ook gebruik gemaakt van de ultimate forward rate (UFR) om deze disconteringscurve te bepalen (zie box II).

Box II De ultimate forward rate (UFR)²⁷

Met het zogenaamde septemberpakket is in 2012 de UFR-methodiek (UFR = ultimate forward rate) geïntroduceerd. Met deze UFR-methodiek wordt de nominale rekenrente voor lange looptijden aangepast. Voor looptijden langer dan twintig jaar – waarvoor in de markt weinig of geen liquide obligaties voorhanden zijn – is een extrapolatiemethode voorgeschreven die de rentecurve richting de UFR extrapoleert. Op basis van een analyse, uitgevoerd door de Europese toezichthouder (EIOPA) is daarvoor destijds een vast niveau van 4,2% gekozen.

In voldoende liquide markten kan de risicovrije rentecurve worden afgeleid uit marktinformatie. Door het ontbreken van voldoende marktpartijen en -instrumenten is deze informatie over rentes vanaf een bepaalde looptijd minder betrouwbaar. De langste looptijd waarvoor de markt nog als liquide wordt beschouwd, wordt het laatst liquide punt (LLP) genoemd. De LLP voor de interbancaire euro swapmarkt bedraagt 20 jaar.

Tot en met looptijden van 20 jaar wordt de rente daarom volledig afgeleid uit marktinformatie. Voor looptijden langer dan 20 jaar worden marktrenten in afnemende mate meegewogen in de berekening van de rekenrente. Naarmate looptijden langer worden neemt de weging van de UFR toe.

Bij de invoering van de UFR-methodiek is benadrukt dat deze methodiek realistisch moet zijn én blijven. Het is immers van belang dat met deze methodiek een rentecurve kan worden vastgesteld die een zo goed mogelijke benadering vormt van de risicovrije rente, zodat deze curve leidt tot de 'beste schatting' van de waarde van de verplichtingen van pensioenfondsen.

Daarom heeft het kabinet destijds ook de Commissie UFR²⁸ ingesteld die in oktober 2013 een advies heeft uitgebracht. Ze formuleert daarin zes beoordelingscriteria: aansluiting bij financiële markten, aansluiting bij wetenschappelijke literatuur, transparantie en replicerbaarheid, stabiliteit, beperking van verstoring van financiële markten en

²⁷ Zie www.dnb.nl: DNBulletin "UFR geeft pensioenen aanknopingspunt in woelige markten" (2012) en DNBulletin "Aanpassing UFR leidt tot realistischer rekenrente voor pensioen" (2015).

²⁸ De Commissie UFR is ingesteld bij Besluit van de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 21 december 2012 (Kamerstukken II 2012/13, 32 043, nr. 146), zoals gepubliceerd in de Staatscourant van 7 januari 2013 nummer 270.

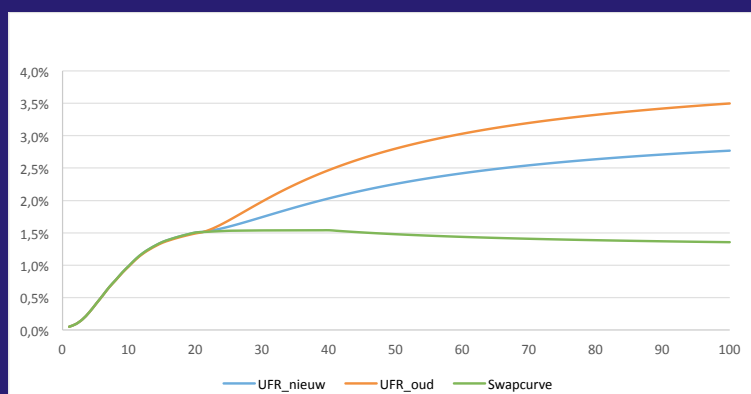
uitlegbaarheid. Op basis van deze beoordelingscriteria komt de Commissie tot het volgende advies ten aanzien van de UFR:

1. Een niveau van de UFR op basis van de gerealiseerde 20-jaars forward rentes in de voorgaande 10 jaar;
2. Een startpunt voor de UFR-methode (het 'First Smoothing Point') bij 20 jaar;
3. Vanaf het startpunt groeit de methode richting de UFR, maar bereikt deze nooit. De extrapolatiemethode neemt marktinformatie ook na het startpunt mee. Het gewicht dat aan deze marktwaarnemingen wordt gegeven, neemt geleidelijk af.

Op 14 juli 2015 maakt DNB bekend dat ze per 15 juli 2015 de verlaagde UFR uit het advies van de Commissie UFR, met een kleine technische aanpassing, implementeert.²⁹ De UFR-asymptoot daalt daardoor van 4,2% naar 3,3% (juli 2015).

Toepassing van de UFR maakt de pensioenverplichtingen minder gevoelig voor schommelingen en mogelijke verstoringen in de lange rente. Onder de huidige marktomstandigheden van lage rentes zorgt de UFR ervoor dat de actuele rekenrente voor looptijden langer dan 20 jaar hoger komt te liggen dan de marktrente. Als de marktrente in de toekomst hoger zou liggen dan de UFR, zal de rekenrente lager worden dan de marktrente.

Figuur 1.1 Rentetermijnstructuren per 31-7-2015



1.5 De rentegevoeligheid van de beleggingen

Naast de pensioenverplichtingen zijn ook de beleggingen van het pensioenfonds gevoelig voor veranderingen in de rente. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt naar de beleggingen in vastrentende waarden (obligaties) en de beleggingen in zakelijke waarden.

²⁹ Zie www.dnb.nl: 'Aanpassing UFR leidt tot realistischer rekenrente voor pensioen', 14 juli 2015.

Beleggingen in zakelijke waarden zijn minder gevoelig voor renteveranderingen. Voor beleggingen in zakelijke waarden zoals aandelen, vastgoed en grondstoffen vormt het primaire risico respectievelijk aandelenrisico, vastgoedrisico en grondstoffenrisico. Voor deze beleggingen wordt in dit rapport verondersteld dat zij geen tot een zeer beperkte directe rentegevoeligheid hebben. Indirect zijn de waarden van deze beleggingen wel in meer of mindere mate gevoelig voor de rente.³⁰ Ter vereenvoudiging beperkt de bespreking zich tot instrumenten waarvoor renterisico het primaire risico is zoals voor obligaties.

De obligatiebeleggingen zijn direct gevoelig voor renteveranderingen en staan bloot aan renterisico. Een obligatie is een lening aan een bedrijf (bedrijfsobligatie), instelling of overheid (staatsobligaties). Een obligatie kent in de basis een nominale waarde, een looptijd en een couponrente. Aan het einde van de looptijd wordt het uitgeleende bedrag terugbetaald (tenzij de uitgevende instantie failliet is gegaan³¹). Periodiek – bijvoorbeeld jaarlijks – vindt betaling van een vaste coupon plaats. Evenals voor de pensioenverplichtingen is er bij obligaties sprake van een set van kasstromen op verschillende looptijden. De waardebeoordeling voor een obligatie is daarmee verder identiek als hierboven toegelicht voor de verplichtingen: gelijk aan de contante waarde van de verwachte kasstromen.³²

Met behulp van beleggingen in obligaties kunnen pensioenfondsen hun renterisico (gedeeltelijk) afdekken. Door te kiezen voor obligaties die passen bij de looptijd van de verplichtingen kunnen pensioenfondsen hun renterisico verminderen.³³ Obligaties met een hoge zekerheid, zoals Duitse en Nederlandse overheidsobligaties, vormen overigens geen perfecte match voor de verplichtingen van pensioenfondsen omdat er ook een spread bestaat tussen Duitse overheidsobligaties en de swap rentecurve en de rentecurves verschillend kunnen bewegen. Met obligaties kan daardoor het renterisico niet perfect worden afgedekt, bovendien zijn langlopende obligaties om langlopende verplichtingen af te dekken, beperkt of

³⁰ Een verandering in de rente en/of inflatie zal zowel de toekomstige kasstromen van aandelen in de vorm van dividenden als de discontering van deze kasstromen beïnvloeden. Voor de berekening van het vereist eigen vermogen van pensioenfondsen is de aanname dat deze effecten elkaar opheffen en het renterisico nul is. Bij vastgoed zullen vergelijkbaar de kasstromen in de vorm van huuropbrengsten wijzigen als de rente en/of inflatie wijzigt.

³¹ Het kredietrisico.

³² Voor obligaties met kredietrisico, het risico van wanbetaling, geldt hierbij dat de kasstromen worden verdisconteerd met een hogere rente (nl. inclusief marge voor kredietrisico, de creditspread): vanwege het risico op faillissement heeft deze obligatie een lagere waarde dan een vergelijkbare obligatie waarvoor de coupons en nominale waarde met (hogere) zekerheid worden uitgekeerd.

³³ De keuze van fondsen om te beleggen in obligaties of in zakelijke waarden zoals aandelen hangt overigens vooral samen met de risicohouding van het fonds (en in het verlengde daarvan de sociale partners die de pensioenregeling afspreken) en de afwegingen die worden gemaakt in de pensioendriehoek: premie, ambitie en risico.

niet beschikbaar. De meeste obligaties kennen een looptijd van vijf tot tien jaar. Obligaties met een looptijd van meer dan dertig jaar zijn bijna niet beschikbaar. De obligatieportefeuille van een pensioenfonds heeft daardoor een veel kortere duration, dan die van de verplichtingen. De gemiddelde duration van de obligatieportefeuille van pensioenfondsen is ongeveer 7. Omdat pensioenfondsen, zoals hiervoor al aangegeven, niet alleen in obligaties beleggen, maar ook in bijvoorbeeld aandelen en vastgoed is de gemiddelde duration van de beleggingen rond de 2 tot 3³⁴ en daarmee flink lager dan de gemiddelde duration van de verplichtingen van 18. Er is sprake van een netto blootstelling aan renterisico.

Samenvattend: het verschil in rentegevoeligheid tussen de beleggingen en verplichtingen zorgt voor renterisico op de balans van een pensioenfonds. Doordat de duration van de gehele beleggingsportefeuille lager is dan de duration van de verplichtingen is de balans van een pensioenfonds gevoelig voor renteschommelingen.³⁵ Als de rente stijgt zullen de pensioenverplichtingen gemiddeld genomen sneller in waarde dalen dan de beleggingen, waardoor de financiële positie van het pensioenfonds – de dekkingsgraad - verbetert. Daarentegen zullen als de rente daalt de pensioenverplichtingen sneller in waarde stijgen dan de beleggingen, met als gevolg dat de financiële positie van het pensioenfonds verslechtert. Pensioenfondsen kunnen hun renterisico verder verkleinen door gebruik te maken van rentederivaten (zie paragraaf 1.6).

1.6 Rentederivaten: instrumenten voor het afdekken van renterisico

Als pensioenfondsen het renterisico op hun balans verder willen afdekken kunnen ze gebruik maken van rentederivaten: renteswaps of renteswaptions. Hieronder worden deze twee instrumenten nader toegelicht.

Een renteswap is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij wordt afgesproken rentebetalingen gedurende een bepaalde periode met elkaar uit te wisselen. Het meest gebruikte type swap is de 'fixed-floating interest rate swap' ook wel de 'plain-vanilla swap' genoemd. Eén partij betaalt een variabele rente over de hoofdsom (floating leg), meestal gekoppeld aan de Euribor of Libor³⁶ -rentetarieven, de andere partij betaalt een vooraf afgesproken vaste rente over de hoofdsom (fixed leg). Deze rentebetalingen worden betaald over een vooraf afgesproken bedrag (de notional of hoofdsom), gedurende een afgesproken periode. Alleen het verschil tussen beide legs wordt betaald. Het onderliggende bedrag zelf wordt dus niet uitgewisseld. De startwaarde van een renteswap is nihil aangezien de contante waarde van beide legs van de swap, het vast rentende deel en het variabel rentende deel,

³⁴ De duration voor zakelijke waarden is hierbij nihil verondersteld.

³⁵ Er wordt wel gesproken van een 'duration-gap'.

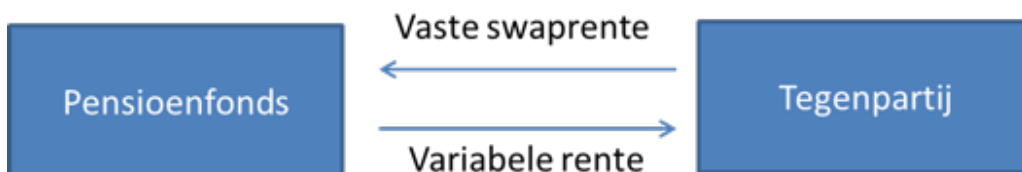
³⁶ Euribor staat voor Euro Interbank Offered Rate. Euribor is het rente tarief waartegen een groot aantal Europese banken elkaar leningen in euro's verstrekken. Libor staat voor: London Interbank Offered Rate.

op het moment van afsluiten gelijk is. Op het moment van afsluiten brengt de renteswap daarom geen kosten met zich mee. Na het startmoment kunnen beide elementen door marktontwikkelingen een afwijkende waarde ontwikkelen. Indien bijvoorbeeld de marktrente daalt, dan stijgt de contante waarde van de kasstroom van de vaste rente. Dit is een voordeel voor de ontvanger van de vaste rente en een nadeel voor de betaler. Als gevolg hiervan stijgt de marktwaarde van een 'receiver swap'. Bij een stijgende marktrente is dit effect gespiegeld.

Op de swapmarkt wordt onderscheid gemaakt tussen de twee zijden in de transactie: de 'receiver swap' en de 'payer swap'. Bij de 'receiver swap' ontvangt de houder de vaste rente en betaalt deze de variabele rente. Bij een 'payer swap' betaalt de houder de vaste rente en ontvangt hij de variabele rente.

Pensioenfondsen gebruiken meestal 'receiver fixed-floating interest rate swaps'³⁷ om een langlopende vaste rente te ontvangen en zo de rentegevoeligheid van de langlopende pensioenverplichtingen (deels) te compenseren. Ze betalen de tegenpartij dan een korte variabele rente. Receiver swaps stijgen in waarde als de langlopende vaste marktrente daalt, omdat het fonds dan de hogere, vaste rente blijft ontvangen biedt dit het gewenste tegenwicht aan de stijging van de waarde van de pensioenverplichtingen bij een rentedaling. Een receiver swap daalt daarentegen in waarde als de lange marktrente stijgt. In dat geval staat tegenover deze daling overigens ook een daling van de pensioenverplichtingen.

Figuur 1.2 Betaalstromen renteswap



Een swaption is een optie om een swap met een afgesproken vaste rente (de 'strike') af te sluiten. Dat wil zeggen dat de eigenaar gedurende de looptijd van de swaption het recht heeft, maar niet de verplichting om de swap tegen een vooraf afgesproken rente af te sluiten. De koper betaalt de verkoper een premie voor het afsluiten van de swaption. Een swaption is enigszins vergelijkbaar met een putoptie of een calloptie op een aandeel. Zo wordt met een putoptie op aandelen een bescherming gekocht tegen een dalende aandelenmarkt. De koper van deze optie krijgt dan namelijk het recht om tegen een vooraf afgesproken prijs een aandeel te mogen verkopen. Als de koers van het aandeel vervolgens daalt, kan de koper deze optie uitoefenen, waardoor de eerder hogere afgesproken prijs alsnog wordt ontvangen.

³⁷ Een payer swap kan gebruikt worden voor het opheffen van overgevoeligheid in het korte eind van de rentecurve.

Ook bij swaption kan onderscheid gemaakt worden tussen een 'receiver swaption' en een 'payer swaption'. Een receiver swaption geeft de koper van de swaption het recht om een swap af te sluiten tegen een vooraf afgesproken rentetarief waarbij het vast rentende deel (fixed leg) wordt ontvangen terwijl het variabel rentende deel (floating leg) moet worden betaald. Bij een 'payer swaption' ontstaat het recht om een vast rentende deel (fixed leg) te betalen en een variabel rentende deel (floating leg) te ontvangen.

Pensioenfondsen gebruiken veelal 'receiver swaptions' om zich te beschermen tegen een rentedaling. Het fonds koopt daarmee het recht om een 'receiver swap' af te kunnen sluiten. Het fonds zal de optie op een receiver swap uitoefenen als de swaprente in de markt onder de afgesproken vaste rente daalt, dan krijgt de swap immers waarde. Een receiver swaption en de vergelijkbare receiver swap dekken beide het renterisico van een rentedaling af, maar bij een receiver swaption houdt het fonds het voordeel van de rentestijging (geen uitoefening). Daarom betaalt het fonds een optiepremie ('verzekeringspremie'). Deze premie kan worden beperkt door een gedeelte van het voordeel van een rentestijging op te geven en een receiver swaption te kopen in combinatie met een (verkochte) payer swaption. Daarmee wordt een gedeelte van het voordeel van hogere rentes opgegeven (de rente hoger dan de uitoefenprijs van de payer swaption), maar blijft het pensioenfonds wel ingedekt tegen veel lagere rentes (rente lager dan uitoefenprijs van receiver swaption).

Swaps en swaptions zijn bruikbare instrumenten voor pensioenfondsen om het renterisico te verminderen, maar er ontstaan door het gebruik nieuwe risico's, zoals tegenpartijrisico en liquiditeitsrisico, die vragen om extra beheersingsmaatregelen (zie hoofdstuk 4 voor een nadere toelichting op deze risico's en beheersingsmaatregelen).

1.7 Het afdekken van het nominale renterisico versus het reële renterisico

De meeste pensioenfondsen hebben in de praktijk niet alleen de doelstelling om de nominale pensioenverplichtingen uit te keren, maar ook de ambitie om pensioenen uit te keren die meestijgen met (de stijging van) de prijzen of lonen. Bij het realiseren van de doelstelling van pensioenfondsen speelt daarom ook de reële rente een rol. De reële rente is gelijk aan de nominale rente gecorrigeerd of 'geschoond' voor de inflatie. Pensioenfondsen staan vervolgens voor de afweging het nominale renterisico te verminderen of zich bij het renterisico te richten op het reële renterisico.

Het sturen op nominaal renterisico versus reëel renterisico wordt binnen het ftk beïnvloed door het zogenoemde nominale karakter van het toezichtkader. De huidige wettelijke dekkings- en financieringseisen voor pensioenfondsen hebben namelijk betrekking op de onvoorwaardelijke

28 verplichtingen. Voorwaardelijke verplichtingen vallen grotendeels buiten de financieringseisen.³⁸ Omdat in de meeste pensioenregelingen de ambitie om pensioenen te indexeren voorwaardelijk is vormgegeven (er wordt alleen een toeslag op de pensioenen gegeven als er voldoende financiële middelen in kas zijn), hoeft een pensioenfonds op de balans alleen een voorziening voor de onvoorwaardelijke, nominale pensioentoezegging te treffen.³⁹ Dit betekent dat de dekkinggraad van een pensioenfonds de nominale verplichtingen weerspiegelen (zie box III voor het effect van indexatie op de pensioenverplichtingen). Economisch gezien zijn de pensioenverplichtingen bij een reële ambitie van het pensioenfonds ook gevoelig voor de reële rente.

Het onvoorwaardelijke karakter van de nominale pensioentoezegging maken het afdekken van het nominale renterisico een logische stap, maar de ambitie om te indexeren kan het renteafdeckingsbeleid compliceren. De afweging die pensioenfondsen moeten maken om zich op de nominale rente dan wel het reële renterisico te richten, wordt bemoeilijkt doordat een maatregel gericht op het verlagen van het nominale renterisico, het reële renterisico juist kan vergroten of andersom. (zie hoofdstuk 3 voor een uitgebreide toelichting aan de hand van renteschokken).

“Het risicomanagementbeleid dempt extreme rentedalingen en koersdalingen op aandelen, zonder daarmee de kans op het verder stijgen van de dekkinggraad en daarmee de mogelijkheid van toekomstige toeslagverlening te verspelen. Vooral in het geval van een toekomstig hoog-inflatie scenario is toeslagverlening van belang. Doordat het afdekken van het nominale renterisico conflicteert met het afdekken van inflatierisico is voor de renteafdekking gebruik gemaakt van opties. De opties zorgen voor afdekking bij een lage rente en opwaarts potentieel bij een stijging van de rente en de inflatie.”

Pensioenfonds PostNL in jaarverslag 2012 (blz 9)

Bij de uiteindelijke keuze voor het afdekken van het renterisico kan een pensioenfondsbestuur zijn eigen afwegingen maken. Deze keuze is mede afhankelijk van de risicohouding van het fonds (zie de volgende paragraaf voor een uitgebreide toelichting). Bij die keuze zal de financiële positie van het fonds een belangrijke rol spelen. Omdat bij reëel afdekken de nominale dekkinggraad volatieler wordt, kan dit er toe leiden dat bij een lage dekkinggraad de kans op een tekort binnen het ftk te hoog wordt en een fonds zich in dat geval zal richten op de nominale renterisico's. Gelet op de huidige financiële positie van veel fondsen is de noodzaak om op nominale zekerheid te sturen vergroot, omdat het vormgeven van een afdeckingsbeleid op de reële rente te grote risico's met zich meebrengt.

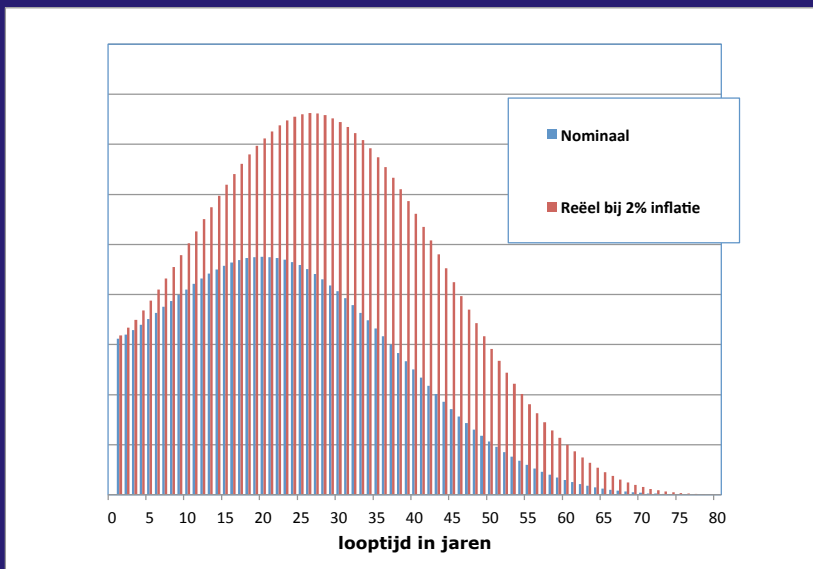
³⁸ Zie ook het rapport van de Commissie Frijns (2010) die van mening is dat een reëel kader leidend moet zijn bij het risicomanagement en het beleggingsbeleid van een pensioenfonds (blz 3).

³⁹ Als het fonds vervolgens overigens indexatie verleent, worden de nominale opgebouwde kasstromen voor alle looptijden met dat indexatiepercentage verhoogd en is er op dat moment sprake van een onvoorwaardelijke verplichting.

Box III Het effect van indexatie op de pensioenverplichtingen

Als een fonds wil bepalen hoeveel vermogen nodig is om de pensioenen van jaar op jaar te indexeren volgens de afgesproken indexatiemaatstaf (veelal loon- of prijsinflatie), kunnen 'reële' verwachte kasstromen worden afgeleid. Dit zijn de nominale kasstromen verhoogd met de nagestreefde indexatie of met een in de markt verwachte inflatie (in het voorbeeld is gerekend met een vaste inflatieverwachting van 2% per jaar). Voor kasstromen die verder in de toekomst liggen, betekent dit een grotere verhoging dan voor kasstromen op de korte termijn.

Figuur 1.3 Verwachte nominale en reële kasstromen



Als pensioenfondsen deze indexatietoezegging wel onvoorwaardelijk toezeggen is de pensioenverplichting op de balans gelijk aan de contante waarde van de reële verwachte kasstromen en is dus sprake van hogere verplichtingen. Voor een gemiddeld pensioenfonds met een duration van de nominale kasstromen van 18 (jaar), zou een onvoorwaardelijke stijging van de verplichtingen met de inflatie van zeg 2% een circa 36% ($=18 \cdot 2\%$) hogere waarde of voorziening van de pensioenverplichtingen betekenen. Als een indexatietoezegging ook via de premie zou moeten worden gefinancierd, betekent dit dus dat de premie met een zelfde factor zou moeten stijgen (of dat de pensioenopbouw

moet worden verlaagd). In de praktijk bevatten de meeste pensioenregelingen daarom meestal geen onvoorwaardelijke indexatietoezegging, maar bevatten ze een voorwaardelijke indexatietoezegging.

Fondsen die hun reële renterisico willen afdekken, kunnen daarvoor gebruik maken van verschillende instrumenten: index-linked bonds en inflatieswaps. Een fonds zou theoretisch gezien zijn beleggingsportefeuille volledig met indexleningen kunnen inrichten die de reële rentes genereren die alle toekomstige reële pensioenuitkeringen precies matchen. Daarmee zou het reële renterisico zijn afgedekt. Deze indexleningen, index-linked bonds, zijn obligaties waarbij de uit te keren hoofdsom wordt aangepast aan een bepaalde prijsindex. Een complicatie bij het implementeren van deze beleggingsstrategie in de praktijk is dat de Nederlandse overheid geen index-linked bonds uitgeeft en de Nederlandse prijsindex daarom niet is af te dekken met indexleningen.⁴⁰ Wel bestaan er Europese staatsobligaties die bescherming bieden tegen de Europese prijsinflatie. De Franse overheid was daarbij de eerste uitgever, maar inmiddels zijn er ook Duitse, Italiaanse en Griekse indexleningen⁴¹ die zijn gelinkt aan de Europese prijsinflatie beschikbaar. Doordat het aantal uitgegeven obligaties beperkt is en er ook geen obligaties voor alle looptijden beschikbaar zijn, betekent dit dat de markt van index-linked bonds slechts een beperkte bijdrage kan leveren in het afdekken van het reële renterisico van pensioenfondsen.

“Onze strategie is erop gericht de beleggingen aan te laten sluiten op de reële pensioenverplichting. Het rente- en inflatierisico wordt daarom zodanig afgedekt dat het resterende rente- en inflatierisico qua omvang in een redelijke verhouding staat tot de overige risico's.”

“Het basisrisico is het risico dat met de afdekkingsinstrumenten het daadwerkelijke risico niet voldoende wordt afgedekt. Het is bijvoorbeeld niet mogelijk op de derivatenmarkt de Nederlandse inflatie af te dekken, dit gebeurt nu bij benadering met de Euroland-inflatie.”

Pensioenfondsen Progress in jaarverslag 2012 (blz 11)

Pensioenfondsen die hun reële renterisico willen afdekken zullen in de praktijk gebruik maken van inflatieswaps in combinatie met renteswaps. Een inflatieswap is, net zoals een renteswap, een afspraak tussen twee partijen om gedurende een bepaalde periode betalingen met elkaar uit te wisselen. Bij een inflatieswap zijn deze betalingen niet gerelateerd aan de rente, maar aan de inflatie. Zo wordt een vooraf afgesproken vast jaarlijks inflatiepercentage (break-even, of verwachte inflatie) uitgeruild tegen de jaarlijks daadwerkelijk gerealiseerde inflatiepercentages. Ook bij een inflatieswap worden deze betalingen betaald over een vooraf

⁴⁰ Het afdekken van een reële rente op basis van looninflatie is niet mogelijk via index-linked bonds.

⁴¹ Een extra complicatie bij alle indexleningen is (met uitzondering van de Duitse leningen), het kredietrisico.

afgesproken bedrag (de notional of hoofdsom) en wordt alleen het verschil tussen beide legs betaald. Deze inflatieswaps kunnen in combinatie met renteswaps en/of obligaties worden ingezet om het reële renterisico af te dekken.

"Het renterisico wordt gereduceerd door de inzet van de obligaties, leningen en swapsportefeuille. Hierdoor loopt de omvang van de beleggingen zoveel mogelijk synchroon met de omvang van de verplichtingen. De kans op verlaging van de pensioenen (kortten) wordt hierdoor verkleind. Het Fonds heeft besloten het inflatierisico te reduceren door de inzet van inflatiegerelateerde obligaties en swaps en door geleidelijke aanpassing van de rentehedge. Dit moet ertoe leiden dat het Fonds beter bestand is tegen onverwachte inflatieschokken waardoor de kans op toeslagverlening toeneemt. Het renterisico en inflatierisico worden geadresseerd in de matchingportefeuille."

Pensioenfondsen ING in jaarverslag 2014 (blz 56)

Ook bij het gebruik van inflatieswaps ontstaan nieuwe risico's. In het vervolg van dit rapport wordt niet specifiek ingezoomd op de risico's van inflatieswaps, maar worden de risico's van rentederivaten beschreven. De risico's die met inflatieswaps samenhangen, zijn daarmee vergelijkbaar.

1.8 Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en de overwegingen om het renterisico al dan niet af te dekken

Pensioenfondsen kunnen verschillende afwegingen maken bij hun beslissing om het renterisico op hun balans al dan niet (gedeeltelijk) af te dekken. Deze afwegingen vinden plaats binnen het beleggingsproces van het pensioenfonds waarbij relevant is hoe het pensioenfonds tegen het renterisico aankijkt.

"Gelet op de (relatief) lange looptijd van de verplichtingen van het Pensioenfonds is het renterisico onder het huidige financiële toetsingskader het meest dominante risico. Het renterisico wordt zoveel mogelijk afgedekt, waarbij rekening wordt gehouden met de relevante wetgeving terzake. In de wijze van afdekking wordt tevens rekening gehouden met niet-parallelle veranderingen van de rentecurve. Indien marktomstandigheden en de dekkingsgraad daartoe aanleiding geven, kan van het beleid om het rente- en valutarisico zoveel mogelijk af te dekken tijdelijk worden afgeweken. Voorwaarde voor een dergelijk besluit is dat er een sterke overtuiging is dat de afwijking bijdraagt aan het realiseren van de doelstelling en ambitie."

Bedrijfspensioenfondsen voor de Detailhandel in jaarverslag 2014 (blz 36)

Het beleggingsproces van een pensioenfonds kent op hoofdlijnen de volgende cyclus

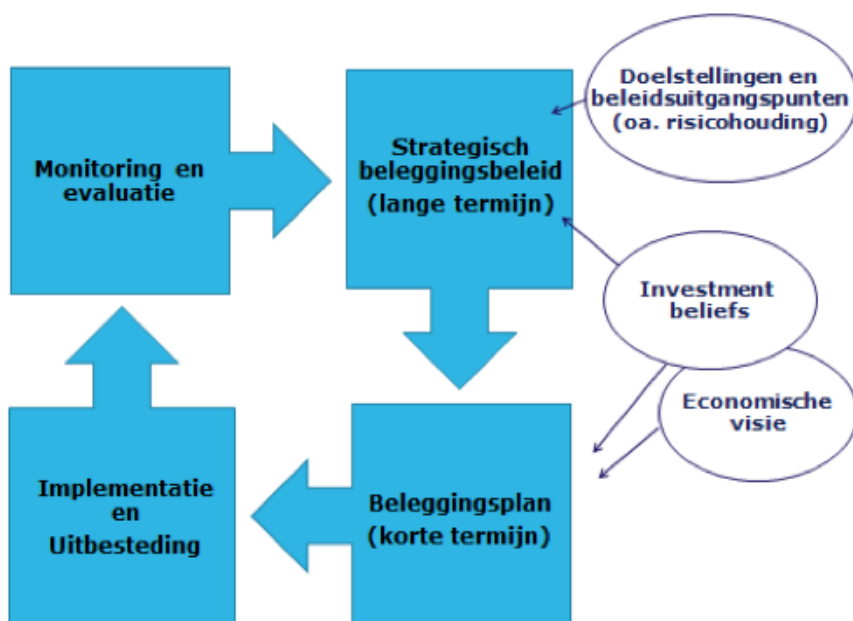
(zie figuur 1.4):

1. Vaststelling van het **strategisch beleggingsbeleid** voor de lange termijn. Hierbij zijn de doelstellingen en beleidsuitgangspunten (waaronder de risicohouding van het fonds) een belangrijk vertrekpunt. Ook de 'investment beliefs' van een fonds spelen hierbij een rol.

32

2. Vaststelling van het **beleggingsplan** als invulling van het strategisch beleid voor de korte termijn. Ook hierbij spelen de 'investment beliefs' en de economische visie van het fonds een rol.
3. **Implementatie van het beleggingsbeleid** en eventueel uitbesteding van (een deel van) de implementatie. Hierbij moet worden geborgd dat het voorgenomen beleid ook adequaat wordt uitgevoerd en er hierbij niet meer risico wordt genomen dan beoogd.
4. **Monitoring** van het gevoerde beleid en de uitbesteding en periodieke evaluatie van (de uitgangspunten voor) het strategisch beleggingsbeleid en de uitbestedingsrelatie. Dit is van belang voor een beheerste en integere uitvoering van het beleggingsbeleid en is input bij het periodiek bijstellen van het strategisch beleggingsbeleid, het beleggingsplan of het mandaat van de vermogensbeheerder.

Figuur 1.4 Beleggingscyclus pensioenfondsen



Het opstellen en uitwerken van het renteafdeckingsbeleid loopt mee in deze cyclus. Ook voor dit onderdeel van het beleggingsbeleid kan onderscheid worden gemaakt tussen (1) de strategisch beoogde renteafdekking, (2) de renteafdekking in het beleggingsplan voor de korte termijn waarvoor mogelijk ook tactisch beleid een rol speelt, (3) de feitelijk gevoerde renteafdekking en (4) periodieke evaluatie van het renteafdeckingsbeleid. Daarnaast kunnen binnen de governance van het fonds ook specifieke beleidsuitgangspunten zijn vastgelegd ten aanzien van het beheer van het renterisico.

Box IV DNB-onderzoek beheersing renterisico

In 2013 en 2014 heeft DNB onderzoek gedaan naar de beheersing van het renterisico door pensioenfondsen. De focus lag daarbij op de invulling van de risicobeheersing van het renterisico door pensioenfondsen en niet op de mate van renteafdekking. Op basis van dit onderzoek heeft DNB een aantal aandachtspunten gesignaleerd die betrekking hebben op de manier waarop fondsen hun beleid in de praktijk vormgeven. Zo ontbrak bij een aantal pensioenfondsen een voldoende uitgewerkte vastlegging van het renteafdeckingsbeleid, waardoor de daadwerkelijke renteafdekking kan afwijken van de door het bestuur gewenste mate van bescherming en stelden de rapportages fondsen onvoldoende in staat de ontwikkeling van de dekkingsgraad als gevolg van rentemutaties te verklaren en te beheersen. Om fondsen in staat te stellen de implementatie van hun renteafdeckingsbeleid te verbeteren heeft DNB daarom een guidance uitgebracht in de vorm van vragen en good practices.⁴²

Het strategisch beleggingsbeleid van een pensioenfonds zal enerzijds gericht zijn op het beperken van beleggingsrisico's en anderzijds op het behalen van een bepaald rendement. Een fondsbestuur zal vanuit een bepaalde risicohouding⁴³ beleggingskeuzes moeten maken, waarbij een afweging moet worden gemaakt tussen de pensioenambitie, de financiering (de premie die zij in rekening brengt en eventuele afspraken over bijstortingen) en de mate van (on)zekerheid omtrent het uiteindelijke pensioenresultaat en de te realiseren indexatieambitie. De bereidheid om risico's te accepteren is mede afhankelijk van voor het fonds specifieke kenmerken als het deelnemersbestand, de pensioenregeling, de financiering en de cultuur. En bovendien afhankelijk van de financiële situatie van het fonds en in samenhang daarmee het vermogen om schokken op te vangen.

"Het gaat hier om een dynamisch beleid waarbij aan de hand van de stand van de dekkingsgraad en de rente (een matrix) wordt gesproken over aanpassing van het percentage waarvoor dit renterisico wordt afgedekt. In deze discussies bleef de matrix in het Investment Plan lastiger hanteerbaar te zijn in een scenario van (verwachte) stijgende rentes. In de discussie is veel aandacht besteed aan evenwichtige

⁴² Zie: resultaten DNB themaonderzoek beheersing renterisico:

<http://www.toezicht.dnb.nl/binaries/50-228677.pdf>

⁴³ Via de Wet Versterking Bestuur Pensioenfondsen is het begrip risicohouding in de Pensioenwet geïntroduceerd (zie artikel 102a Pw). In artikel 1a van het Besluit FTK is voorts als onderdeel van de Wet aanpassing FTK het begrip risicohouding nader ingevuld, voor de korte en lange termijn. Een fonds moet op grond van dit artikel (vooraf) de doelstellingen en beleidsuitgangspunten vaststellen in overleg met sociale partners en de fondsorganen. Deze vormen een belangrijk uitgangspunt voor het beleggingsbeleid. Hierbij speelt ook dat fondsen op grond van het nieuwe ftk de risicohouding kwantitatief moeten invullen voor de korte en lange termijn (uiterlijk 1 oktober 2015).

behartiging van de belangen van alle betrokkenen. Daarbij werd onderkend dat pensioengerechtigden mogelijk belang hebben bij een hogere afdekking van het renterisico, terwijl actieve deelnemers er belang bij hebben dat dit pas bij een hogere dekkingsgraad gebeurt om ook hun indexatiepotentieel te waarborgen."

Shell Pensioenfonds in jaarverslag 2013 (blz 11)

Bij het bepalen van de risicohouding en de mate van renteaftdekking vormt de belangrijkste afweging die het fonds moet maken de afweging tussen het nastreven van de indexatie-ambitie en het waarmaken van de nominale verplichtingen. Zoals hiervoor beschreven is het ftk in de eerste plaats gericht om de onvoorwaardelijke aanspraken veilig te stellen door een hoge mate van zekerheid voor te schrijven. Dit kan leiden tot het moeten maken van een keuze tussen het sturen op een reële ambitie aan de ene kant, en aan de andere kant het veilig stellen van de nominale aanspraken door te sturen op het voorkomen van een dekkingstekort op de korte termijn. Afhankelijk van de nadruk op nominale zekerheid versus de nadruk op de indexatie-ambitie kunnen fondsen tot verschillende keuzes komen voor het afdekken van de nominale rente dan wel de reële rente en bovendien de mate waarin zij dit renterisico afdekken. Besturen kunnen ook een tussenvorm kiezen, door bij lage dekkingsgraden meer op nominale zekerheid te sturen en bij hoge dekkingsgraden de reële ambitie te laten prevaleren. Ook zijn er fondsen die een onderscheid maken tussen een zogenaamde 'matchende portefeuille' en een 'return portefeuille'. Waarbij met de matchende portefeuille wordt geprobeerd het renterisico van de verplichtingen (gedeeltelijk) af te dekken en met de return portefeuille gestreefd wordt een rendement te behalen waaruit indexatie kan worden gefinancierd. Gelet op de huidige financiële positie van veel fondsen is de noodzaak om op nominale zekerheid te sturen daarbij vergroot.

"De matchingportefeuille is gericht op waardebehoud en het veiligstellen van een zo groot mogelijk deel van de (nominale) pensioenverplichtingen. Dat gebeurt door te beleggen in obligaties van de meest kredietwaardige overheden en hoogwaardige bedrijven. Door middel van aanvullende renteswaps wordt de gewenste afdekking van het renterisico verkregen. De returnportefeuille is gericht op het behalen van extra rendement, om daarmee op langere termijn koopkrachtbehoud van de pensioenen na te streven. Voor deze portefeuille belegt pmt wereldwijd gespreid in onder meer aandelen, vastgoed en hoogrentende bedrijfsobligaties."

Pensioenfonds PMT in jaarverslag 2012 (blz 31)

"De matchingportefeuille heeft als doel om het renterisico van de balans gedeeltelijk af te dekken en heeft het rendement op de verplichtingen als rendementsdoelstelling. Met de returnportefeuille wordt beoogd toeslagpotentieel te creëren. De returnportefeuille bestaat op dit moment uit aandelen, onroerend goed en bedrijfsobligaties waarvan het rendement op langere termijn moet bijdragen aan de (voorwaardelijke) toeslagverlening. Kenmerkend voor het dynamisch beleggingsbeleid is dat het strategische belang van de matchingportefeuille en de returnportefeuille ten opzichte van de totale beleggingsportefeuille afhangt van respectievelijk de nominale rente en de economische dekkingsgraad. Er zijn bandbreedtes rondom deze strategische waarden die de grenzen bepalen waar de beleggingen binnen moeten blijven. Een aantal

keren per jaar wordt gekeken of dat nog het geval is, en zo niet, dan wordt de portefeuille aangepast.”

Pensioenfonds ABNAMRO in jaarverslag 2014 (blz 29)

Ook de economische visie van een pensioenfondsbestuur kan een rol spelen bij de afweging om het renterisico af te dekken. Een pensioenfondsbestuur dat besluit het renterisico af te dekken profiteert niet van een rentestijging.⁴⁴ Een pensioenfondsbestuur dat een rentestijging verwacht, zou daarom kunnen besluiten het renterisico niet of gedeeltelijk af te dekken. Bij een stijgende rente kan dan worden geprofiteerd van het feit dat de waarde van de pensioenverplichtingen dalen, terwijl de waarde van de beleggingen niet evenredig dalen, zodat de dekkingsgraad stijgt.⁴⁵ Deze rentevisie gaat echter wel gepaard met het nemen van een groter nominaal renterisico. Mocht de rentevisie in de praktijk niet worden gerealiseerd, dan betekent dit dat de dekkingsgraad een negatief effect ondervindt. Ook hierbij geldt dat het ontbreken van een buffer de noodzaak tot het sturen op nominale zekerheid vergroot.

“Vanwege zijn langetermijndoelstelling wil het bestuur zich niet vastleggen op de renteniveaus van vandaag. Daarom wordt het renterisico afgedekt, maar niet volledig. Het gevolg van volledige afdekking kan zijn dat ABP bij een sterke toename van de inflatie minder goed in staat is om de koopkracht van pensioenen op peil te houden. Aan de andere kant zou volledige afdekking ervoor zorgen dat de schade in geval van een rentedaling wordt beperkt.”

Pensioenfonds ABP in jaarverslag 2014 (blz 14)

Naast een visie over de ontwikkeling van de rente op de korte termijn kan ook een visie over de ontwikkeling van de rente op de lange termijn een rol spelen bij de afweging van een fondsbestuur om het renterisico wel of niet af te dekken. Als een fondsbestuur er vanuit gaat dat de rente convergeert naar een bepaald lange-termijn gemiddelde, waardoor er in de praktijk sprake zou zijn van tijdelijke schommelingen rondom een bepaald gemiddelde, dan zou een lange termijn belegger als een pensioenfonds kunnen besluiten deze tijdelijke schommelingen niet op te vangen en daarom niet of slechts gedeeltelijk het renterisico af te dekken. Dit uitgangspunt rondom de renteontwikkeling wordt ook wel aangeduid als mean reversion. De vraag is echter hoe hoog in de praktijk dit gemiddelde is en hoe snel de rente zich na een schok weer naar dit lange-termijn-gemiddelde toe beweegt.⁴⁶ Als rentes er lang

⁴⁴ Tenzij het swaptions afsluit, maar daar zijn extra kosten aan verbonden.

⁴⁵ Daarbij geldt overigens dat dit alleen opgaat als de rente harder stijgt dan de rentestijging die al is ingeprijsd (in de forwardcurve). Bij een licht stijgende, dan wel gelijkblijvende rente leidt het beperken van de renteafdekking toch tot een verlies.

⁴⁶ DNB-onderzoek met behulp van statistische testen en modelsimulaties wijzen uit dat rentes er meestal lang over doen om terug te keren naar een evenwichtswaarde. Deze uitkomst is overigens wel afhankelijk van de periode waarover de testen worden uitgevoerd en de afstand van de rente tot een lange-termijn-gemiddelde. Als die afstand relatief groot is, kan een snellere terugkeer naar evenwicht optreden. Niettemin overheerst het beeld dat de lange rente een hoge mate van persistentie kent. Zie: Jan Willem van den End (2013), Statistical evidence on the mean reversion of interest rates, The Journal of Investment Strategies 2(3), 91-122

36

overdoen om terug te keren, betekent dit dat fondsen op de korte en middellange termijn waarin zij moeten voldoen aan de financiële toezichteisen tegen grenzen kunnen aanlopen en zeker bij het ontbreken van buffers het risico op het doorvoeren van kortingen riskeren.

“PMA maakt geen gebruik van derivaten voor afdekking van het renterisico, de gewenste afdekking komt uit de obligatieportefeuille.

Ook in 2014 is de gewenste percentage renteafdekking gestaffeld en afhankelijk van het rente op 30-jaars Nederlandse staatsobligaties. De staffel is in 2014 uitgebreid met een extra stap bij lage rentestanden terwijl de overige percentages gelijk gebleven zijn, conform onderstaande tabel:

30-jaars NL staat	<3,5%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Rente afdekking (1)	17,5%	22,5%	30,0%	37,5%	45,0%	52,5%	60,0%	75,0%	85,0%	95,0%

(1) Normatieve mate van minimale afdekking bij opwaartse overschrijding renteniveau

Pensioenfonds PMA in jaarverslag 2014 (blz 30)

2 Renterisico door pensioenfondsen in de praktijk

2.1 Inleiding

37

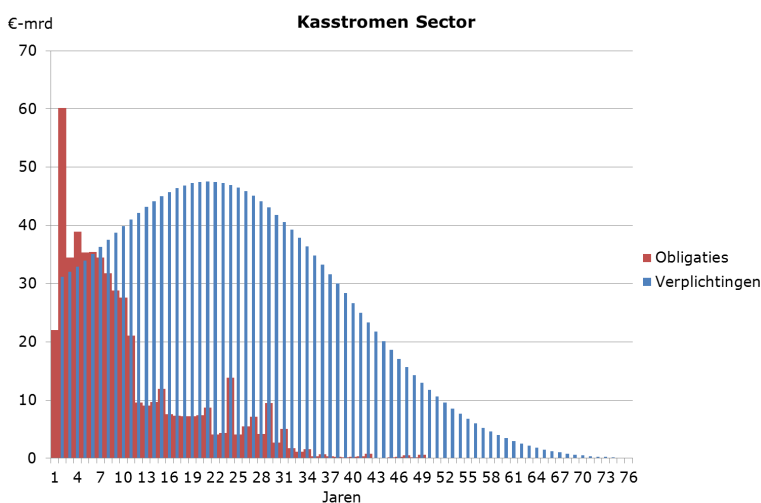
In dit hoofdstuk wordt beschreven op welke manier en in welke mate pensioenfondsen hun renterisico in de praktijk afdekken. Allereerst wordt ingegaan op de renteafdekking door de Nederlandse pensioensector per ultimo 2014 (paragraaf 2.2). Daarna wordt een schets gegeven van de historische ontwikkeling sinds de invoering van de Pensioenwet (paragraaf 2.3).

2.2 Het afdekken van renterisico door pensioenfondsen

De manier en de mate waarin pensioenfondsen hun renterisico afdekken kan inzichtelijk worden gemaakt door de vastrentende beleggingen en rentederivaten in kaart te brengen in relatie tot de verplichtingen. Daarbij wordt dus niet gekeken naar de omvang van de overige beleggingen zoals aandelen en vastgoed. Voor deze beleggingen wordt verondersteld dat zij geen tot een beperkte directe rentegevoeligheid hebben (zie ook paragraaf 1.5).

Het verschil in looptijd tussen de pensioenverplichtingen en de obligaties van de Nederlandse pensioensector per ultimo 2014 wordt in onderstaande figuur 2.1 geïllustreerd. In deze figuur worden de kasstromen van de nominale pensioenverplichtingen (de toegezegde uitkeringen) versus de vaste kasstromen van de beleggingen in obligaties van de Nederlandse pensioensector weergegeven.

Figuur 2.1 Obligaties hebben kortere looptijden dan de verplichtingen (Nederlandse pensioensector)

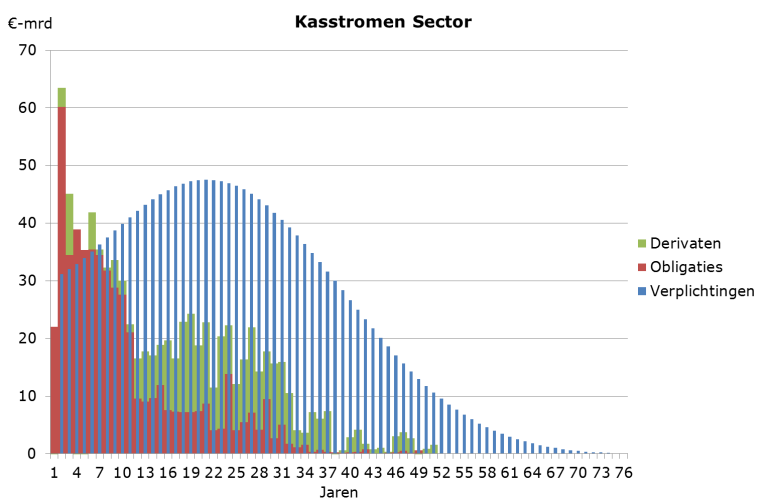


Bron: DNB

Figuur 2.2 laat zien dat het zwaartepunt van de verplichtingen bij veel langere looptijden ligt dan de looptijd van de obligaties. Zo laat de figuur zien dat de Nederlandse pensioensector naar verwachting over 15 jaar EUR 45 miljard aan pensioenen moet uitkeren⁴⁷ en daar per ultimo EUR 12 miljard aan verwachte inkomsten (onder meer rente en aflossingen) uit de obligatiebeleggingen tegenover staat.⁴⁸ Bij kortere looptijden zijn de inkomende kasstromen uit obligaties daarentegen hoger dan de uitkeringen. Zo moeten pensioenfondsen over drie jaar naar verwachting EUR 32 miljard uitkeren. Daartegenover stonden per ultimo 2014 EUR 38 miljard aan verwachte inkomsten uit obligatiebeleggingen.

De duration van de verplichtingen bedraagt 18 jaar, die van de beleggingen 7 jaar. Dit verschil in duration tussen de kasstromen van obligaties en verplichtingen geeft de duration gap weer en daarmee de rentegevoeligheid.⁴⁹ Pensioenfondsen gebruiken swaps en swaptions om die gap te verkleinen en deels (of geheel) op te vullen. Dit hangt mede samen met het feit dat swaps makkelijker de lange looptijden kunnen afdekken dan de voor langere looptijden afwezige of minder liquide obligaties (zie ook paragraaf 1.6).

Figuur 2.2 Het afdekken van het renterisico in de Nederlandse pensioensector



Bron: DNB

47 Hierbij wordt dus geen rekening gehouden met toekomstige nieuwe opbouw, maar gaat het om de huidige verplichtingen.

48 Dat betekent niet dat deze verplichtingen niet gedekt zouden zijn door beleggingen, maar dat de overige 33 miljard moeten worden opgebracht uit (toekomstige) rendementen op of verkoop van overige beleggingen.

49 Het betreft hier dus niet een financieringstekort. Alleen de obligaties zijn immers weergegeven en niet de zakelijke waarden beleggingen zoals aandelen en vastgoed.

In figuur 2.2 zijn naast de obligaties ook de rentederivaten opgenomen, om daarmee een indruk te geven van de totale renteafdekking van de Nederlandse pensioensector. Daarin is voor de rentederivaten het vastrentende deel van de swap getoond, als maat voor de rentegevoeligheid.⁵⁰ De figuur laat zien dat bij de kortere looptijden het vooral de vastrentende waarden zijn die een bijdrage aan de renteafdekking leveren, terwijl renteswaps een rol spelen bij het afdekken van het renterisico voor langere looptijden. Swaps vormen hier dus een noodzakelijke aanvulling.

“Naar aanleiding van de ALM-studie is in 2013 de strategische renteafdekking van de verplichtingen verhoogd van 75% naar 100%. Dit werd al ingevuld met 50% staatsobligaties, waarmee ook wordt beoogd om de verwachte pensioenuitkeringenstroom te matchen. In 2013 is de afdekking met rentederivaten verhoogd van 25% naar 50%. De afdekking vindt, afhankelijk van de rentestand, plaats met swaps of opties op swaps (swaptions), waarbij in het laatste geval voor de bepaling het afdekkingpercentage wordt gebaseerd op de onderliggende swap. Per 31 december 2014 bedraagt de werkelijke renteafdekking 78%; door obligaties 48% en door swaptions 30%. Vanwege de sterk gedaalde rente en de (daardoor) relatief hoge weging van derivaten binnen de risicomangementportefeuille heeft het bestuur eind januari 2015 besloten de gehele swaptions portefeuille te verkopen en de opbrengst deels te herbeleggen in de returnportefeuille.”

Pensioenfonds Nedlloyd in jaarverslag 2014 (blz 11-12)

Om ook concreet inzicht te geven in de mate waarin een renteschok wordt opgevangen met behulp van obligaties en rentederivaten is in tabel 2.1 het effect van een renteschok op deze beleggingen en de dekkingsgraad weergegeven. Ook hierbij betreft het de gehele Nederlandse pensioensector. De tabel laat zien dat meer dan de helft van de renteafdekking voor rekening komt van rentederivaten, waarbij renteswaps het grootste deel voor hun rekening nemen en swaptions een zeer beperkte rol spelen.

⁵⁰ Feitelijk betreft het hier dus geen kasstroom die wordt ontvangen door het pensioenfonds, maar geeft deze waarde een indicatie voor de rentegevoeligheid. Het variabel rentende deel dat het pensioenfonds betaalt is maar beperkt rentegevoelig.

Tabel 2.1 De impact van een renteschok op de Nederlandse pensioensector

<i>in miljarden Euro's</i>	Marktwaaarde december 2014	Impact -100bp renteschok	Impact +100bp renteschok
<i>Vastrentende waarden</i> ¹⁾	551	41	-41
<i>Swaps</i>	74 (195)	61	-47
<i>Swaptions</i>	3 (11)	3	-2
<i>Inflatiederivaten</i>	-7 (33)	-4	4
<i>Overige derivaten</i>	0 (12)	2	-2
<i>Totaal rentederivaten</i> ²⁾	70 (251)	62	-47
<i>Overige beleggingen</i>	506	0	0
<i>Totaal beleggingen</i>	1127	103	-87
<i>Verplichtingen zonder middeling</i>	1093	195	-157
<i>Dekkingsgraad zonder middeling</i>	103%	-8%	8%

1) De schok op vastrentende waarde is berekend op basis van durations en geeft daardoor een symmetrisch effect en is minder exact dan de impact van de schok op rentederivaten die gebaseerd is op de gerapporteerde berekeningen van pensioenfondsen (aannee daarbij is dat de renteschok voor de helft door inflatie en voor de andere helft door de reële rente wordt veroorzaakt).

2) Tussen haakjes wordt de netto hoofdsom vermeld.

Bron: Rapportages DNB (vierde kwartaal 2014)

Als de rente met 100 basispunten daalt⁵¹ dan nemen de beleggingen in vastrentende waarden en de waarde van de rentederivaten bij deze schok toe met EUR 103 miljard. Deze EUR 103 miljard komt voor 41 miljard voor rekening van obligaties en voor 62 miljard voor rekening van rentederivaten (grotendeels swaps). Omdat de overige beleggingen geen waardeverandering ondergaan, stijgen de totale beleggingen met in totaal 103 miljard euro. Doordat de verplichtingen, vanwege de hogere rentegevoeligheid, met 195 miljard stijgen, resulteert dit in een verlies van EUR 92 miljard (in plaats van 195 miljard indien het renterisico niet zou zijn afgedekt).

Het omgekeerde vindt plaats bij een rentestijging van 100 basispunten. In dat geval dalen de verplichtingen met EUR 157 miljard en daalt de waarde van de beleggingen in vastrentende waarde en de waarde van de rentederivaten met EUR 87 miljard. Omdat de daling van

⁵¹ Voor alle looptijden (d.w.z. de gehele renteterminstructuur) wordt de rente met eenzelfde schok van 100 basispunten verlaagd.

de verplichtingen in deze tweede situatie groter is dan de daling van de waarde van de beleggingen, ontstaat een positief resultaat van EUR 70 miljard. De gedeeltelijke afdekking heeft dus zowel bij een rentedaling als bij een rentestijging een effect op de dekkingsgraad.

Geconcludeerd kan worden dat de pensioensector het renterisico voor 40% heeft afgedekt (gewogen gemiddelde). In dit afdekkingspercentage is het effect van de Ultimate Forward Rate (UFR) overigens niet meegenomen. Als dit effect wordt meegenomen ligt het renteafdekkingspercentage op 53% (zie bijlage I voor een toelichting). Bij de invoering van de UFR in september 2012 is de renteafdekking overigens niet noemenswaardig gewijzigd.⁵² Of de per 15 juli jl. aangepaste UFR mogelijk een effect heeft op het renteafdekkingsbeleid van pensioenfondsen, is nog niet goed te beoordelen. Daarvoor is de periode te kort.

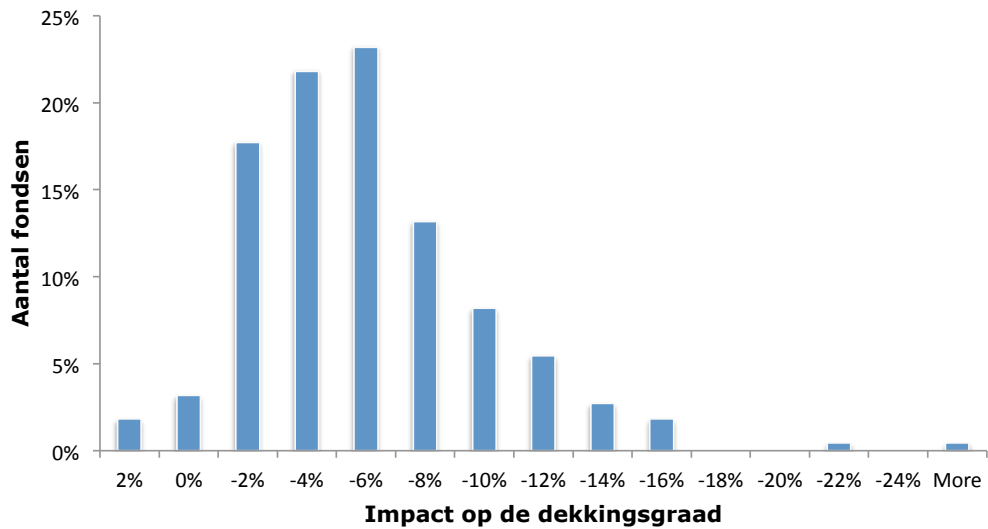
De impact van een renteschok op de dekkingsgraad van individuele fondsen loopt sterk uiteen. Dit kan worden afgelezen uit figuur 2.3 en figuur 2.4. Een aantal fondsen ondervindt weinig effect van een daling in de rente (circa 20%), maar de meeste fondsen ondervinden een daling in de dekkingsgraad (zie figuur 2.3). Het omgekeerde beeld ontstaat bij een stijging van de rente (zie figuur 2.4). Ook in dat geval ondervindt een gedeelte van de fondsen weinig effect (25%), terwijl bij een groot deel van de fondsen een positief effect op de dekkingsgraad optreedt. Geconcludeerd kan worden dat er een groot verschil bestaat in de mate waarin fondsen hun rentegevoeligheid afdekken.

"Het bestuur van SPMS dekt tactisch gezien bewust niet het hele renterisico af. Dit wordt mede ingegeven door de huidige lage rente en de marktomstandigheden. Een andere reden is dat dit in tijden van bijvoorbeeld hogere inflatie en bijbehorende loonontwikkeling beter aansluit bij de ambitie om ook de loonontwikkeling boven de 3% mee te nemen bij de toeslagverlening. Het percentage van de afdekking wordt zodanig vastgesteld dat er geen heel grote schommelingen in de dekkingsgraad ontstaan door rentewijzigingen."

Pensioenfonds SPMS in jaarverslag 2013 (blz 43)

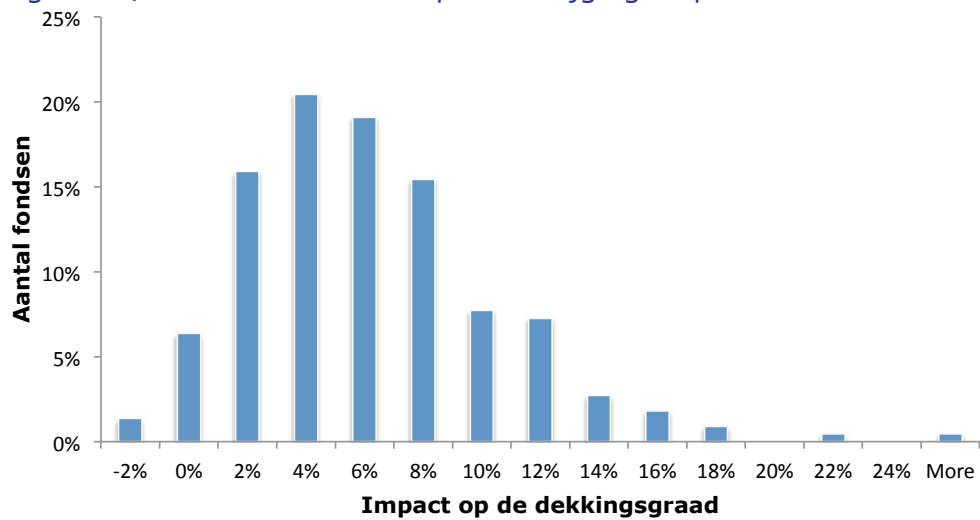
⁵² Zie DNBulletin "Pensioensector dekt de helft van het renterisico af", september 2013, www.dnb.nl

Figuur 2.3 Het effect van 100bp rentedaling loopt sterk uiteen



Bron: DNB

Figuur 2.4 Het effect van 100bp rentestijging loopt sterk uiteen



Bron: DNB

2.3 Historische schets van de mate en wijze van afdekken van renterisico door pensioenfondsen in de afgelopen jaren

Om inzicht te krijgen in de ontwikkeling van de renteafdekking door de tijd is gebruik gemaakt van de resultaten van de schokken voor renterisico in de berekening van het vereist eigen vermogen (VEV): met hoeveel euro stijgen de beleggingen bij een voorgeschreven renteschok⁵³ ten opzichte van de stijging in de verplichtingen bij deze schok? Een 100% afdekking betekent dat de beleggingen en de verplichtingen met hetzelfde bedrag stijgen.⁵⁴ Deze cijfers geven een betrouwbaardere vergelijking dan cijfers over een reeks van jaren van renteschokken uit paragraaf 2.2.⁵⁵

De ontwikkeling van de afdekking sinds de invoering van de Pensioenwet in 2007 laat een redelijk stabiel verloop zien. Er is een lichte daling te zien in de renteafdekking in de afgelopen jaren. Of deze daling versterkt doorzet vanwege de invoering van het nieuwe ftk en de eenmalige mogelijkheid van fondsen om hun risicoprofiel te wijzigen en daarmee hun renteafdekking aan te passen, is (nog) niet duidelijk zichtbaar.⁵⁶ Figuur 2.5 laat zien dat de (naar fondsomvang) gewogen gemiddelde renteafdekking op circa 40% ligt en dat de gemiddelde (ongewogen) renteafdekking rond de 60% schommelt. Over het algemeen dekken grotere fondsen een kleiner deel van het renterisico af, dan middelgrote en kleinere fondsen. De cijfers

⁵³ Binnen het standaardmodel voor vaststelling van het vereist eigen vermogen (VEV) zijn risicoschokken voorgeschreven voor onder meer het renterisico. Zie bijlage 3 van de Regeling Pensioenwet voor de renteschokken (in beginsel een rentedaling) als looptijdafhankelijk percentage van de rente op de rapportagedatum.

⁵⁴ Het renteafdekkingspercentage afgeleid uit de VEV-schokken hoeft niet precies hetzelfde te zijn als het renteafdekkingspercentage dat een fonds heeft vastgelegd in zijn rentebeleid. Er kunnen verschillen zijn in uitgangspunten voor het rentebeleid die ertoe leiden dat het effectieve percentage zoals gerapporteerd in de jaarrapportage afwijkt van het richtpercentage in het rentebeleid. Zo maakt het verschil of het rentebeleid is gericht op afdekken van de rentegevoeligheid van de verplichtingen voor een vast percentage (bijvoorbeeld 80%) of dat wordt uitgegaan van een vaste rentegevoeligheid van de beleggingen (ongeacht de dekkingsgraad). Ook maakt het uit of het rentebeleid van het fonds is gericht op de marktrente of op de waardering van de verplichtingen (waarbij de marktrente wordt aangepast aan de UFR).

⁵⁵ Het op basis van het VEV (onderdeel renterisico) berekende afdekkingspercentage, zoals weergegeven in figuur 2.5, kan verschillen van het afdekkingspercentage dat een fonds heeft benoemd in het rentebeleid, bijvoorbeeld omdat dit gericht is op afdekking van het renterisico ná toepassing van de UFR of (alleen) de rentegevoeligheid van de beleggingen. Met oog op vergelijkbaarheid (tussen fondsen en in de tijd) is gekozen voor vaststelling van afdekkingspercentages op basis van het VEV.

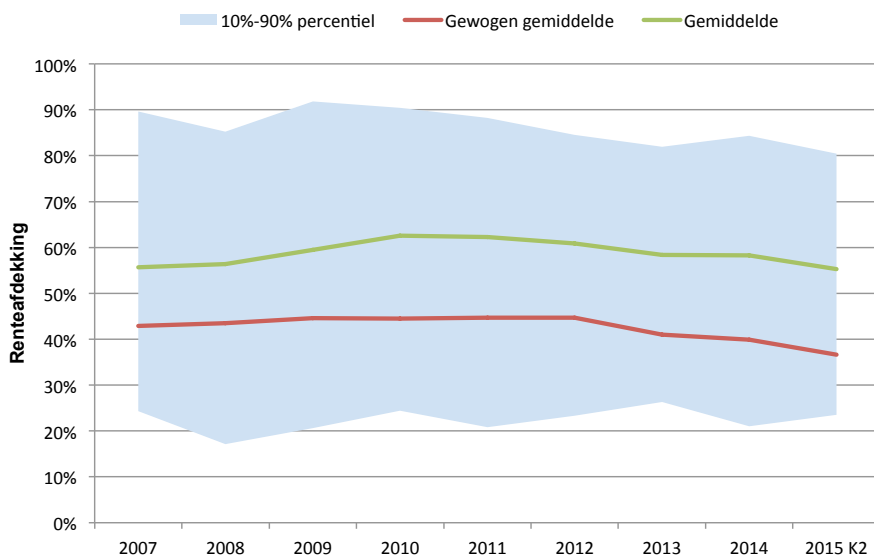
⁵⁶ Zie ook box IX hoofdstuk 5.

44

gaan terug tot 2007, omdat vanaf dat moment pensioenfondsen de VEV-cijfers rapporteren aan DNB. Voor de periode voor 2007 zijn onvoldoende betrouwbare gegevens beschikbaar om uitspraken te kunnen doen over de renteafdeckingspercentages.⁵⁷

Tevens blijkt dat ook over de tijd gezien het renteafdeckingsbeleid van individuele pensioenfondsen sterk uiteen loopt. Het 10%-90%-percentiel uit figuur 2.5 geeft in elk jaar weer binnen welke range het afdeckingspercentage van 80% van de pensioenfondsen ligt. Daaruit blijkt dat om het gewogen gemiddelde een brede waaier van afdeckingspercentages ligt, die tussen de 20% en maximaal 90% (afdekking) ligt. Ook de range laat een redelijk constant verloop zien. Geconcludeerd kan worden dat pensioenfondsen een zeer divers renteafdeckingsbeleid voeren, maar dat er – gemiddeld genomen – wel sprake is van een stabiel renteafdeckingsbeleid in de tijd.

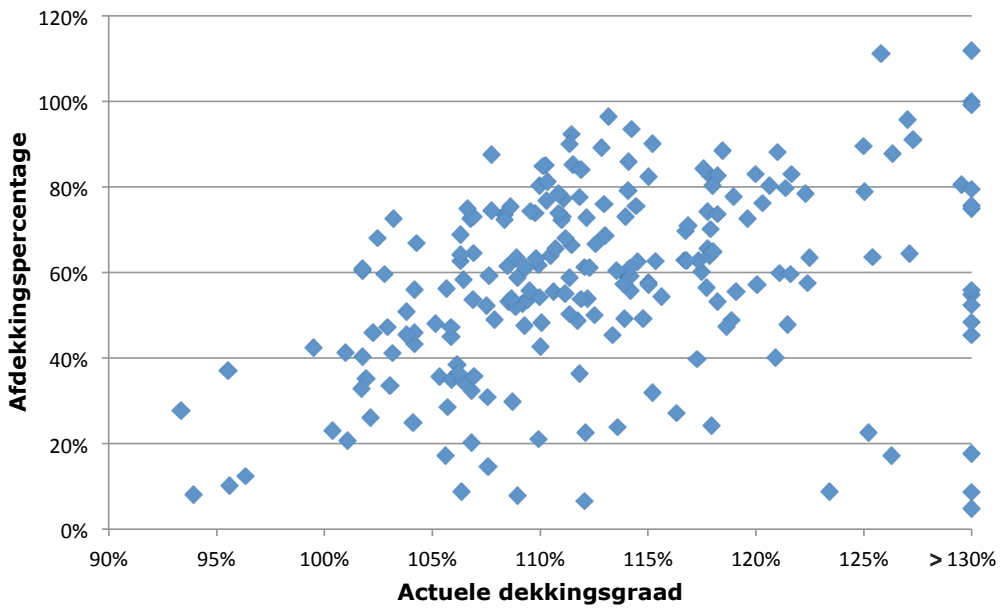
Figuur 2.5 Renteafdekking van pensioenfondsen 2007 – 2015: stabiel verloop, veel verschil tussen fondsen



Om meer duiding te geven aan de diversiteit die fondsen hanteren bij hun renteafdeckingsbeleid is in figuur 2.6 het afdeckingspercentage per fonds weergegeven (ultimo 2014). Daaruit valt overigens geen sterk verband tussen het afdeckingspercentage en de dekkingsgraad af te leiden.

⁵⁷ Gegevens van afdeckingspercentages van vóór de Pensioenwet zijn niet beschikbaar. Bij de invoering van de Pensioenwet in 2007 zijn namelijk eveneens de door pensioenfondsen aan te leveren staten gewijzigd, waardoor vanaf dat moment inzicht kon worden verkregen in de onderliggende cijfers van het VEV.

Figuur 2.6 Renteafdekking van pensioenfondsen (ultimo 2014): veel verschil tussen fondsen



3 Impactanalyse van rente- en inflatierisico's

46

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de impact van een aantal rente- en inflatiescenario's op de financiële positie van pensioenfondsen besproken. Centraal hierin staan de verschillen die ontstaan als gevolg van verschillende keuzes voor de mate van renteafdekking. Allereerst volgt (in paragraaf 3.2) de impactanalyse van een aantal directe rente- en inflatieschokken. Daarin komt zowel de impact op de nominale als op de reële dekkingsgraad aan de orde. Vervolgens wordt (in paragraaf 3.3) de impact besproken van enkele lange termijn rente- en inflatiescenario's behorende bij verschillende ontwikkelingen van de economie over een langere termijn. Naast de impact op de dekkingsgraad komt ook de realisatie van de indexatieambitie aan de orde en de impact van een variatie in de risicopremie op aandelen. De paragraaf biedt een realistisch inzicht in de dilemma's waarvoor fondsen staan als zij de mate van renteafdekking (her) overwegen.

3.2 Impactanalyse van directe rente- en inflatieschokken

Deze sectie bespreekt de impact van directe rente- en inflatiescenario's op de dekkingsgraad van een pensioenfonds bij vier verschillende vormen van renteafdekking. De vier verschillende vormen betreffen: geen renteafdekking, feitelijke renteafdekking (gebaseerd op het huidige gewogen gemiddelde afdekkingspercentage van de Nederlandse pensioensector⁵⁸), volledige nominale renteafdekking en volledige reële renteafdekking. Er is geen ontwikkeling in de tijd, alleen een direct gevolg.⁵⁹

De analyse laat zien dat er geen enkele strategie bestaat die in alle scenario's als beste uit de bus komt. Bovendien blijkt dat de impact van de scenario's op de feitelijke strategie zich halverwege die van de twee alternatieve strategieën 'geen afdekking' en 'volledige afdekking' van het renterisico bevindt. De afdekkingsstrategie waarin renteafdekking ontbreekt, leidt tot de grootste gevoeligheid in de nominale dekkingsgraad. De drie strategieën (geen afdekking, feitelijke afdekking en volledige nominale afdekking) zijn wat betreft de reële dekkingsgraad het meest gevoelig voor scenario's waarin de reële rente en inflatie tegen elkaar in bewegen en de nominale rente dus onveranderd blijft. De beleggingen bieden dan geen compensatie voor de mutatie in de reële verplichtingen.

De analyse laat ook zien dat de laatste alternatieve strategie van volledige afdekking van de onvoorwaardelijke én voorwaardelijke kasstromen ('reële' afdekking) in het huidige 'nominale' kader tot ongewenste uitkomsten kan leiden. Bij deze strategie is juist de nominale

⁵⁸ De afdekking is in overeenstemming met het in hoofdstuk 2 genoemde afdekkingspercentage van 53% inclusief UFR. Het afdekkingspercentage zonder UFR bedraagt circa 40%.

⁵⁹ Aanname bij deze analyse is dat inflatieproducten alleen gevoelig zijn voor inflatie en niet voor de reële rente.

dekkingsgraad het meest gevoelig voor scenario's waarin de nominale rente niet verandert, maar de reële rente wel. De beleggingen compenseren de mutatie in de reële verplichtingen, maar de nominale verplichtingen wijzigen helemaal niet.

Toelichting op de scenario's

De scenario's zijn gedefinieerd als parallele verschuivingen van de rentecurve (zie tabel 3.1a).⁶⁰ De actuele rentecurve is een samenstelling van de reële rentetermijnstructuur en de inflatie.⁶¹ Elk scenario is daarom een samenstelling van een mutatie in de reële rente en/of de inflatie. Dit maakt het mogelijk om een onderscheid te maken naar de impact van de nominale ('totale') rente op de nominale dekkingsgraad en van de reële rente op de reële dekkingsgraad.⁶² De acht scenario's zijn combinaties van mutaties in reële rente en inflatie van -0,5%, 0% en 0,5%.⁶³ Scenario 1 en 8 omvatten de grootste mutatie in de nominale rente van respectievelijk +1% en -1%. In deze scenario's muteren reële rente en inflatie beide met -0,5% respectievelijk +0,5%.

Tabel 3.1a Rente/inflatiescenario's als mutatie van actuele curve

Scenario's	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8
Inflatie (tov 2%)		-0,5%	-0,5%	-	-0,5%	+0,5%	+0,5%	-	+0,5%
Reële rente	december 2014	-0,5%	-	-0,5%	+0,5%	-0,5%	-	+0,5%	+0,5%
Nominale rente		-1%	-0,5%	-0,5%	-	-	+0,5%	+0,5%	+1%

Toelichting op de analyse

De pensioenverplichtingen vormen het startpunt van de analyse (tabel 3.1b⁶⁴). De gebruikte kasstromen zijn de totale kasstromen over de sector. De nominale pensioenverplichtingen worden gewaardeerd tegen de nominale rente en hebben een initiële waarde van €1093 mrd. In het scenario van een 1% rentestijging (nr. 8) daalt de waarde naar €935 mrd; in het scenario van een 1% rentedaling (nr. 1) stijgt de waarde naar €1288 mrd. De reële verplichtingen worden gewaardeerd tegen de reële rente en bevatten hierdoor ook een opslag voor toekomstige indexatie (op basis van verwachte prijsinflatie). De initiële waarde (€1531 mrd) is hierdoor 40%

⁶⁰ Daarbij is de rentecurve vóór de toepassing van de UFR geschokt, waarna de UFR aan de curve is toegevoegd.

⁶¹ De inflatie is hier fictief op 2% gezet ten behoeve van de duidelijkheid van het voorbeeld, omdat de huidige, lagere inflatie een beperktere spreiding in resultaten zou laten zien.

⁶² De nominale dekkingsgraad is de dekkingsgraad berekend door de verplichtingen te verdisconteren op basis van de rentecurve inclusief UFR. De reële dekkingsgraad is berekend door de verplichtingen te verdisconteren tegen de reële rentecurve inclusief UFR, waarbij is gerekend met een inflatie van 2%.

⁶³ Het scenario waarin reële rente en inflatie beide niet muteren (0%, 0%) is niet als apart scenario opgenomen. Er is geen impact op de initiële situatie.

⁶⁴ Waarden in groen (oranje) betreffen maxima (minima).

48 hoger dan de nominale verplichtingen. De reële waarde stijgt naar €1675 mrd in scenario 1, 3 en 5) en daalt naar €1403 mrd in scenario 4, 7 en 8. Scenario's met eenzelfde mutatie in de reële rentevoet ((1,3,5), (2,6) en (4,7,8)) hebben eenzelfde impact op de reële verplichtingen.

Tabel 3.1b Nominale en reële pensioenverplichtingen

Verplichtingen	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Nominaal</i>	1093	1288	1185	1185	1093	1093	1010	1010	935
<i>Reëel</i>	1531	1675	1531	1675	1403	1675	1531	1403	1403

De analyse richt zich op vier strategieën voor de beleggingen om de rentegevoeligheid van de verplichtingen al dan niet te compenseren. De beleggingen hebben een aanvangswaarde van €1127 mrd (tabel 3.1c). De initiële dekkingsgraad is steeds 103%. De vier alternatieven zijn als volgt:

- De feitelijke beleggingen in de sector eind 2014: de beleggingen volgen deels de veranderingen in de nominale verplichtingen. Er is sprake van een gedeeltelijke nominale afdekking.⁶⁵
- Niet-rentegevoelige beleggingen (positie in 'cash'): de waarde is constant €1127 mrd.
- Beleggingen met identieke rentegevoeligheid als de nominale verplichtingen ('nominale afdekking'): de waardeverandering volgt de nominale verplichtingen exact. Hier kan gedacht worden aan een combinatie van obligaties en swaps.⁶⁶
- Beleggingen met identieke rentegevoeligheid als de reële verplichtingen ('reële afdekking'): de waardeverandering volgt de reële verplichtingen exact. Hierbij kan gedacht worden aan inflation linked bonds, maar in de praktijk is het vrijwel onmogelijk een 100% reëel matchingsbeleid uit te voeren (het is vooral een theoretische strategie).

Tabel 3.1c Impact van scenario's voor 4 alternatieven in beleggingen

Beleggingen	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>Feitelijke afdekking</i>	1127	1225	1171	1177	1121	1133	1087	1081	1045
<i>Geen afdekking</i>	1127	1127	1127	1127	1127	1127	1127	1127	1127
<i>Nominale afdekking</i>	1127	1322	1219	1219	1127	1127	1044	1044	970
<i>Reële afdekking</i>	1127	1271	1127	1271	999	1271	1127	999	999

⁶⁵ De afdekking is in overeenstemming met het in hoofdstuk 2 genoemde afdekkingspercentage van 53% inclusief UFR. Het afdekkingspercentage zonder UFR bedraagt circa 40%.

⁶⁶ Het betreft hier berekeningen waarbij de volledige nominale renteafdekking exact is vormgegeven. In de praktijk is deze exacte waardeverandering overigens moeilijk te realiseren (zie ook hoofdstuk 1). Dit geldt ook voor toepassing van een volledige reële renteafdekking.

Ten slotte is de impact van de scenario's op de nominale en reële dekkingsgraad zichtbaar gemaakt, en de spreiding in uitkomsten (tabel 3.1d). Bij aanvang is de nominale dekkingsgraad 103% voor de vier alternatieven, de reële dekkingsgraad 74%.⁶⁷ Een gelijke aanvangsdekkingsgraad is nodig voor een eerlijke vergelijking tussen de alternatieven.

Tabel 3.1d Impact van scenario's op nominale en reële dekkingsgraad, voor 4 alternatieven in beleggingen

Impact nominale DG	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8	Spreiding
<i>Feitelijke afdekking</i>	103%	95%	99%	99%	103%	104%	108%	107%	112%	17%
<i>Geen afdekking</i>	103%	88%	95%	95%	103%	103%	112%	112%	121%	33%
<i>Nominale afdekking</i>	103%	103%	103%	103%	103%	103%	103%	103%	104%	1%
<i>Reële afdekking</i>	103%	99%	95%	107%	91%	116%	112%	99%	107%	25%

Impact reële DG	Initieel	1	2	3	4	5	6	7	8	Spreiding
<i>Feitelijke afdekking</i>	74%	73%	76%	70%	80%	68%	71%	77%	74%	12%
<i>Geen afdekking</i>	74%	67%	74%	67%	80%	67%	74%	80%	80%	13%
<i>Nominale afdekking</i>	74%	79%	80%	73%	80%	67%	68%	74%	69%	13%
<i>Reële afdekking</i>	74%	76%	74%	76%	71%	76%	74%	71%	71%	5%

Belangrijkste observaties

De volgende observaties kunnen worden gemaakt:

- Bij volledige nominale afdekking is de nominale dekkingsgraad bijna ongevoelig voor veranderingen in de nominale rente. De beperkte spreiding tussen 103% en 104% komt doordat de beleggingen de nominale verplichtingen volgen (het eigen vermogen blijft dan gelijk).⁶⁸
- Bij volledige reële afdekking is de reële dekkingsgraad bijna ongevoelig voor veranderingen in de reële rente. De beperkte spreiding tussen 71% en 76% komt doordat de beleggingen de reële verplichtingen volgen (het verschil tussen vermogen en reële verplichtingen blijft gelijk).
- Het volledig ontbreken van renteafdekking leidt als verwacht tot de grootste gevoeligheid van de nominale dekkingsgraad voor de scenario's, met waarden voor de nominale dekkingsgraad tussen 88% en 121%.
- Bij de feitelijke situatie is er bij benadering sprake van gedeeltelijke nominale afdekking en bevindt de impact van de scenario's zich met uitslagen tussen 95% en 112% halverwege die van 'geen afdekking' en 'nominale afdekking'.

⁶⁷ De nominale dekkingsgraad (103%) is bepaald als de verhouding tussen het vermogen en de nominale verplichtingen; de reële dekkingsgraad (74%) is bepaald als de verhouding tussen het vermogen en de reële verplichtingen.

⁶⁸ Om de dekkingsgraad gelijk te houden, zou bij een rentedaling ook het eigen vermogen mee moeten groeien met de verplichtingen. Als het eigen vermogen gelijk blijft, daalt de dekkingsgraad licht omdat de verplichtingen wel toenemen (vice versa bij een rentestijging). Dit effect is groter naarmate dekkingsgraden verder van de 100% liggen.

- De drie strategieën geen afdekking, feitelijke afdekking en volledige nominale afdekking zijn wat betreft de reële dekkingsgraad het meest gevoelig voor scenario's 4 en 5 waarin de reële rente en inflatie tegen elkaar in bewegen. In deze scenario's muteren de reële verplichtingen zonder dat er wezenlijke (positieve of negatieve) compensatie van de beleggingen tegenover staat: de nominale rente wijzigt niet.⁶⁹
- Bij reële matching laat de nominale dekkingsgraad relatief grote uitslagen zien, in het bijzonder voor scenario's 4 en 5 waarin de verandering in inflatie en reële rente elkaar opheffen (geen verandering nominale rente). De beleggingen compenseren de mutatie in de reële verplichtingen, maar de nominale verplichtingen wijzigen helemaal niet. Dit is een logische, maar vervelende consequentie van een verder legitieme reële strategie in een nominaal kader.

3.3 Impactanalyse van lange termijn scenario's in rente, inflatie en aandelen

Deze sectie behandelt de impact van relevante scenario's voor de ontwikkeling van rente, inflatie en aandelen op de dekkingsgraad van pensioenfondsen en de realisatie van de indexatieambitie op een langere termijn (tien jaar). Centraal hierin staat de gevoeligheid van de uitkomsten voor de mate waarin het renterisico wordt afgedekt, lopend van géén afdekking (0%) tot volledige afdekking (100%), in stappen van 25%. De set van scenario's dekt verschillende 'archetypen' van economische ontwikkelingen als Herstel, Verzwakking, Stagflatie en Continuering waaruit een overzicht van sterk uiteenlopende uitkomsten op de dekkingsgraad en indexatie tevoorschijn komt. Voor het doel hier is de invulling van deze scenario's bewust zeer eenvoudig gehouden en zijn geen complexe macro-economische modellen gebruikt. Aan de scenario's zelf kan geen waarschijnlijkheid ('kans') worden toegedicht.

"Het bestuur heeft besloten om de reële renteafdekking te beëindigen. De directe reden voor dit besluit is geweest de gevoeligheid van de dekkingsgraad voor een economisch scenario van economische krimp, waarbij sprake is van dalende inflatie en stijgende reële rente. De impact van dit scenario wordt versterkt indien deze zich als een schok zou voordoen. Het bestuur acht de impact van een dergelijk 'Japanscenario' op de dekkingsgraad van het pensioenfonds (te) groot."

Pensioenfonds Hoogovens in jaarverslag 2014 (blz 11)

De uitkomsten illustreren dat de mate van renteafdekking een afweging van belangen is. Elk fonds moet een balans zien te vinden tussen ruimte voor herstel en voldoende bescherming tegen neerwaartse risico's. Daarbij vormt het beschikbare kapitaal om risico's op te vangen een belangrijke achterliggende factor. Immers een fonds dat onvoldoende financiële buffers

⁶⁹ Bij ontbreken van renteafdekking is de impact van scenario's 1 en 5 gelijk.

heeft, is minder goed in staat tegenvallers op te vangen en zal zich daarom waarschijnlijk meer richten op het veilig stellen van de nominale aanspraken.

In de berekeningen is uitgegaan van een 'representatief pensioenfonds': de balans is gebaseerd op de balans en kasstromen van de pensioensector als geheel. Voor dit fonds is het VEV gelijk aan circa 20%. Er zijn drie niveaus voor de startdekkingsgraad: 120%, 104% en 90%;⁷⁰ het eigen vermogen is daarmee respectievelijk gelijk aan VEV, MVEV en -10%. Het voordeel van de opzet is dat de gevoeligheid van de sector voor de scenario's en keuze van renteafdekking bij benadering inzichtelijk gemaakt kan worden. Voor individuele fondsen kan de impact van de scenario's verschillen al naar gelang het kasstroom- en risicoprofiel meer of minder afwijkt van het sectorgemiddelde.

De horizon van de analyses bedraagt tien jaar. Dit is een periode waarover de kasstromen van de onderliggende beleggingen en pensioenverplichtingen een relevante ontwikkeling doormaken. Het scenario heeft gedurende die periode een impact op de ontwikkeling van dekkingsgraad, premie, indexatie en beleggingen. Daarnaast heeft de horizon relevantie in het nieuwe financieel toetsingskader, omdat het de maximale horizon is van een herstelplan. Bovendien is het de maximale periode waarover een eventueel vastgestelde korting moet worden doorgevoerd.

De doorgerekende scenario's worden in onderstaande tabel beschreven via het niveau van de nominale rente en de inflatie aan het einde van de looptijd van het scenario en via de verwachte jaarlijkse risicopremie op aandelen. De startdatum van elk scenario is eind 2014.

Tabel 3.2 scenario's en gehanteerde parameters

Economisch scenario	Nominale Rente	Inflatie	Risicopremie aandelen
Continuering	Huidig niveau	1%	2%
Herstel	4%	2%	4%
Verzwakking	0%	0%	0%
Stagflatie	4%	4%	2%

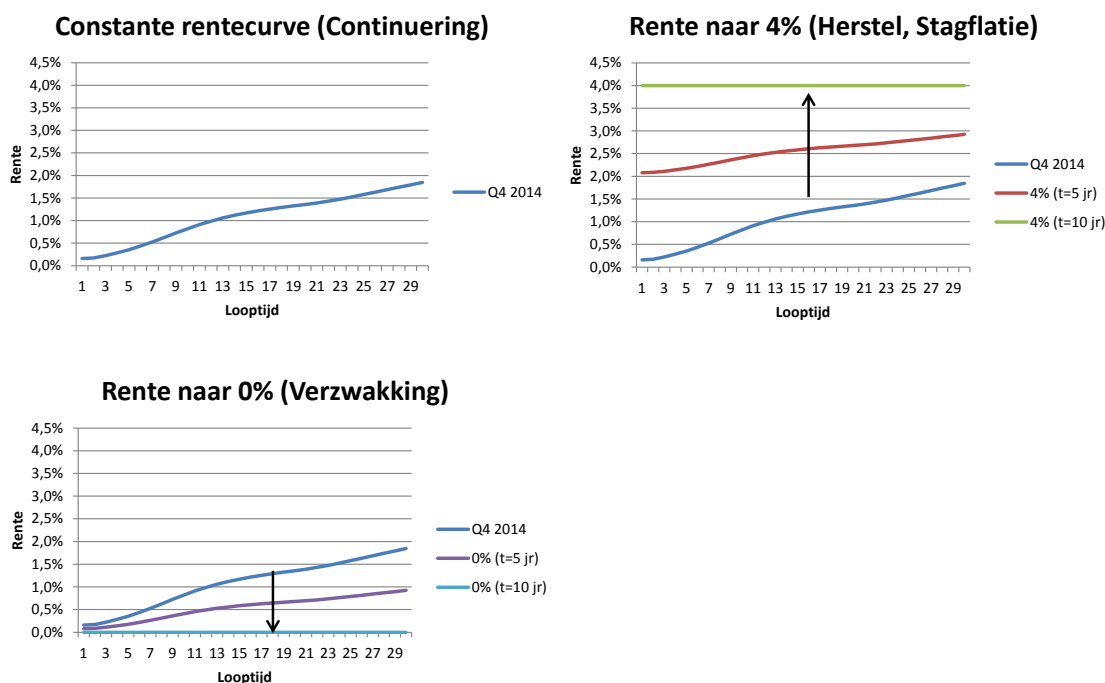
De onderstaande drie figuren tonen drie scenario's voor de rentecurve: een constante rentecurve (Continuering), een stijging naar 4% (Herstel en Stagflatie) en een daling naar 0%. De rentecurve eind 2014 liep van 0,16% voor een lening met een looptijd van één jaar, naar 0,53% en 1,26% voor looptijden van respectievelijk zeven jaar en zeventien jaar.⁷¹ De looptijden en niveaus zijn bij benadering representatief voor de obligaties respectievelijk de verplichtingen van het fonds. Er was eind 2014 sprake van een zeer lage rentecurve ten opzichte van

⁷⁰ Ter vergelijking: de gemiddelde beleidsdekkingsgraad van pensioenfondsen was eind 2014 circa 110%.

⁷¹ Dit is de rentecurve inclusief UFR.

voorgaande jaren, mede door een ruim gevoerd monetair beleid van de ECB. De rentecurve van het scenario is na tien jaar ofwel identiek aan de curve bij aanvang (Continuering), ofwel vlak op het in de tabel opgegeven renteniveau van 0% (Verzwakking) of 4% (Herstel, Stagflatie). De ontwikkeling van de initiële rentecurve eind 2014 naar het niveau tien jaar later vindt lineair in de tijd plaats.

Figuur 3.1 ontwikkeling rentecurves, drie scenario's



Jaarlijks wordt op basis van een dekkingsgraadstaffel indexatie verleend met als ambitie de pensioenverplichtingen te compenseren voor de prijsinflatie. De lineaire staffel loopt van 110% naar volledige indexatie vanaf 130%.⁷² De inflatie bedroeg eind 2014 afgerond 0%.⁷³ De ontwikkeling van de inflatie naar het niveau tien jaar later van 0% (Verzwakking), 1% (Continuering), 2% (Herstel) of 4% (Stagflatie) vindt ook lineair in de tijd plaats.

Het rendement op aandelen is ieder jaar de eenjaars nominale rente van dat moment vermeerderd met een vaste risicopremie variërend van 0% (Verzwakking) tot 2% (Continuering, Stagflatie) en 4% (Herstel). Het percentage aandelen bedraagt circa 50% en wordt jaarlijks via rebalancing op dat niveau gehouden.

⁷² Met deze staffel wordt op een versimpelde manier invulling gegeven aan de indexatieregels uit de Pensioenwet.

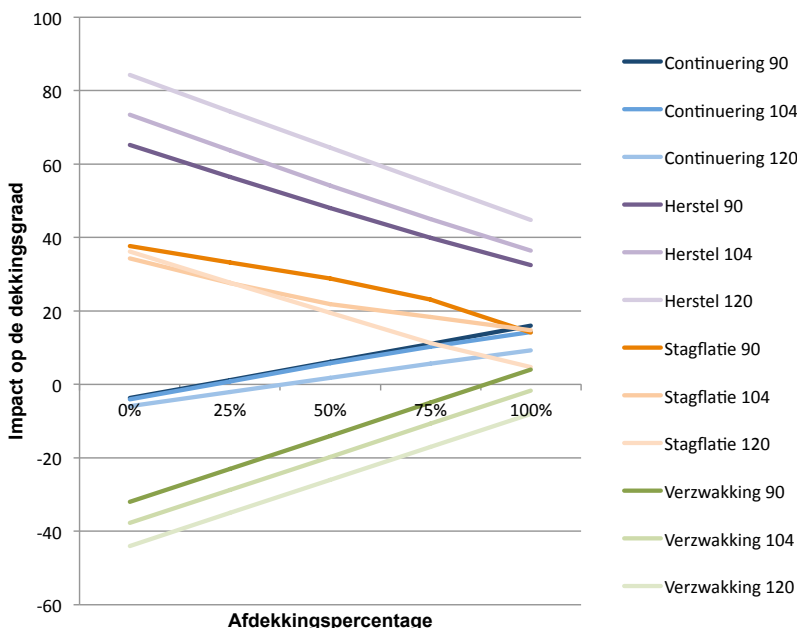
⁷³ HICP = Harmonized Index of Consumer Prices (Eurozone). De HICP inflatie bedroeg eind 2014 -0,2%.

De scenario's zijn dus als volgt:

- **Scenario Continuering:** de rentecurve blijft op het lage niveau van eind 2014, dat wil zeggen dat de rentecurve dus niet verandert, en de inflatie stijgt licht naar een niveau van 1%. De risicopremie op aandelen is met 2% per jaar beperkt.
- **Scenario Economisch Herstel:** de rente ontwikkelt zich geleidelijk van de curve eind 2014 naar een vlak, hoger niveau van 4%. De inflatie ontwikkelt zich naar de beleidsdoelstelling van de ECB voor de inflatie: 2%. De reële rentevoet is dan 2%. De aandelen groeien krachtig met de stijgende rente en een risicopremie van 4%.
- **Scenario Verzwakking:** de rente daalt verder naar een niveau van 0%. De inflatie blijft steken op 0%. In dit scenario wordt aangenomen dat de aandelen nauwelijks groei kennen (risicopremie 0%).
- **Scenario Stagflatie:** de rente stijgt naar 4% (gelijk aan Herstel), alsook de inflatie. De reële rentevoet is dan 0%. De aandelen kennen een beperkte risicopremie van 2%, maar groeien mede onder invloed van een stijgend algemeen renteniveau.

De onderstaande figuur 3.2 toont de impact op de dekkinggraad van de verschillende economische scenario's, voor verschillende startdekkinggraden en als functie van de mate van renteafdekking. Het gewogen gemiddelde niveau van renteafdekking in de pensioensector bedraagt circa 40%, het corresponderende afdekkingspercentage in de figuur - inclusief UFR - is 53%.

Figuur 3.2 Impact scenario's op dekkinggraad na 10 jaar afhankelijk van de renteafdekking (0%-100% verplichtingen)



De uitkomsten tonen dat de (impact op) de dekkingsgraad over een looptijd van tien jaar, gevoelig is voor de specifieke economische scenario's. De extremen in impact lopen van een stijging met 84 dekkingsgraad punten in het scenario van Economisch Herstel tot een daling van minus 44 dekkingsgraad punten in het scenario van Verzwakking, beide voor een fonds met een initiële dekkingsgraad van 120% en zonder renteaftdekking. In het eerste geval is de dekkingsgraad na tien jaar gestegen tot 204%, in het tweede geval is deze gedaald tot 76%.

"Bij het vaststellen van de hedgerichtlijnen ter afdekking van een deel van het rente- en het inflatierisico, besteedt het bestuur niet alleen aandacht aan de mate en effectiviteit van de bescherming tegen de gevolgen van een dalende rente en een oplopende inflatie, maar ook aan de gevolgen van het beperken van het opwaarts potentieel bij een stijging van de rente en daarmee de beperking van de kans op herstel en indexatie voor de langere termijn."

Pensioenfonds SNS Reaal in jaarverslag 2014 (blz 29)

De waaier aan uitkomsten wordt minder breed naarmate de renteaftdekking toeneemt tot een volledige afdekking van 100%. Figuur 3.2 maakt vooral zichtbaar dat de mate van renteaftdekking een expliciete keuze is voor de mate waarin het fonds bloot wil staan aan renterisico en daarmee de dekkingsgraad gevoelig laat zijn voor de ontwikkeling van de rente.

Afhankelijk van het rentescenario heeft een toename van de renteaftdekking een positieve of negatieve impact op de dekkingsgraad. In de scenario's met een rentestijging – Economisch Herstel en Stagflatie – zal een toename van de renteaftdekking een negatieve impact hebben op de dekkingsgraad, omdat minder geprofiteerd wordt van het feit dat de pensioenverplichtingen door hun langere looptijd sneller in waarde dalen dan de vastrentende waarden. Daarentegen heeft een toename van de renteaftdekking een positieve impact op de dekkingsgraad in de scenario's waarin de rente gelijk blijft of daalt (Continuering en Verzwakking) en in sterkere mate naarmate sprake is van een hogere afdekking.

"PME wil bescherming tegen een lage rente, maar ook profiteren van een stijgende rente. Hoe hoger het afdekkingspercentage, hoe meer bescherming, maar hoe minder het fonds profiteert van een stijgende rente. PME wil het afdekkingspercentage dan ook weloverwogen vaststellen. Om dit zichtbaar en structureel te doen, heeft PME het afgelopen jaar een strategische beslismatrix opgesteld. Met behulp van deze matrix worden de belangrijkste criteria (onder andere risicoruimte, rentevisie en kosten) met betrekking tot de renteaftdekking structureel en in samenhang periodiek beoordeeld en het renteaftdekkingspercentage geëvalueerd en zo nodig aangepast."

PME in jaarverslag 2013 (blz 31)

De scenario's zijn weliswaar prospectief van aard, maar illustreren waarom renteaftdekking afgelopen jaren zijn vruchten heeft afgeworpen. De renteontwikkeling in het scenario Herstel is immers de omgekeerde ontwikkeling die de rente afgelopen jaren heeft ondergaan. Elke renteaftdekking heeft hiervan geprofiteerd en in sterkere mate ingeval van een hogere renteaftdekking. In die zin kan het scenario Verzwakking gezien worden als een voortzetting van die negatieve renteontwikkeling.

Het scenario van Verzwakking toont aan dat er nog steeds significant renterisico is, en dat dit bij een lage initiële dekkingsgraad zeer relevant is. Een rentedaling vanaf de huidige niveaus heeft zelfs een meer negatieve impact dan eenzelfde daling op een hoger niveau. Dit komt doordat de gevoeligheid van de waarde van een vastrentend instrument toeneemt bij lagere renteniveaus. In dit scenario zou een fonds met 40% renteafdekking en een dekkingsgraad van 104,3% een negatieve impact van 23 dekkingsgraad punten ondergaan.

Ook in het scenario Continuering met een constante rentecurve is er sprake van een renterisico. Dit blijkt direct uit de positieve impact van renteafdekking op de dekkingsgraad. De achterliggende reden is wellicht minder intuïtief, omdat de rentecurve constant blijft gedurende tien jaar. Dit impliceert echter dat de rentecurve zich in dit scenario niet ontwikkelt volgens de (stijgende) forward rentecurve die volgt uit de rentecurve zelf. Dit achterblijven van de renteontwikkeling ten opzichte van de in de actuele rentecurve ingeprijste verwachting ontwikkeling leidt tot een waardevermindering van de verplichtingen. De verplichtingen stijgen dus in waarde bij gelijkblijvende rentes. Vandaar dat bij een hoger renteafdekkingspercentage ook een positief effect op de dekkingsgraad ontstaat. In het scenario Continuering zorgt het rendement op aandelen bovendien voor enige positieve compensatie.

Het scenario van Herstel laat echter zien dat renteafdekking ook betekent dat het fonds potentieel zijn herstel beperkt als de rente weer oploopt. Dit is het dilemma van elk fonds. Hetzelfde fonds met 53% afdekking en dekkingsgraad 104,3% zou in Herstel met 58 dekkingsgraad punten stijgen i.p.v. 73 zonder afdekking. De ruimte naar boven (58, Herstel) is ook groter dan de ruimte naar beneden (-23, Verzwakking). De kans op een verdere rentedaling dan in dit scenario is echter nog steeds aanwezig. Bovendien zijn hier geen scenario's met negatieve aandelenrendementen verondersteld. Renterisico vormt in de praktijk immers maar een deel van het totale risico.

Het rendement van aandelen verklaart een deel van het verschil tussen de scenario's Continuering en Verzwakking enerzijds en tussen Herstel en Stagflatie anderzijds. De Verzwakking kent een lager rendement op aandelen dan Continuering door de dalende rente en het ontbreken van een risicopremie. In het positieve scenario van Herstel loopt het rendement op aandelen van 4,16% (= 0,16% rente + risicopremie) in het eerste jaar tot 8% (= 4% rente + risicopremie) in het laatste jaar; in het scenario van Stagflatie is de risicopremie 2% en loopt het rendement op van 2,16% in het eerste jaar naar 6% in het laatste jaar. Dit is een significant verschil, o.a. door het rente-op-rente effect. Een in aandelen geïnvesteerde euro rendeert over 10 jaar ruim 80% in Herstel en ruim 49% in Stagflatie.

In de scenario's Herstel en Verzwakking resulteert de initiële dekkingsgraad in een grotere spreiding in impact op de dekkingsgraad dan voor Continuering. Deze spreiding wordt veroorzaakt doordat eenzelfde rendement in absolute zin een grotere impact heeft bij een hogere dekkingsgraad. Het eigen vermogen rendeert immers ook. De impact van het rente-op-

rente effect versterkt dit effect in het meest gunstige scenario van Herstel (positief rendement), en in mindere mate in Verzwakking (negatief rendement).⁷⁴ In het scenario Continuering zijn de verschillen beperkt, omdat er geen verandering is in de rentecurve, en nauwelijks aandelenrendement. Het laat indirect zien hoezeer het herstellvermogen afhankelijk is van (of gebaat bij) een beter aandelenrendement en dat iedere rentedaling dit teniet kan doen. In het Stagflatie scenario neemt het onderscheidend vermogen sterk toe als de realisatie van de indexatieambitie wordt meegenomen (zie bespreking hieronder).

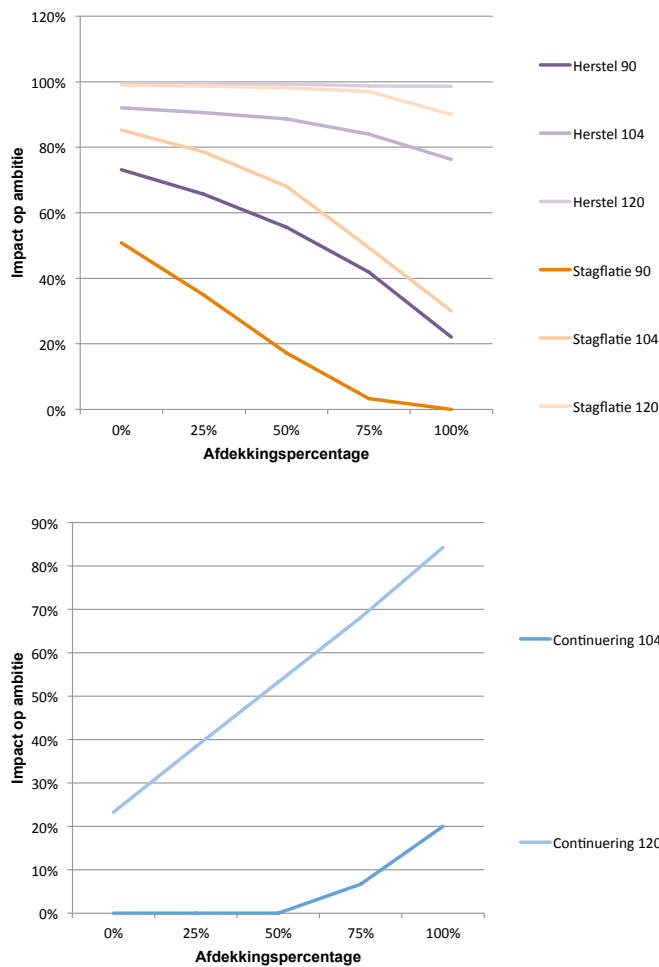
Het rendement moet – vooral in de scenario's Herstel en Stagflatie- deels worden aangewend om aan de indexatieambitie van prijsinflatie te voldoen. Dit 'remt' de groei van de dekkingsgraad. Dit geldt voor Herstel met 2% inflatie op einddatum en in het bijzonder voor het Stagflatie scenario met 4% inflatie op einddatum. Indexatie is van minder belang in het Continuering scenario en niet van belang (want inflatie 0%) in Verzwakking.

Onderstaande twee figuren tonen de mate waarin de indexatieambitie over de looptijd van tien jaar gerealiseerd wordt voor Herstel en Stagflatie, en apart voor Continuering. Een hoge initiële dekkingsgraad is gegeven de indexatiestafel van groot belang voor de realisatie van de indexatieambitie.

- In het Herstel scenario is de groei van de dekkingsgraad voldoende krachtig om ook bij een startdekkingsgraad van 104% de indexatieambitie grotendeels te realiseren. De groei is dus voldoende krachtig geweest om de achterstand op de indexatiestafel ten opzichte van 120% te overbruggen. De gevoeligheid voor de renteafdekking is beperkt, deze loopt uiteen van het realiseren van een indexatieambitie van 92% bij 0% afdekking tot 76% bij volledige afdekking.
- De realisatie in Stagflatie blijft achter bij Herstel, vanwege de hogere inflatie (en ambitie) in Stagflatie en vanwege de lagere risicopremie op aandelen. De gevoeligheid van uitkomsten voor de hoogte van de risicopremie op aandelen komt hieronder nog specifiek aan bod. In het Stagflatie scenario is de gevoeligheid bij 104% veel groter en loopt deze van 85% tot 30%.
- In het scenario Continuering is er alleen serieuze realisatie van de ambitie bij een dekkingsgraad van 120% en dan stijgt deze met de renteafdekking. Bij de lagere initiële dekkingsgraden is er (bijna) geen realisatie van de ambitie. Omdat in dit scenario de inflatie beperkt (1% na tien jaar) is, kan de ambitie sneller worden waargemaakt, zodra de dekkingsgraad dat toelaat.
- In het scenario Verzwakking (niet getoond) is de inflatie zelf 0% en is er geen indexatie nodig (dit scenario is daarom ook niet opgenomen)

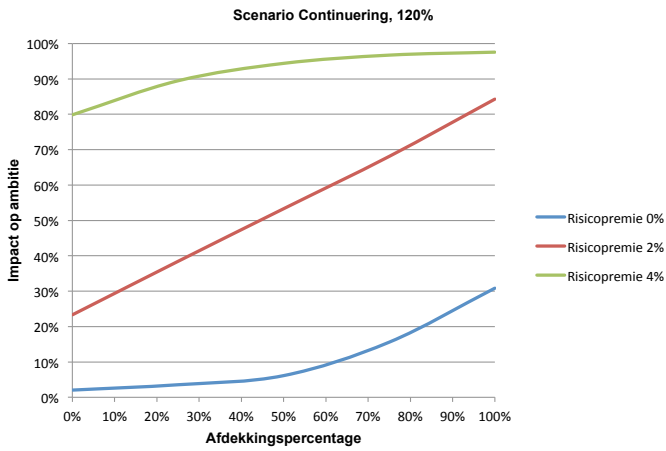
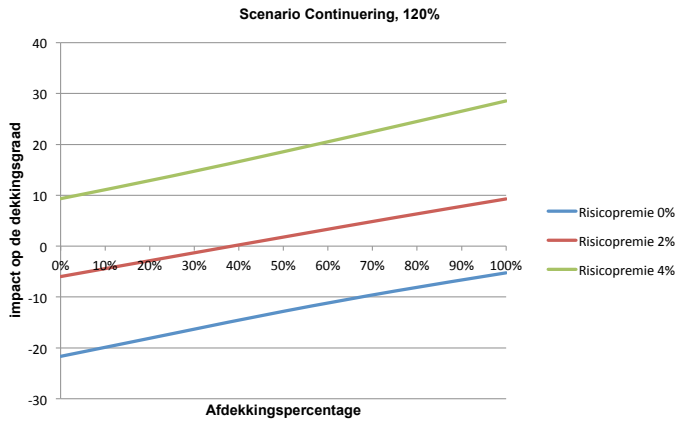
⁷⁴ De volgorde van de curves is voor Herstel en Verzwakking is tegengesteld.

Figuur 3.3 Realisatie indexatieambitie



Het model is gevoelig voor de aannames t.a.v. de aandelen (50% van de mix). Dit vormt een reflectie van de realiteit en benadrukt dat er naast de mate van renteafdekking andere belangrijke variabelen zijn, zoals het percentage zakelijke waarden. Onderstaande figuren tonen voor scenario Continuering (en dekkingsgraad 120%) de gevoeligheid van de dekkingsgraad en van de realisatie van de indexatieambitie voor een mutatie van de risicopremie van 2% naar 0% en 4%. Bij benadering leidt dit tot een parallelle verschuiving van de impact op de dekkingsgraad. De realisatie van de indexatieambitie verandert sterk en is minder afhankelijk van de renteafdekking dan voorheen (2% risicopremie), want hoog ($\geq 80\%$) bij een risicopremie van 4% en laag ($\leq 30\%$) bij een risicopremie van 0%.

Figuur 3.4 Gevoeligheid voor risicopremie (Continuering)



4 Risico's aan het gebruik van rentederivaten

4.1 Inleiding

59

In dit hoofdstuk wordt beschreven welke risico's pensioenfondsen lopen als zij gebruik maken van rentederivaten bij het afdekken van renterisico's. Allereerst komt hierin het tegenpartijkredietrisico aan bod (paragraaf 4.2) dat ontstaat als een rentederivaat positieve waarde ontwikkelt en er een vordering en kredietrisico op de tegenpartij ontstaat. Daarna volgt (in paragraaf 4.3) het liquiditeitsrisico dat ontstaat als in de omgekeerde situatie van een negatieve waardeontwikkeling de tegenpartij om liquide onderpand vraagt ter dekking van de vordering op het fonds. Ten slotte eindigt het hoofdstuk (paragraaf 4.4) met een bespreking van operationele risico's, omdat problemen met derivaten (in algemene zin) in de praktijk veelal begonnen of te wijten waren aan dit type risico.

4.2 Tegenpartijkredietrisico

4.2.1 Inleiding: een tweezijdig kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat een schuldeiser verlies lijdt op een belegging, omdat de schuldenaar niet meer kan voldoen aan zijn betalingsverplichtingen. Het wordt ook wel debiteurenrisico genoemd.⁷⁵ Pensioenfondsen zijn onderhevig aan kredietrisico als ze beleggen in obligaties en leningen, omdat de kredietnemer failliet kan gaan. Afhankelijk van de mate van het risico zal in de waardering van het instrument bovenop de risicovrije rente een opslag voor kredietrisico worden gerekend: een credit spread als vergoeding voor het kredietrisico. Op grond van het ftk moeten pensioenfondsen bij de bepaling van het VEV ook solvabiliteit aanhouden voor de mate waarin het fonds kredietrisico loopt.

Tegenpartijkredietrisico is een subcategorie van kredietrisico waarin beide partijen in een transactie kredietrisico lopen. Bij verschillende markttransacties waarin derivaten een rol spelen, zoals bij rente- en valutaswaps en repo's⁷⁶ is sprake van een tweezijdig risico, omdat

⁷⁵ Het risico dat de waarde van een investering daalt doordat de kredietwaardigheid van de tegenpartij daalt, kan zowel als kredietrisico worden beschouwd of als een marktrisico. In dit geval is het risico dat de kans op wanbetaling toeneemt doordat de financiële soliditeit van de tegenpartij afneemt.

⁷⁶ Repo: Repurchase Agreement. Een repo omvat de verkoop van een security en de afspraak om deze einde looptijd terug te kopen. Het is een lening van de kopende partij aan de verkopende partij, met de security als onderpand. De hogere terugkoop prijs omvat een vergoeding voor de lening, de repo rate. Repo's vormen een belangrijk instrument voor de liquiditeit op de financiële markten. Het zijn kortlopende instrumenten met een looptijd korter dan één jaar. De rentegevoeligheid van de instrumenten is daarom lager dan voor langlopende swaps, maar in de bespreking van tegenpartijrisico zijn ze van belang omdat er – in tegenstelling tot swaps – wel een uitwisseling van de onderliggende waarde, de security, plaats vindt. Het beheer van het tegenpartijkredietrisico is verder overeenkomstig en de bespreking zal zich vooral richten op renteswaps.

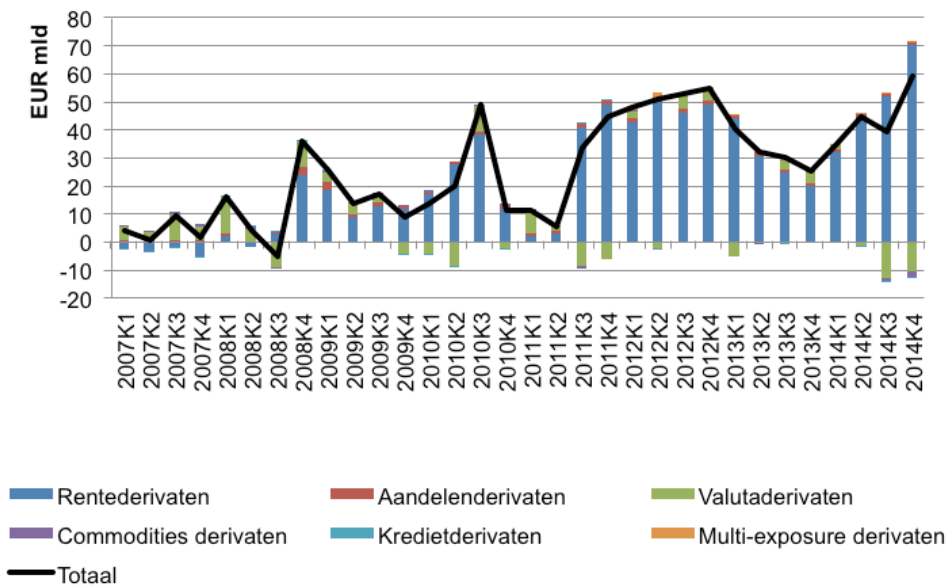
60 beide partijen verlies kunnen lijden als de tegenpartij failliet zou gaan. Het kredietrisico vanuit obligaties en leningen valt hier niet onder, omdat alleen de kredietgever een (eenzijdig) kredietrisico loopt. In hoofdstuk 1 is besproken dat veel pensioenfondsen receiver swaps aanhouden om zich te beschermen tegen een rentedaling. In geval van een rentedaling zal de swap een positieve waarde voor het pensioenfonds representeren, in geval van een rentestijging een positieve waarde voor de tegenpartij. Afhankelijk van de ontwikkeling van de rente zal één van beide partijen beducht zijn dat de tegenpartij de opgebouwde positieve waarde - indien nodig - mogelijk niet gestand kan doen: er is sprake van een tweezijdig risico.

Beide partijen zullen het tegenpartijkredietrisico in een transactie zoveel mogelijk proberen te beheersen door het te beperken. Het tegenpartijkredietrisico dient geen beleggingsdoel op zichzelf, maar vormt een ongewenst bijproduct van de transactie. Het doel van een renteswap betreft een positionering ten opzichte van een rente, niet het risico op de specifieke tegenpartij in de transactie. Bij een belegging in een obligatie of lening vormt het kredietrisico op de kredietnemer wel onderdeel van de transactie. Bedrijfsobligaties vormen een goed voorbeeld hiervan. Vanwege de context van de afdekking van het renterisico beperkt de discussie zich hier verder tot het tegenpartijkredietrisico. Het is een risico dat partijen als pensioenfondsen zoveel mogelijk zullen willen beheersen via hun tegenpartijbeleid, onderpandbeheer en contractenbeheer. Zie hiervoor paragraaf 4.2.3.

4.2.2 Ontwikkeling van de marktwaarde van derivaten bij pensioenfondsen

Figuur 4.1 toont de ontwikkeling van de totale marktwaarde van derivaten bij Nederlandse pensioenfondsen. De totale waarde is over tijd sterk toegenomen en wordt gedreven door rentederivaten en in mindere mate door valutaderivaten. De toegenomen waarde van de rentederivaten (2014 Q4: € 70 mrd) is het gevolg van de langjarige daling van de rentecurve. Pensioenfondsen dekken zich deels of geheel in tegen het risico van rentedalingen via receiver swaps of swaptions en deze derivatenposities zijn in waarde gestegen. Bij de valutaderivaten (2014Q4: - € 10 mrd) is het beeld wisselender en is in de loop der tijd soms sprake van een positieve marktwaarde, soms van een negatieve marktwaarde. Deze derivaten hebben tot doel het valutarisico op beleggingen buiten de eurozone (deels) af te dekken. De ontwikkeling van deze posities weerspiegelt de ontwikkeling van de koers van de euro ten opzichte van dollar, pond en yen. Door de verzwakking van de euro in 2014 hebben de valutaderivaten een negatieve waarde gekregen; de buitenlandse beleggingen zijn in euro's omgerekend in waarde toegenomen.

Figuur 4.1 Marktw waarde van derivatenposities van Nederlandse pensioenfondsen



De positieve marktwaarden op derivatenposities geven een indicatie van de actuele blootstelling aan tegenpartijkredietrisico. De positieve marktwaarden geven het actuele bedrag aan dat pensioenfondsen bloot staan aan kredietrisico op de tegenpartij; in geval van een negatieve waarde ligt het risico bij de tegenpartij. Hoe groter de positieve marktwaarde, hoe meer tegenpartijkredietrisico een pensioenfonds loopt. Het pensioenfonds is immers van de tegenpartij afhankelijk om die positieve waarde te kunnen incasseren in omstandigheden waarbij dat noodzakelijk en/of mogelijk is.

De kenmerken van het derivaat bepalen – naast de gewenste risicoafdekking - de ongewenste blootstelling aan actueel én potentieel tegenpartijkredietrisico. De informatie uit een marktwaarde op een derivaat is beperkt: een kleine marktwaarde op een renteswap (waarde bij afsluiten: 0) kan bijvoorbeeld duiden op een beperkte renteafdekking, of op een recent afgesloten swap, of op weinig marktbeving. Kennis van de volledige productspecificaties van het derivaat waaronder type (swap, swaption, etc.), onderliggende marktvariabele (rente, valuta, aandelen) en referentiewaarde, nominale waarde en looptijd zijn noodzakelijk om naast de actuele marktwaarde het potentiële, toekomstige tegenpartijkredietrisico te kunnen bepalen. Daarbij dient benadrukt te worden dat het primaire doel van de derivaten het afdekken van risico's betreft en dat positieve marktwaarden op zichzelf de goede werking van deze afdekking aantonen. De actuele en potentiële blootstelling aan tegenpartijkredietrisico's die dit met zich meebrengt zijn ongewenste bijproducten die zoveel mogelijk gemitigeerd dienen te worden.

4.2.3 Het mitigeren van tegenpartijkredietrisico

De mate waarin een 'blootstelling aan' tegenpartijkredietrisico zich daadwerkelijk als een risico manifesteert, hangt af van factoren zoals de kredietwaardigheid van de tegenpartijen en getroffen beheersmaatregelen. Pensioenfondsen hebben in de praktijk een aantal mogelijkheden om het tegenpartijrisico te mitigeren zoals tegenpartijbeleid, onderpandbeheer en contractenbeheer.⁷⁷ Het eerste betreft beleid om alleen zaken te doen met voldoende kredietwaardige tegenpartijen, strikte limieten te hanteren voor de omvang van de contracten en voldoende spreiding over tegenpartijen aan te brengen. Het tweede betreft beleid om voldoende en kwalitatief hoogwaardig onderpand te vragen voor de opgebouwde marktwaarde (inclusief risicobuffers, of 'haircuts') en de posities dagelijks te verrekenen ('daily margining'). Het derde betreft beleid om contractafspraken te maken aan de hand van internationaal geaccepteerde en opgestelde standaarden als ISDA en GMRA.

In 2012 heeft DNB onderzoek verricht naar het tegenpartijkredietrisico en de beheersmaatregelen die pensioenfondsen in de praktijk toepassen.⁷⁸ De aanleiding voor dit onderzoek vormde de afwaardering door kredietbureau 's als S&P, Moody's en Fitch van de kredietwaardigheid ('credit rating') van banken, die optreden als tegenpartij van pensioenfondsen in derivatentransacties. De 32 pensioenfondsen die deelnamen aan het onderzoek vertegenwoordigden zo'n driekwart van het totaal beheerd pensioenvermogen.

Overall was sprake van een goede spreiding over tegenpartijen van hoge kredietwaardigheid. De tegenpartijen van derivatentransacties van pensioenfondsen zijn vrijwel altijd internationaal opererende banken. De 57 tegenpartijen in derivatentransacties met de fondsen hadden alle minimaal het predicaat 'investment grade' (minimale rating BBB- bij S&P en Baa3 bij Moody's), ruim driekwart van de tegenpartijen had een single A rating of beter. Op drie na hadden de fondsen hun posities voldoende gespreid over zes of meer tegenpartijen.

Tegenover de opgebouwde marktwaarde in de derivaten stond gemiddeld voldoende onderpand van hoge kwaliteit en liquiditeit. Gemiddeld bedroeg de dekking 102% (2% buffer). Ruim 60% van het onderpand bestond uit zeer liquide kasgeld, de rest uit investment

⁷⁷ Deze lijst is niet uitputtend. Het is bijvoorbeeld ook mogelijk swaps door te rollen wanneer deze grote marktwaardes ontwikkelen. Partijen kunnen afspraken maken over de mogelijkheid om derivaten tussentijds af te rekenen. Bij een dergelijk beleid is de omvang van de marktwaarde dus begrensd. Een andere maatregel is een rating trigger die 'unwinding' van de swap mogelijk maakt als de kredietwaardigheid van de tegenpartij onder een bepaalde drempelwaarde daalt.

⁷⁸ Over dit onderzoek is onder de titel 'Tegenpartijrisico van pensioenfondsen beperkt' gepubliceerd in het DNB Bulletin van augustus 2012: www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archieef/dnbulletin-2012/dnb277035.jsp
Naar aanleiding hiervan heeft DNB een aantal handvatten en best practices uitgebracht die pensioenfondsen kunnen helpen om met tegenpartijrisico om te gaan: www.dnb.nl/binaries/Tegenpartijrisico_tcm46-290653.pdf

grade obligaties. Er vond een dagelijkse verrekening van posities plaats ('daily margining'). Als kanttekening dient wel aangemerkt dat sommige fondsen meer onderpand ontvingen dan de marktwaarde en een aantal fondsen minder.

De conclusie van het onderzoek luidde dat het tegenpartijkredietrisico uit hoofde van derivatencontracten beperkt was. Fondsen selecteren hun tegenpartijen op kredietwaardigheid, spreiden risico's spreiden over meerdere partijen en vragen gemiddeld genomen goed en voldoende onderpand als zekerheid. De beheersmaatregelen beperken daardoor het tegenpartijkredietrisico. Er wordt alleen verlies geleden in geval van een 'double-default scenario' waarin de tegenpartij failliet gaat (en niet of niet volledig aan haar verplichtingen kan voldoen) én de uitwinning van het onderpand tekortschiet om onder de streep verliezen te voorkomen. De risico's van zo'n gelijktijdig event zijn beperkt. Een goede juridische basis maakt bovendien helder op welk moment sprake is van een default en het onderpand uitgewonnen kan worden. Een goede spreiding beperkt bijvoorbeeld ook het 'vervangingsrisico': bij faillissement van een tegenpartij loopt een pensioenfonds immers risico over de niet langer afgedekte positie totdat een nieuw contract met een andere tegenpartij is afgesloten.

Er is sindsdien geen nieuw thematisch onderzoek uitgevoerd gezien de beperkte risico's. Wel is vastgesteld dat de ratings van de tegenpartijen uit het DNB-onderzoek van 2012 vrijwel niet gewijzigd zijn in 2015. Aangetekend dient te worden dat het zaak is ook oog te houden voor andere indicatoren van kredietwaardigheid dan alleen credit ratings, zoals de ontwikkeling van credit spreads en CDS spreads.

4.2.4 EMIR

EMIR staat voor European Markets Infrastructure Regulation en is een Europees wetgevingstraject ter versterking van de infrastructuur op de financiële markten. EMIR is een reactie op de in de kredietcrisis geconstateerde problemen rondom de handel in OTC-derivaten (OTC: 'Over The Counter'). Dit betreft derivaten die bilateraal afgesloten worden tussen partijen zonder tussenkomst van een handelsplatform (zoals een beurs). Het gaat veelal om zeer grote onderliggende nominale bedragen. Een centrale registratie van derivaten ontbrak bovendien. In de Verenigde Staten zijn vergelijkbare bepalingen ingevoerd onder de naam Dodd-Frank.

EMIR bevat een groot aantal verstrekkende regels voor de OTC-derivatenmarkt, waaronder de verplichting om gegevens over alle derivatentransacties te rapporteren aan een transactieregister, de zogenoemde 'trade repository'.⁷⁹ Dit vergroot de transparantie op de derivatenmarkt. Zo moet bij het aangaan van een derivatencontract worden gerapporteerd

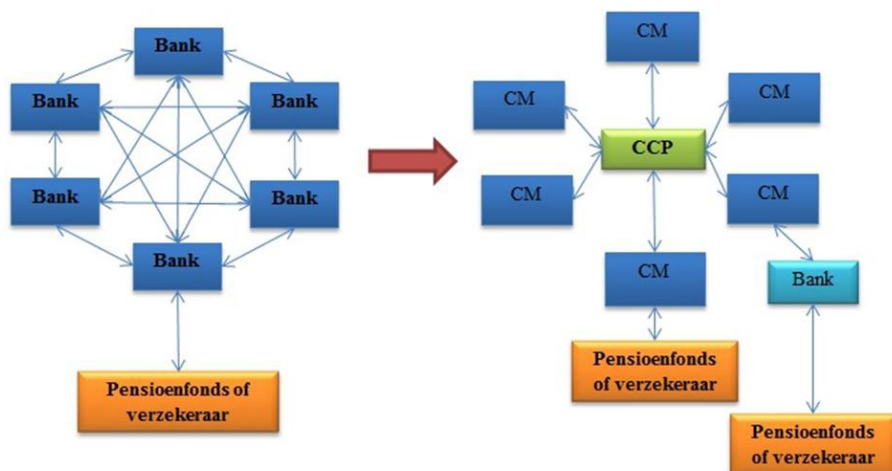
⁷⁹ De rapportageverplichting ziet dus op 'elk' derivatencontract. Het gaat dan om zowel OTC-derivatencontracten (al dan niet centraal gecleared) en derivatencontracten die op een gereguleerde markt of een multilateraal handelsplatform zijn gesloten.

64 over de contractspartijen en de kenmerken van het aangegane contract. Daarnaast moet over alle OTC-derivaten (zie hieronder) dagelijks worden gerapporteerd over de marktwaarde van uitstaande contracten. De rapportageverplichtingen zijn per 12 februari 2014 van kracht geworden.

Een ander belangrijk element van de maatregelen is een verplichte centrale clearing van specifieke typen derivaten, waaronder standaard ('plain vanilla') rentederivaten. Om de transparantie te vergroten en systeemrisico's te verminderen zijn marktpartijen verplicht voldoende gestandaardiseerde derivaten centraal af te wikkelen via een daarin gespecialiseerde centrale marktpartij, de Central Counterparty (CCP). Standaard renteswaps vallen sinds kort als eerste productcategorie onder de verplichte centrale clearing. Deze categorie omvat basis swaps, fixed-to-floating swaps, forward rate agreements en overnight index swaps classics.

De centrale clearing vermindert tegenpartijkredietrisico's uit hoofde van rentederivaten. Waar twee tegenpartijen voorheen een tegenpartijrisico op elkaar liepen als zij direct met elkaar transacties afsloten, treedt bij centrale clearing - nadat de transactie op een handelsplatform of bilateraal is afgesloten - de CCP hiertussen. De CCP wordt dan de verkopende de tegenpartij voor iedere kopende partij en de kopende tegenpartij voor iedere verkopende partij. Er worden strenge eisen gesteld aan de soliditeit van de CCP. Voor alle posities gelden onderpandverplichtingen (initial margin en variation margin). Dit zal de vraag naar kwalitatief goed onderpand in de markt overigens naar verwachting doen toenemen. Naast kapitaal en reserves moet de CCP daarnaast - eventueel per productcategorie - een default fund aanhouden. Het totaal van margin en default fund bijdragen moet de CCP in staat stellen een default van de twee grootste members op te vangen. Dit laat onverlet dat er ook bij een CCP sprake is van een residueel tegenpartijkredietrisico.

Figuur 4.2 EMIR verandert de marktstructuur voor OTC-derivatencontracten



De meeste partijen hebben geen direct contact met de CCP, omdat de clearing van de transacties uitgevoerd worden door zogenoemde clearing members van de CCP. Dit zijn doorgaans banken. Het onderpand wordt in ieder geval gesepareerd van het vermogen van de clearing members zelf, maar kan ook administratief gesepareerd van andere klanten van de clearing member worden aangehouden om nieuwe tegenpartijkredietrisico's te voorkomen. Met name kleinere end-users, zoals kleine pensioenfondsen, zullen wellicht afhankelijk worden van 'indirect client arrangements'. Dan is er geen directe relatie met een clearing member, maar met een bank die is aangesloten op een clearing member. Naast het kostenaspect is dan van belang om de rechten en plichten bij dergelijke regelingen alsook bijvoorbeeld de operationele eisen en risico's goed te onderzoeken.

Bij de inwerkingtreding van EMIR in 2012 hebben pensioenfondsen drie jaar uitstel gekregen voor de eis van centrale clearing, tot medio 2015; dit uitstel is recent verlengd naar augustus 2017.⁸⁰ De achtergrond hiervan waren de eisen ten aanzien van het onderpand. Initial margin mag in stukken gestort worden, maar CCP's eisen voor variation margin meestal cash als onderpand (EMIR kent die verplichting zelf niet en noemt alleen "highly liquid" als eis). Dat zou tot liquiditeitsproblemen bij pensioenfondsen kunnen leiden.⁸¹ Een algemeen aandachtspunt is bovendien dat CCP's de eisen aan onderpand op korte termijn kunnen wijzigen (bijvoorbeeld door haircuts in te stellen). Het uitstel betreft niet de verplichte rapportage van derivaten aan de trade repository of de verplichtingen bij bilateraal verhandelde derivaten (zie ook hieronder). De centrale clearing wordt gefaseerd ingevoerd: in augustus 2015 is de eerste productcategorie (intrest rate swaps) aangewezen waarvoor centrale clearing verplicht is. Ook pensioenfondsen zullen op termijn aan de eisen van centrale clearing moeten voldoen (verwachting: in 2018).

Voor OTC-derivatentransacties die niet onder de centrale clearing vallen gelden verplichte risico-inperkings technieken. Dit zijn procedures en regelingen om operationele risico's en tegenpartijrisico's te meten, te bewaken en te limiteren.⁸² Alleen OTC-derivaten die voldoende liquide zijn, worden (door de Europese Commissie op voorstel van ESMA) aangewezen om centraal gecleared te worden. Deze risicomitigerende technieken gelden sinds 2013. Pensioenfondsen kunnen gebruik maken van de tijdelijke vrijstelling van de centrale clearing verplichting. Dit betekent dat zij OTC-derivatentransacties die zijn aangewezen voor verplichte

⁸⁰ Dit was op aanbeveling van de Europese Commissie begin 2015. Eventueel is nog één laatste verlenging mogelijk met 1 jaar tot augustus 2018.

⁸¹ Onder IFRS moet ontvangen cash collateral op de balans meegenomen worden. Het is van belang dit deel van de balanspost cash niet als vrije liquiditeit mee te rekenen.

⁸² Het gaat hierbij bijvoorbeeld om voorwaarden en procedures t.a.v. tijdige bevestiging van OTC-derivatencontracten, portfolio reconciliatie (verificatie van contractvoorwaarden bij tegenpartij), portfolio compressie, geschillenbeslechting, frequente waardering, uitwisseling van onderpand en meldingsplicht van onbevestigde transacties en geschillen. Zie Open Boek Toezicht (www.toezicht.dnb.nl/4/1/50-228769.jsp) en de website van ESMA (www.esma.europa.eu/page/post-trading) voor nadere informatie.

centrale clearing, toch bilateraal kunnen afsluiten. Dan geldt wel de verplichting om ook voor deze OTC-derivatentransacties de risicomitigerende technieken toe te passen.

EMIR vergroot de transparantie en vermindert tegenpartijrisico's maar introduceert ook nieuwe risico's.⁸³ De regels zullen naar verwachting operationele en juridische implicaties hebben voor partijen die OTC-derivaten afsluiten. Ook worden de onderpand-, liquiditeit-, en kapitaalbehoefte beïnvloed. Daarnaast zijn er systeemimplicaties, zoals toenemende verwevenheid en veranderingen in de concentratie-, liquiditeits-, en procycliciteitsrisico's. DNB heeft in dialoog met marktpartijen een aantal specifieke risico's benoemd.⁸⁴ Voor eindgebruikers ('end-user'), zoals pensioenfondsen, zijn als belangrijkste aandachtspunten genoemd:

- Onderpandschaarste: De vraag naar kwalitatief goed onderpand (cash en hoogwaardige staatsobligaties) zal naar verwachting toenemen.
- Liquiditeitsrisico: Door de nieuwe margin verplichtingen lopen eindgebruikers meer liquiditeitsrisico en zullen zij hun liquiditeitsbeheer wellicht moeten aanpassen.
- Concentratierisico: Doordat het aantal CCP's en CM's beperkt is, kan concentratierisico ontstaan.
- Aansluiting tot centrale clearing: Veel kleine eindgebruikers zullen wellicht afhankelijk zijn van 'indirect client arrangements'⁸⁵. Deze zijn nog in ontwikkeling.

Het is voor pensioenfondsen van belang te realiseren dat de OTC-derivatenmarkt gaat veranderen door EMIR. Gebruik maken van de vrijstelling is wellicht niet in alle gevallen de meest passende strategie.

4.3 Liquiditeitsrisico

4.3.1 Inleiding

Liquiditeitsrisico is het risico dat een pensioenfonds onvoldoende liquide middelen heeft om aan haar liquiditeitsbehoefte te kunnen voldoen. Deze behoefte aan liquiditeit komt voort uit verschillende typen betalingen die moeten worden verricht, zoals de pensioenuitkeringen en kosten van vermogensbeheer, maar ook kasstromen uit hoofde van derivaten, onderpandverplichtingen en investeringsverplichtingen.⁸⁶

⁸³ Zie ook: DNBulletin "Europese regelgeving gooit de derivatenmarkt op de schop" (oktober 2014).

⁸⁴ Zie voor een uitgebreidere analyse: www.toezicht.dnb.nl/binaries/50-231107.pdf.

⁸⁵ Er is dan geen directe relatie tussen de eindgebruiker en een 'clearing member' maar hiervoor wordt een bank ingeschakeld. Zie figuur 4.2.

⁸⁶ Deze vorm van liquiditeitsrisico heet asset liquidity risk en moet onderscheiden worden van funding liquidity risk. Funding liquidity risk is het risico dat een instelling onvoldoende financiering kan aantrekken voor haar beleggingen. Dit risico speelt minder voor pensioenfondsen.

4.3.2 Algemeen

Liquiditeitsrisico speelt voor een pensioenfonds zowel op de korte termijn van bijvoorbeeld drie maanden of een jaar, als voor een veel langere tijdshorizon. Pensioenfondsen moeten voor elke periode bepalen of tegenover de behoefte aan liquiditeit voldoende liquide middelen aanwezig zijn. Deze liquide middelen omvatten cash en zeer liquide schatkistpapier, coupons en dividenden, aflossingen, premies en kasstromen uit hoofde van derivaten.

Gedurende ruwweg de eerste vijf jaar staan op sectorniveau tegenover de uitgaande kasstromen voldoende inkomende kasstromen (zie hoofdstuk 2). Daarna lopen deze stromen uit elkaar en moet het fonds voldoende rendement behalen en beleggingen te gelde maken om aan haar verplichtingen te voldoen. Hoe langer de periode, hoe meer tijd het fonds heeft om een ongewenst gat ('gap') verder te dichten door bijvoorbeeld illiquide beleggingen te verkopen.

De liquiditeitsbehoefte van een jong fonds verschilt sterk van die van een ouder fonds. Onder normale omstandigheden is de behoefte aan liquiditeit groter voor relatief oudere fondsen. Jonge fondsen in de opbouwfase ontvangen meer premies dan ze hoeven uitkeren aan pensioenen en kunnen voor langer periode beleggen. De looptijd van de verplichtingen is lang. Oudere fondsen daarentegen zullen onvoldoende premies ontvangen om de uitkeringen in dat jaar te kunnen verrichten en moeten uit andere bronnen van liquiditeit putten, waaronder verkoop van beleggingen. Hun verplichtingen hebben relatief een korte looptijd.

4.3.3 Derivaten

Bij derivatenposities is liquiditeitsrisico in zekere zin het spiegelbeeld van tegenpartijrisico. Bij rentederivaten kunnen er betalingen zijn vanwege de periodieke renteverrekening en door verplichtingen om onderpand te leveren als het derivaat een negatieve waarde ontwikkelt. Tegenpartijrisico ontstaat wanneer derivaten een positieve marktwaarde voor het pensioenfonds ontwikkelen, liquiditeitsrisico ontstaat wanneer derivaten een negatieve marktwaarde voor het pensioenfonds ontwikkelen.

Liquiditeitsrisico is potentieel het grootste bij renteswaps, het meest gebruikte derivaat door pensioenfondsen, en valutacontracten. De receiver renteswaps die pensioenfondsen aanhouden dalen in waarde wanneer de rente stijgt. Bij bewegingen op de valutamarkt zullen valutacontracten negatieve waardes ontwikkelen als de euro daalt tegenover de valuta waarin op buitenlandse markten is belegd. Ook bewegingen op de aandelen- en grondstoffenmarkten kunnen zorgen voor negatieve marktwaardes van derivatencontracten en dientengevolge een vergrote liquiditeitsbehoefte.

Een jong fonds dat het renterisico afdekt, loopt relatief een groter liquiditeitsrisico uit hoofde van rentederivaten dan een ouder fonds. Dit wijkt af van de eerder besproken algemene behoefte aan liquiditeit. De reden is dat de looptijd van de verplichtingen van een jong fonds - en daarmee de duration en rentegevoeligheid van de rentederivaten ter beheersing van het renterisico - groter is dan die voor een ouder fonds. Bij eenzelfde rentestijging zal een negatieve

68 marktwaarde bij het jonge fonds groter zijn dan bij het oude fonds en daarmee ook de behoefte aan liquide onderpand als zekerheid voor de tegenpartij.

4.3.4 Mitigeren van liquiditeitsrisico

Een robuust liquiditeitsbeheer is een integraal onderdeel van goed risicomanagement.

Bovenstaande bespreking illustreert dat het niet voldoende is voor pensioenfondsen om solvabel te zijn, voldoende liquiditeit is noodzakelijk om de betalingen uit te kunnen voeren. Pensioenfondsen hebben echter relatief voorspelbare kasstromen en hebben een goed liquiditeitsbeheer volledig in eigen handen. De uitdaging is om ook robuust te zijn onder stress scenario's op de financiële markten die de liquiditeitsbehoefte of beschikbare liquiditeit op relatief korte horizon snel wijzigen. Dit speelt in het bijzonder voor derivaten.

Negatieve marktwaardes van derivaten hoeven niet direct te leiden tot liquiditeitsrisico.⁸⁷

Wanneer een pensioenfonds genoeg liquide middelen heeft om als onderpand aan te houden tegenover deze negatieve marktwaardes, ontstaan er geen liquiditeitsproblemen voor pensioenfondsen. Dit is zeker het geval als het fonds haar liquiditeit ook heeft gewaarborgd voor stress scenario's. Indien er toch een acute liquiditeitsbehoefte rijst kan het fonds, de securities lending terugschroeven,⁸⁸ of op de geldmarkt repo faciliteiten inroepen om tegen onderpand cash te genereren. Alleen in extreme gevallen kan de noodzaak ontstaan om beleggingen te verkopen om cash te generen, mogelijk tegen slechte prijzen ('fire sales') (zie box V).

Box V Liquiditeitsproblemen tijdens de kredietcrisis

Dat ook pensioenfondsen gevoelig kunnen zijn voor liquiditeitsrisico bleek tijdens de kredietcrisis in 2008. Toen ontstonden liquiditeitsproblemen die tot verliezen hebben geleid. Als gevolg van derivatenposities ontstond behoefte aan cash, maar bleken er onvoldoende liquide middelen beschikbaar. Daarvoor bestonden meerdere oorzaken. Zo waren beleggingen ondergebracht in securities lending programma's waardoor deze niet direct beschikbaar waren voor verkoop. Daarnaast werd in niet gereguleerde illiquide markten belegd en werden beleggingen in aandelen en vastrentende waarden vormgegeven door te participeren in fondsen/mandaten, waarbij uittreding aan regels is gebonden. Tenslotte bleek dat voorheen liquide markten tijdens de crisis opdroogden.

Bron: DNB, Brief aan pensioenfondsen 'resultaten beleggingsonderzoek', 15 maart 2010.

⁸⁷ Zie ook DNBulletin: Afdekking renterisico door Nederlandse pensioenfondsen vereist adequaat liquiditeitsbeheer (www.dnb.nl), juni 2012.

⁸⁸ Bij 'securities lending' leent het pensioenfonds stukken uit aan derde partijen tegen een vergoeding. Deze stukken kunnen dan niet meer als onderpand worden ingebracht.

4.3.5 Stress scenario's rentederivaten

Voor de Nederlandse pensioensector is het liquiditeitsrisico uit hoofde van rentederivaten bepaald aan de hand van renteschokken waarin de rentecurve (parallel) stijgt met +1% en met +2%. Bij een renteschok van +1% hebben 82 fondsen een negatieve marktwaarde op de swaps, met een waarde van -0,2% van de totale beleggingen. Bij een renteschok van +2% is de schatting dat 77 fondsen een negatieve marktwaarde op de swaps hebben, met een waarde van -2,3% van de totale beleggingen. In beide gevallen betreft gemiddeld genomen relatief beperkte, negatieve waarden op balansniveau.

Voor de pensioensector als geheel geldt dat er voldoende liquide beleggingen worden aangehouden om renteschokken van 1% en 2%-punt op te vangen. Dit blijkt uit een analyse van de posities ultimo 2014. Door de positieve marktwaarde van € 74 miljard van renteswaps zullen beperkte renteschokken eerst leiden tot een verlaging van de positieve marktwaarde, maar voor de meerderheid van de pensioenfondsen nog niet leiden tot negatieve marktwaardes van de totale rentederivatenpositie. Bij een grotere renteschok zullen veel fondsen een beperkte, negatieve marktwaarde op de totale rentederivatenpositie ontwikkelen.⁸⁹ Zoals blijkt uit de tabel zijn voor de pensioensector als geheel voldoende liquide instrumenten aanwezig om als onderpand te dienen. Naast de direct liquide middelen als cash en schatkistpapier is er een grote omvang aan staatsleningen die als onderpand kunnen dienen.

Tabel 4.1 Effect renteschok op liquiditeitspositie pensioenfondsen (2014)

	2014 K4 (in miljarden)	Als % van de beleggingen
Totale beleggingen	1.127	
Totaal vastrentende waarden (excl. derivaten)	551	49%
- waaronder staatsobligaties	280	25%
- waaronder liquide middelen	45	4%
Marktwaarde swaps	74	7%
Impact +100bp renteschok op swaps	-47	-4%
Impact +200bp renteschok op swaps (aanname: lineair doortrekken 100bp schok)	-95	-8%

Bron: DNB

Overigens lopen pensioenfondsen ook liquiditeitsrisico op andere derivatencontracten, zoals valutacontracten. Dit speelde bijvoorbeeld bij aanvang van de kredietcrisis in 2008. Het is

⁸⁹ Het ontbreken van 'netting' over contracten kan op individueel niveau de risico's vergroten.

mogelijk dat een renteschok gepaard gaat met schokken voor andere derivatencontracten, waardoor sprake is van een grotere liquiditeitsbehoefte dan blijkt uit tabel 4.1. Bovendien is in deze analyse nog geen rekening gehouden met de toekomstige implicaties van EMIR voor pensioenfondsen. Zoals is toegelicht in paragraaf 4.2.4 wordt binnen EMIR door de Central Clearingparty meestal cash als onderpand geëist voor de variation margin. Uit de analyse blijkt dat het totaal aan liquide middelen bij pensioenfondsen eind 2014 bij benadering voldoende is voor het opvangen van een +100bp renteschok. Hieruit blijkt ook dat als fondsen op termijn onder de clearing vereisten van EMIR vallen, zij bij renteschokken eerder dan nu in liquiditeitsproblemen kunnen komen.

4.4 Operationeel risico

4.4.1 Inleiding

Operationeel risico is de kans op onverwachte verliezen in inkomsten of verhoogde kosten die kunnen ontstaan door het falen van mensen, door fraude, processen, (IT-) systemen of als gevolg van externe gebeurtenissen.

4.4.2 Relevantie

De relevantie van de beheersing van operationeel risico in het geval van derivaten volgt uit de observatie dat vrijwel alle debacles rondom derivaten uiteindelijk te wijten waren aan operationele risico's. Een bekend voorbeeld is de ondergang van de Barings Bank door speculatie met derivaten op de Nikkei index door Nick Leeson (1992). Andere voorbeelden zijn de val van Metallgesellschaft AG, indertijd een van de grootste Duitse bedrijven, als gevolg van speculatie op de olietermijnmarkt (1993), de ondergang van het hedge fund Long Term Capital Management in de roebelcrisis van 1998, de verliezen voor Société Générale in 2008 door de speculatie met futures op Europese aandelenindices door effectenhandelaar Jérôme Kerviel, de verliezen voor JPMorgan in 2012 door speculatie met Credit Default Swaps (CDS) door handelaar Bruno Iksil ('London Whale') en de Vestia-affaire in eigen land.

In de kern gaan al deze zaken over het gebrek aan controls. De feitelijke verliezen ontstaan doordat verborgen verliezen boven tafel komen, negatieve marktwaardes in de speculatieve posities afgerekend moeten worden en grote posities afgebouwd moeten worden tegen slechte prijzen. De reden hierachter is operationeel risico, in het bijzonder het ontbreken van voldoende controls. Hierbij kan gedacht worden aan onvoldoende intern toezicht, ontbreken van expliciet risicobeleid ('limieten') en veiligheidsmaatregelen in handelssystemen, aan tekortschietende rapportages, ontbreken van het 'vierogen principe' en onvoldoende bevoegdhedenbeheer, kennis en deskundigheid. De risico's ontwikkelen in zich vaak een cultuur waarin ongewenst gedrag onvoldoende ontmoedigd wordt, ook vanuit de leiding ('tone at the top').

4.4.3 Mitigeren van operationeel risico

De wetgever is helder: pensioenfondsen moeten een beleggingsbeleid voeren dat in overeenstemming is met de prudent person regel (artikel 135 Pw). Speculatie met derivaten is überhaupt niet toegestaan. Beleggingen in derivaten zijn alleen toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Pensioenfondsen moeten een bovenmatig risico met betrekking tot een en dezelfde tegenpartij en tot andere derivatenverrichtingen vermijden (Besluit FTK, artikel 13 lid 4 en 5).

De belangrijkste maatregel om operationeel risico te beperken is het inrichten van een professionele omgeving. Hoe groter en complexer een derivatenportefeuille, hoe professioneler het risicobeheersingsraamwerk er omheen dient te zijn.⁹⁰ Pensioenfondsen zijn verplicht een organisatie in te richten die een 'beheerste en integere' bedrijfsvoering waarborgt (artikel 143 Pw). Dit betreft de inrichting van interne controlemechanismen, waaronder een goede administratie en onafhankelijk risicomanagement, heldere governance in de besluitvorming en in het uitvoeren van het beleggingsbeleid, en expliciet beleid om integriteitsrisico's te beperken.

Het verbod op speculatie en de eisen ten aanzien van een beheerste en integere bedrijfsvoering laten onverlet dat ook pensioenfondsen continu alert moeten blijven op de mogelijkheid van operationele risico's. Operationele risico's kunnen bijvoorbeeld ook voortkomen uit een gebrek aan kennis en deskundigheid. In het toezicht op pensioenfondsen zijn derivaten vanwege hun karakteristieken daarom altijd een belangrijk aandachtspunt.

⁹⁰ Deze vereiste is vastgelegd in artikel 18 lid 3 van het Besluit ftk.

5 Mogelijkheden voor pensioenfondsen om de renteafdekking te wijzigen

72

5.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt toegelicht welke mogelijkheden en belemmeringen fondsen hebben, als zij het renteafdeckingsbeleid willen wijzigen. In dit hoofdstuk wordt eerst ingegaan op de mogelijkheden die fondsen met een gezonde financiële positie hebben om hun renteafdekking aan te passen (paragraaf 5.2). Deze fondsen moeten voldoen aan de reguliere eisen voor het beleggingsbeleid. Vervolgens wordt ingegaan op de niet-vergroten-risicoprofiel-eis voor fondsen in een tekortsituatie. Hiervoor wordt eerst de regelgeving besproken (paragraaf 5.3) en tot slot de mogelijkheden die fondsen in tekort hebben om hun renteafdekking aan te passen zonder dat het (strategisch) risicoprofiel wordt vergroot (paragraaf 5.4).

In deze paragrafen wordt steeds een relatie gelegd met de beleggingscyclus van het fonds, zoals omschreven in hoofdstuk 1. Afhankelijk van de fase in het beleggingsproces (o.a. strategisch beleggingsbeleid, beleggingsplan en implementatie hiervan) zijn er andere mogelijkheden voor aanpassing van de renteafdekking tegen de achtergrond van de niet-vergroten-risicoprofiel-eis en de prudent person regel.

5.2 Bij gezonde financiële positie aanpassing rentebeleid bijna altijd mogelijk

Bij een gezonde financiële positie, dat wil zeggen een beleidsdekkingsgraad die voldoet aan het vereist eigen vermogen (VEV)⁹¹, kan een fonds het rentebeleid aanpassen mits dit past bij de risicohouding van het fonds en hierbij wordt voldaan aan de prudent person regel. Het gaat hierbij om reguliere eisen die worden gesteld aan het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. De niet-vergroten-risicoprofiel-eis is voor deze fondsen geen beperking omdat deze eis alleen geldt voor fondsen in een tekortsituatie.

Om zicht te krijgen op de aanpassingsmogelijkheden en de voorwaarden voor het renteafdeckingsbeleid van het fonds is het van belang onderscheid te maken naar de fase in het beleggingsproces waarin een aanpassing van de renteafdekking wordt doorgevoerd:

1. als aanpassing van het strategisch beleggingsbeleid;
2. binnen het beleggingsplan voor de korte termijn;
3. bij de implementatie van het beleggingsplan.

⁹¹ Voor een gemiddeld pensioenfonds betekent dit een beleidsdekkingsgraad van minimaal 120%.

Ad 1: De belangrijkste voorwaarden die worden gesteld bij aanpassing van het strategisch rentebeleid zijn:

- a. Het nieuwe strategisch beleggingsbeleid waar het rentebeleid onderdeel van is, sluit aan op de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding van het fonds. Voor de risicohouding betekent dit:
 1. voor de korte termijn: het VEV⁹² bij het voorgenomen beleggingsbeleid past binnen de afgesproken bandbreedte hiervoor;
 2. voor de lange termijn: uit de aanvangshaalbaarheidstoets blijkt dat wordt voldaan aan de afgesproken ondergrenzen;
- b. Het strategisch beleggingsbeleid wordt vastgesteld voor de lange termijn en is gebaseerd op gedegen onderzoek;
- c. Het strategisch beleggingsbeleid is concreet en in detail vastgelegd en het fonds onderbouwt dat het strategisch beleggingsbeleid past binnen de prudent person regel.

Gezien de eisen die hieraan worden gesteld, vergt invulling van een compleet nieuw strategisch beleggingsbeleid in de praktijk vaak een doorlooptijd van enkele maanden. In geval van een beperkte wijziging, zoals alleen het niveau van de strategische renteafdekking, gelden weliswaar dezelfde eisen, maar kan het bestuur hier meestal sneller over besluiten als de benodigde analyses beschikbaar zijn.

Ad 2: De belangrijkste voorwaarden die worden gesteld bij aanpassing van het rentebeleid voor de korte termijn (als onderdeel van het beleggingsplan) zijn:

- a. Het voorgenomen rentebeleid voor de korte termijn past binnen (de bandbreedtes van) het strategisch beleggingsbeleid; het beleggingsplan is immers een invulling van het strategisch beleggingsbeleid voor de korte termijn.
- b. Het beleggingsplan is concreet en in detail vastgelegd en het fonds onderbouwt dat dit plan past binnen de prudent person regel.

Bij veel fondsen wordt in de praktijk jaarlijks een nieuw beleggingsplan opgesteld, waarin desgewenst ook een aanpassing van het rentebeleid kan worden meegenomen. Ook tussentijds kan het fondsbestuur besluiten tot aanpassing van het beleggingsplan als het strategisch beleggingsbeleid hier ruimte voor geeft.

Ad 3: Als het fonds bij de implementatie van het beleggingsbeleid een aanpassing wil doorvoeren in de feitelijke renteafdekking, geldt dat dit moet passen binnen het vastgelegde beleggingsplan. Het fonds moet immers het vastgelegde beleid uitvoeren. Bij veel fondsen is

⁹² Het vereist eigen vermogen is feitelijk ook een risicomaat, nl. een maat voor het risico in de nominale dekkingsgraad op een horizon van 1 jaar, zoals volgt uit het strategisch beleggingsbeleid van het fonds. Daarom is het VEV in art 1a van het Besluit ftk gekozen als maatstaf voor de risicohouding op de korte termijn. Deze maatstaf kan overigens ook worden vastgesteld bij het beleggingsplan (voor de korte termijn) en bij de feitelijke beleggingsportefeuille.

binnen de bandbreedtes van het beleggingsplan aldus ruimte voor tijdelijke afwijkingen als gevolg van tactisch beleid of het herwegingsbeleid.

Indien het mandaat van de vermogensbeheerder die beleidsruimte geeft, worden dergelijke aanpassingen zelfstandig door de beheerder doorgevoerd, waarna er – conform afgesproken format en tijdslijnen – wordt gerapporteerd aan het fonds over de uitvoering van het beleggingsbeleid.

Overigens is het ook bij een 'stabiel' rentebeleid nodig om periodiek de achterliggende beleggingsportefeuille met vastrentende waarden en rentederivaten aan te passen (zie Box VI).

“Onderdeel van het nieuwe beleid van het Fonds is dat het rentehedge percentage niet meer vast is, maar afhankelijk is van de omvang van de vastrentende waarden die bedoeld zijn om het renterisico af te dekken. Dit komt omdat Philips Pensioenfonds gekozen heeft voor een vaste verdeling tussen vastrentende waarden en zakelijke waarden. Door deze vaste verdeling zal bij een stijging van het pensioenvermogen de omvang van de vastrentende waarden ten opzichte van de voorziening pensioenverplichtingen toenemen en dus de rentehedge toenemen. Bovendien wordt in het nieuwe beleid uitgegaan van de reële voorziening pensioenverplichtingen (op basis van swap curve) welke beter afgestemd is op de ambitie van het Fonds.”

Pensioenfonds Philips in jaarverslag 2014 (blz 126)

Box VI Herweging renteafdekking conform beleid

Periodieke herweging nodig (rebalancing)

Als een pensioenfonds eenmaal heeft gekozen voor een bepaald niveau van renteafdekking en dit beleid heeft geïmplementeerd, is nog steeds regelmatig een aanpassing van de beleggingsportefeuille nodig, bijvoorbeeld omdat:

- De dekkingsgraad wijzigt als gevolg van marktontwikkelingen en de renteafdekking volgens het afgesproken beleid daarmee samenhangt;
- Verplichtingen toenemen of een (iets) kortere/langere duration krijgen vanwege nieuwe pensioenopbouw of nieuwe reserveringsgrondslagen. Zo moeten fondsen bij een sterke aanpassing van de verwachte langleventrend (waardoor de verplichtingen worden verzwaard) vaak ook hun renteafdekking vergroten.
- De verhouding tussen zakelijke en vastrentende waarden in de beleggingsmix wijzigt op grond van het beleid (bv dynamisch beleggingsbeleid of een groeipad) of bij de implementatie van actief beleid of de rebalancing (herweging).
- Obligaties of rentederivaten het einde van de afgesproken looptijd bereiken (cash settlement) en het fonds dus nieuwe beleggingen moet aankopen c.q. contracten moet aangaan om de renteafdekking op peil te houden.

Vooraf concreet beleid vastleggen

Een fonds legt vooraf het risicobeleid vast in het strategisch beleggingsbeleid en (in meer detail) in het beleggingsplan. Hieruit blijkt onder meer hoe de renteafdekking is vormgegeven. Is het beleid bijvoorbeeld gericht op de mismatch tussen vermogen en verplichtingen of (alleen) op de rentegevoeligheid van de (vastrentende) beleggingsportefeuille (bijvoorbeeld een vaste duration)? Hangt het niveau van de renteafdekking af van andere grootheden, zoals de dekkingsgraad van het fonds of het renteniveau? Hoe vaak wordt de beleggingsportefeuille herwogen en zijn er bandbreedtes voor specifieke karakteristieken waarbinnen wordt afgezien van herweging van de beleggingsportefeuille? Zijn er bandbreedtes vastgelegd die het fonds of de vermogensbeheerder ruimte geven voor actief beleid?

Het fonds (en de vermogensbeheerder) moet het afgesproken beleid uitvoeren en kan uitsluitend – bijvoorbeeld in geval van bijzondere marktomstandigheden – afwijken als hiervoor een vooraf afgesproken escalatieprocedure wordt gevolgd.

5.3 Niet-vergroten-risicoprofiel-eis voor fondsen in tekort

Pensioenfondsen in tekort hebben te maken met de wettelijke eis dat zij hun risicoprofiel niet mogen vergroten. Deze eis is bedoeld om te voorkomen dat fondsen meer beleggingsrisico nemen om hun herstelvermogen te vergroten. Vergroten van het risicoprofiel leidt enerzijds (in verwachting, dus ex ante) tot grotere verwachte beleggingsopbrengsten, maar vergroot anderzijds ook het risico dat het fonds dieper in tekort raakt of gedurende een langere periode in een tekortsituatie verkeert (gambling for resurrection). Het gevolg hiervan kan zijn dat deelnemers met grote kortingen worden geconfronteerd.

Tegen deze achtergrond is in het ftk als eis opgenomen dat pensioenfondsen met een tekort hun risicoprofiel niet doelbewust mogen vergroten.⁹³ Of sprake is van een vergroting van het risicoprofiel wordt beoordeeld op basis van het vereist eigen vermogen (VEV), zie box VII. Fondsen mogen dus in een tekortsituatie dit VEV niet doelbewust vergroten. Bij deze niet-vergroten-risicoprofiel-eis is het van belang om onderscheid te maken tussen doelbewuste vergroting, dat wil zeggen een vergroting van het risicoprofiel als gevolg van wijzigingen in het fondsbeleid en niet-doelbewuste wijzigingen als gevolg van externe ontwikkelingen, zoals marktontwikkelingen. Dit laatste is wel toegestaan tegen de achtergrond van de niet-vergroten-risicoprofiel-eis.

⁹³ Zie artikel 16 (Herstelplan) lid 4 en 5 van het Besluit ftk en de (oorspronkelijke) toelichting hierop.

Box VII Risicoprofiel

Wat is het risicoprofiel van het beleggingsbeleid?

De term 'risicoprofiel' is een belangrijk maar niet geheel eenduidig begrip. Een heel algemene omschrijving is de mate waarin de waarde van de beleggingen gevoelig is voor onverwachte en ongewenste gebeurtenissen. Voor een pensioenfonds is het hierbij van belang om de risico's te beoordelen in relatie met de pensioenverplichtingen. Hierbij kunnen diverse bronnen van risico worden onderscheiden, zoals aandelenrisico, renterisico, valutarisico, operationeel risico, ed. Het risicoprofiel wordt onder meer bepaald door de allocatie over beleggingscategorieën, de vastgelegde bandbreedtes actief beheer, tactisch beleid en periodieke herweging van de beleggingsportefeuille en de mate waarin risico's worden afgedekt (en bandbreedtes hiervoor).

Het risicoprofiel is gekoppeld aan het gekozen beleggingsbeleid, zoals ingevuld in het strategisch beleggingsbeleid voor de lange termijn en het beleggingsplan voor de korte termijn. Maar deze term wordt ook gebruikt als beschrijving voor de (op enig moment) feitelijk gevoerde beleggingsportefeuille. Uit de rapportages moet blijken dat het gevoerde risicoprofiel aansluit op het beleidsmatig vastgelegde risicoprofiel.

Voor de niet-vergroten-risicoprofiel-eis wordt gekeken naar het risicoprofiel op fondsniveau. Artikel 16 van het Besluit ftk spreekt namelijk over vergroting van "het risico dat niet wordt voldaan aan de [...] vereisten ten aanzien van het vereist eigen vermogen". Voor de beoordeling van deze voorwaarde is dus relevant wat het effect van een beleidsmaatregel is op de solvabiliteitspositie en de kans dat de financiële positie (eventueel op termijn) verslechtert.

Waarom is gekozen voor het vereist eigen vermogen (VEV) als maat voor beoordeling van het risicoprofiel?

Het VEV is een risicogebaseerde solvabiliteitsmaatstaf en daardoor ook een maatstaf voor het risicoprofiel van het fonds. Het VEV wordt zodanig vastgesteld dat met een zekerheid van 97,5% en bij een horizon van één jaar de verplichtingen van het fonds met voldoende vermogen worden gedekt. Het VEV is dus direct gerelateerd aan het criterium in artikel 16 van het besluit FTK. Ook is het zo dat als het VEV (als solvabiliteitsmaatstaf) stijgt als gevolg van de beleidsmaatregel, hierdoor feitelijk het aanwezig tekort (dat wil zeggen het verschil tussen het vereist eigen vermogen en het aanwezig eigen vermogen) wordt vergroot.

Het VEV wordt vastgesteld bij het strategisch beleggingsbeleid van het fonds. En dit VEV is ook relevant voor toepassing van de niet-vergroten-risicoprofiel-eis. Deze maatstaf kan echter ter vergelijking ook worden uitgerekend bij het beleggingsplan en bij de feitelijk aanwezige beleggingen.

Bij de invoering van de wet Aanpassing financieel toetsingskader (per 1 januari 2015) is een overgangsmaatregel getroffen om ook fondsen in reservetekort in de gelegenheid te stellen hun strategisch beleggingsbeleid eenmalig aan te passen aan het nieuwe ftk.⁹⁴ Naast de niet-vergroten-risicoprofiel eis gelden overigens ook de eisen dat de beleidswijziging moet passen bij de risicohouding, de prudent person regel en de regels voor beheerste en integere bedrijfsvoering (zie hoofdstuk 1).

Bij de niet-vergroten-risicoprofiel-eis gelden de volgende uitgangspunten:

- Het is fondsen niet toegestaan het risicoprofiel doelbewust te vergroten bij aanpassing van het strategisch beleggingsbeleid of vaststelling van een beleggingsplan. Een vergroting van het risicoprofiel als gevolg van marktomstandigheden is wel toegestaan.
- De hoogte van het vereist eigen vermogen (VEV, zie box VIII voor een verdere toelichting) vastgesteld op grond van het strategisch beleggingsbeleid, vormt de maatstaf voor het risicoprofiel van het fonds. Voor de beoordeling of sprake is van een vergroting wordt het VEV van het voorgenomen strategisch beleggingsbeleid vergeleken met het VEV van het huidige strategische beleggingsbeleid.
- Het VEV in deze vergelijking wordt vastgesteld per dezelfde berekeningsdatum, vlak voor besluitvorming. Zo wordt zuiver onderscheid gemaakt tussen het effect van de (voorgenomen) beleidswijziging op het risicoprofiel en veranderingen in het VEV als gevolg van marktomstandigheden. Het VEV varieert immers in de loop der tijd ook als gevolg van volatiliteit op financiële markten (met name als gevolg van de rente) of vanwege wijzigingen in de berekeningssystematiek. Dit wordt echter niet gezien als een “doelbewuste vergroting van het risicoprofiel” en speelt op deze wijze ook geen rol in deze vergelijking. Zie paragraaf 5.4 voor een voorbeeld (tabel 5.1).
- Desgewenst kan een fonds ook vergelijken met het VEV van het strategisch beleggingsbeleid bij aanvang van de tekortsituatie. Voor veel fondsen is de hierboven beschreven vergelijking tussen twee opeenvolgende strategisch beleggingsplannen voldoende en ook eenvoudiger op te stellen. Wettelijk hebben fondsen echter ook de mogelijkheid om een verlaging van het risicoprofiel die eerder – in de loop van het herstelplan – is doorgevoerd, weer ongedaan te maken, mits niet meer risico wordt genomen dan bij aanvang van de tekort.⁹⁵ Fondsen waarvoor dit speelt, kunnen dus een alternatieve VEV-vergelijking opstellen (per dezelfde berekeningsdatum) om aan te tonen dat wordt voldaan aan de niet-vergroten-risicoprofiel eis.
- DNB kan in individuele gevallen op basis van maatwerk (en onder voorwaarden) een fonds in tekort een ontheffing verlenen voor de niet-vergroten-risicoprofiel-eis. Een fonds kan hiertoe een verzoek doen bij DNB. Daarbij moet worden voldaan aan de voorwaarden

94 Zie artikel 36 (Eenmalige aanpassing beleggingsbeleid) van het Besluit ftk en de toelichting.

95 Deze vergelijking is om praktische redenen soms lastig te maken, bijvoorbeeld omdat niet alle fondsen in 2008 duidelijk onderscheid maakten tussen hun strategische en tactische renteafdekking.

in artikel 141 Pw waaronder een onderbouwing van het belang van deelnemers en gepensioneerden. DNB heeft zo in 2012 een beperkt aantal fondsen een gedeeltelijke ontheffing verleend bij de invoering van de UFR. Het ging hierbij om een kleine groep fondsen die over een hoge renteafdekking beschikten die zij vanwege de invoering van UFR wilden aanpassen, terwijl zij in hun beleggingsbeleid onvoldoende compensatie konden vinden.

Box VIII Beoordeling van het risicoprofiel aan de hand van het vereist eigen vermogen

Bij de beoordeling van het risicoprofiel vormt het vereist eigen vermogen (VEV) het uitgangspunt. Daarbij wordt een vergelijking gemaakt per dezelfde berekeningsdatum. Voor bijvoorbeeld twee verschillende beleggingsportefeuille (de oorspronkelijke portefeuille en de aangepaste) wordt het VEV op hetzelfde tijdstip berekend. Er wordt dus niet vergeleken met het VEV zoals vastgesteld vlak voor aanvang van de tekortsituatie (bijvoorbeeld het percentage, van 20% per 31-12-2008). Dit laatste percentage kan immers door een rentedaling zijn gedaald. Juist om zuiver onderscheid te maken tussen het effect van beleidswijzigingen en het effect van marktontwikkelingen moet de berekening op hetzelfde tijdstip plaatsvinden. Deze loskoppeling is van belang, omdat fondsen in tekort anders genoodzaakt zouden worden om hun strategisch beleggingsbeleid aan te passen als gevolg van nieuwe marktgegevens. Hierdoor zouden zij worden beperkt in het voeren van een lange termijn beleggingsbeleid.

Als gevolg hiervan geeft de autonome daling van het VEV, door de gedaalde rente sinds 2007, besturen van pensioenfondsen geen extra ruimte om het risicoprofiel van de beleggingsmix te vergroten. Maar andersom hoeven fondsen ook niet te de-risken als het VEV als gevolg van marktomstandigheden stijgt.

Ook hoeven fondsen in tekort hun beleggingsbeleid om dezelfde reden niet aan te passen aan de stijging in het VEV per 1-1-2015 als gevolg van de nieuwe berekeningswijze en parameters van het standaardmodel. Een wetswijziging die leidt tot een wijziging in het VEV heeft dan ook geen directe doorwerking op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen via de niet-vergroten-risicoprofiel-eis bij pensioenfondsen in een tekortsituatie.

“Het besluit om de rentehedge niet mee te laten groeien met de nieuwe pensioenverplichtingen in 2014, vanwege de historisch lage rente, leidde tot een daling van de afdekking van het renterisico. Een dergelijke daling leidt tot een stijging van het risico, zoals dat gemeten wordt in het FTK. Door de onderdekking mag het risico niet stijgen en vanwege de daling van de rentehedge was een compenserende maatregel noodzakelijk. PFZW verhoogde daarom de allocatie naar kortlopende staatsobligaties ten laste van liquide aandelen.”

Pensioenfonds PFZW in jaarverslag 2014 (blz 40)

Box IX Eenmalige vergroting risicoprofiel

Binnen het recente wetstraject "Aanpassing ftk" (2014) is een overgangmaatregel getroffen: Fondsen die bij de invoering van het nieuwe ftk in tekort verkeren (1-1-2015) krijgen eenmalig de mogelijkheid het risicoprofiel van het strategisch beleggingsbeleid te vergroten, mits ten tijde van de daadwerkelijke aanpassing van het risicoprofiel wordt voldaan aan het minimaal vereist eigen vermogen (MVEV-eis). Deze aanpassing is bedoeld om alle pensioenfondsen in de gelegenheid te stellen om ook hun beleggingsbeleid (incl. rentebeleid) aan te passen aan nieuwe ftk. Fondsen die niet aan de MVEV-eis voldoen, kunnen later – d.w.z. als zij weer wel over het MVEV beschikken – alsnog gebruik maken van deze overgangmaatregel.⁹⁶

De MVEV-eis is bedoeld om te voorkomen dat fondsen met een slechte financiële positie, nl. een beleidsdekkingsgraad onder het MVEV, teveel risico zouden kunnen nemen. Deze fondsen kunnen later – als het dekkingstekort uiterlijk na 5 jaar is weggewerkt – alsnog gebruik maken van de eenmalige vergroting van het risicoprofiel.

Dit betekent dat als een fonds besluit het risicoprofiel van het beleggingsbeleid op termijn te vergroten, het op dat moment in de toekomst moet voldoen aan het MVEV, dat wil zeggen op het moment waarop het strategisch risicoprofiel daadwerkelijk wordt vergroot. Ook ingeval van een dynamisch beleggingsbeleid waarin het risicoprofiel op termijn, onder voorwaarden, wordt vergroot, moet dus op dat moment worden voldaan aan de MVEV-eis.

Tot dusverre (medio oktober 2015) hebben zich 39 fondsen bij DNB gemeld die gebruik willen maken van de eenmalige vergroting risicoprofiel. Een belangrijk deel van deze fondsen kiest ervoor om hun renteafdekking te verlagen.

5.4 Nog wel openstaande mogelijkheden voor aanpassing renteafdekking in tekortsituatie

Mogelijkheden voor aanpassing van de strategische renteafdekking

De eis dat een pensioenfonds in een tekort het risicoprofiel niet mag vergroten betekent niet dat fondsen geen ruimte hebben om hun beleggingsbeleid in de loop der tijd aan te passen aan nieuwe economische omstandigheden of hun visie hierop. De niet-vergroten-risicoprofiel-

⁹⁶ Vanwege de 'Maatregel minimaal vereist eigen vermogen' is dit na uiterlijk 5 jaar mogelijk: Binnen het nieuwe toetsingskader moet een pensioenfonds dat vijf jaar achtereenvolgens niet over het minimaal vereist eigen vermogen beschikt per direct maatregelen nemen waardoor de dekkingsgraad weer op het minimaal vereist eigen vermogen komt te liggen. Zie artikel 140 Pensioenwet.

80 eis richt zich namelijk op het totale risico zoals dat blijkt uit het VEV. Fondsen hebben de mogelijkheid om mits het VEV niet stijgt, beleggingsrisico's uit te wisselen. Een vergroting van het renterisico (bijvoorbeeld door het afbouwen van rentehedges) kan aldus worden gecompenseerd door verlaging van risico's elders in de beleggingsportefeuille, bijvoorbeeld een verlaging van het zakelijke waardenrisico of het valutarisico. Dit wordt geïllustreerd in het volgende voorbeeld.

Voorbeeld Compensatie hoger renterisico met afbouwen van zakelijke waardenrisico

In onderstaand voorbeeld wordt geïllustreerd dat een fonds een verlaging van de renteafdekking met 30% kan compenseren met een verlaging van het aandeel zakelijke waarden met 4% (van de beleggingsportefeuille). Voor dit voorbeeld is uitgegaan van een fonds dat in de uitgangssituatie circa 50% van het vermogen belegt in zakelijke waarden en hierbij 80% van het renterisico op de verplichtingen afdekt en deze renteafdekking wil verlagen naar 50%. Indien het fonds het aandeel zakelijke waarden verlaagt naar 46%, blijft het risicoprofiel gemeten op basis van VEV gelijk. Uit tabel 5.1 blijkt dat in dat geval de component renterisico (S_1) toeneemt van 1,6% naar 4,1%, maar dat dit wordt gecompenseerd door de daling van het aandelen- en vastgoedrisico (S_2). Hierbij is uitgegaan van de situatie per 1 januari 2015.

Tabel 5.1 Voorbeeld uitruil beleggingsrisico's binnen vereisten art. 16 Besluit FTK (berekend per 1-1-2015)⁹⁷

	Vereist eigen vermogen als % verplichtingen	
	Huidig beleid	Voorgenomen beleid
Renterisico (S_1)	1,6%	4,1%
Aandelen- en vastgoedrisico (S_2)	17,4%	15,9%
Overige risico's (S_3 - S_{10})	12,9%	13,0%
Totaal S_1 - S_{10}	31,9%	32,9%
diversificatie-effect	-11,5%	-12,5%
Vereist eigen vermogen	20,4%	20,4%

Bron: DNB⁹⁸

"In de afgelopen jaren is de rentegevoeligheid bewust verlaagd. Op basis van een rentegevoeligheidsanalyse wordt periodiek vastgesteld in welke mate afdekking van het renterisico zou moeten plaatsvinden voor PF NIBC. Op basis van de ALM studie in 2012 heeft het Bestuur besloten tot een bandbreedte voor de mate van rentehedging. Deze bandbreedte bedraagt 50%-70% op basis van marktrente. De mate van rente afdekking blijft echter niet constant, maar is onder andere onderhevig aan veranderingen in de rentestand en de omvang en duratie van de verplichtingen."

Pensioenfonds NIBC in jaarverslag 2014 (blz 29)

⁹⁷ De overige risicocategorieën (S_3 - S_{10}) die worden meegenomen in het standaardmodel voor vaststelling van het vereist eigen vermogen zijn: valutarisico, grondstoffenrisico, kredietrisico, verzekeringstechnisch risico, liquiditeitsrisico, concentratierisico, operationeel risico en actief beheer risico.

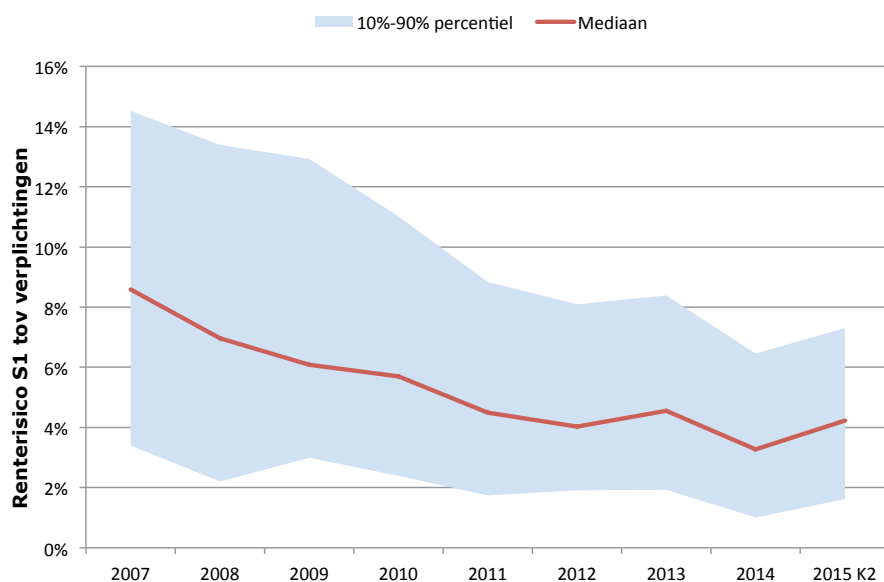
⁹⁸ Een observatie is dat het uitruilen van (verhoging van het) renterisico tegen een verlaging van andere risico's sinds 2007 steeds minder effect heeft op het VEV als gevolg van de lagere rente. Hierdoor hoeven andere beleggingsrisico's dus ook minder sterk te worden verlaagd (dan bijvoorbeeld in 2007) om te voldoen aan de niet-vergroten-risicoprofiel-eis. Dit is het gevolg van de wettelijke voorschriften voor het standaardmodel voor vaststelling van het VEV, waarin de renteschokken een vast (looptijdafhankelijk) percentage zijn van de geldende rente.

Als VEV's in de loop der tijd worden vergeleken speelt ook dat het standaardmodel voor vaststelling van het VEV is aangepast per 1-1-2015. Door aanpassing van de berekeningssystematiek is het VEV voor de meeste fondsen gestegen (gemiddeld 5%-punt), maar dit heeft slechts een beperkt effect op de mogelijkheid om renterisico en zakelijke waardenrisico uit te ruilen.

82

Onderstaand wordt grafisch geïllustreerd dat de vereiste buffer voor het renterisico de afgelopen jaren sterk is gedaald in vergelijking met de verplichtingen. In figuur 5.1 wordt aangegeven welk aandeel de component renterisico (S1) heeft (als onderdeel van het vereist eigen vermogen) als percentage van de verplichtingen van het fonds. Het effect op het VEV is overigens kleiner als gevolg van diversificatie tussen risicocategorieën. Uit de figuur blijkt dat zowel het gemiddelde renterisico als percentage van de verplichtingen (rode lijn) is gedaald in de periode 2007-2014 als ook de variëteit tussen fondsen kleiner is geworden (het gearceerde gebied geeft het 80%-betrouwbaarheidsinterval aan). Deze daling is zowel het gevolg van een daling van de voorgeschreven renteschokken als van de stijging van de verplichtingen (beide gerelateerd aan de lage rente).

Figuur 5.1 Renterisico S1 ten opzichte van de verplichtingen in de periode 2007-2014



Tenslotte zijn er ook fondsen die een dynamisch strategisch beleggingsbeleid hanteren. Ook in die situaties is het toegestaan om binnen het vooraf vastgelegde dynamische beleggingsbeleid het risicoprofiel te vergroten. Zo zijn er fondsen die een strategisch beleggingsbeleid hebben vormgegeven waarbij de mate van renteafdekking afhangt van de dekkingsgraad van het fonds of het niveau van de rente of de dekkingsgraad. In deze situaties is een verhoging van het risicoprofiel toegestaan als het fonds blijft binnen het vooraf vastgestelde dynamisch strategisch beleggingsbeleid. Omdat het fonds al eerder heeft gekozen voor het dynamisch karakter van het risicoprofiel en dit heeft onderbouwd en vastgelegd, wordt het niet gezien als een doelbewuste vergroting van het risicoprofiel op het moment dat het fonds hier daadwerkelijk

gebruik van maakt.⁹⁹ Hierbij gelden overigens ook de prudent person regel en het beginsel van beheerste en integere bedrijfsvoering, op grond waarvan het fonds het (dynamische) strategisch beleggingsbeleid concreet vastlegt voor de langere termijn en baseert op gedegen onderzoek.

Mogelijkheden voor aanpassing van het rentebeleid voor de korte termijn (in beleggingsplan)

Het risicoprofiel van het beleggingsplan moet passen binnen het strategisch beleggingsbeleid. Het beleggingsplan is immers een invulling van het strategisch beleggingsbeleid voor de korte termijn.

Dit betekent ook dat een fonds binnen de vastgelegde (strategische) bandbreedtes het risicoprofiel tijdelijk kan vergroten. Zo kan een fonds binnen de afgesproken bandbreedte de renteafdekking vergroten/verkleinen als onderdeel van tactisch beleid of als gevolg van het herwegingsbeleid. Ondanks dat dit een bewuste keuze is binnen de invulling van het beleggingsplan dan wel de uitvoering van het beleggingsbeleid, wordt dit niet gezien als een doelbewuste vergroting van het risicoprofiel, als een dergelijke tijdelijke vergroting past binnen het strategisch beleggingsbeleid. In dat geval is er immers al vooraf rekening gehouden met deze beleidsruimte door het vastleggen van bandbreedtes hiervoor.

Het gaat hierbij om een tijdelijke situatie, omdat het beleggingsplan (incl. tactisch beleid) voor een korte termijn wordt vastgesteld. Afwijkingen door het rebalancing beleid, zijn vooral het gevolg van marktontwikkelingen en het – binnen de afgesproken bandbreedtes – niet actief herwegen (rebalancen) richting de afgesproken portefeuillegewichten. Ook deze effecten zijn dus beperkt en in beginsel tijdelijk. Een aandachtspunt hierbij is ook dat dergelijke bandbreedtes binnen het strategisch beleggingsbeleid of het beleggingsplan niet te ruim mogen zijn, omdat het fonds dan in de uitvoering meer risico toestaat dan vooraf beoogd en ook de vermogensbeheerder teveel ruimte geeft om bij de uitvoering meer beleggingsrisico te nemen dan beleidsmatig is vastgelegd door het bestuur.

Aanpassing van feitelijke renteafdekking aan marktomstandigheden (bij implementatie beleggingsplan)

Het feitelijk risicoprofiel dat een fonds daadwerkelijk voert op basis van de aanwezige beleggingen (op basis van marktwaardering) kan tijdelijk groter of kleiner zijn als gevolg van marktomstandigheden. Dit geldt ook voor de feitelijke renteafdekking. Indien het fonds zijn vastgelegde beleggingsbeleid inclusief het risicobeleid ook uitvoert (en eventueel bij marktverstoringen onder toepassing van een passende escalatieprocedure afwijkt van de beoogde beleggingsportefeuille), is geen sprake van een doelbewuste vergroting van het risicoprofiel door het pensioenfonds.

⁹⁹ Bij de eenmalige vergroting van het risicoprofiel wordt voor toepassing van de MVEV-eis overigens wel gekeken naar het moment waarop het risicoprofiel van het beleggingsbeleid daadwerkelijk wordt vergroot.

- 84 Daarnaast is het een fonds nadrukkelijk toegestaan na een waardedaling van een deel van de beleggingsportefeuille terug te keren naar de beoogde beleggingsmix in het strategisch beleggingsbeleid dat het fonds had vóór zich de situatie van tekort voordeed, ook als dit de facto een vergroting van het feitelijk risicoprofiel van de beleggingsportefeuille betekent. Zie hiervoor de toelichting in het Besluit ftk (2006).

6 Renteafdekking in het nieuwe ftk

6.1 Inleiding

85

In dit hoofdstuk wordt een toelichting gegeven op de wijzigingen in het nieuwe ftk en de prikkels die hiervan mogelijk uitgaan op de mate van renteafdekking.

Allereerst worden in paragraaf 6.2 de belangrijkste wijzigingen in het ftk toegelicht. Vervolgens wordt in paragraaf 6.3 stil gestaan bij deze wijzigingen in relatie tot mogelijke wijzigingen in de renteafdekking. Paragraaf 6.4 sluit af met een kwantitatieve analyse van het effect van renteafdekking in het oude en het nieuwe toetsingskader voor een representatief voorbeeldfonds.

6.2 Belangrijkste wijzigingen in het ftk

De wijzigingen in het ftk (zie tabel 6.1) moeten er voor zorgen dat er een stabiel pensioensysteem ontstaat. Het effect van financiële schokken kan gelijkmatiger in de tijd worden uitgesmeerd en er moet met een beleidsdekkingsgraad worden gerekend. Dit is het gemiddelde van de dekkingsgraad berekend over twaalf maanden.

Tabel 6.1 Aanpassingen financieel toetsingskader per 1-1-2015

Maatregelen	Invulling
Helder maken hoe risico's worden opgevangen en overschotten verdeeld	<ul style="list-style-type: none"> Financieel crisisplan: vooraf vastleggen wat te doen bij tegenvallers Vooraf indexatiebeleid vastleggen Vooraf premiekortingsbeleid vastleggen
Spreidingsmethodiek voor financiële schokken	<ul style="list-style-type: none"> Hersteltermijn van 10 jaar Hersteltermijn schuift mee Maximaal vijf jaar in dekkingstekort
Verdeelregels voor indexatie	<ul style="list-style-type: none"> Indexatiedrempel (110%) Indexatieregel: alleen indexeren als dat ook in de toekomst kan Inhaalindexatie en compensatie van kortingen alleen bij voldoende eigen vermogen
Stabiele kostendeekkende premie	<ul style="list-style-type: none"> Premiedemping op basis van maximaal 10-jaars voortschrijdend gemiddelde rente blijft mogelijk. Premiedemping op basis van stabiel verwacht rendement alleen mogelijk onder voorwaarden
Een meer stabiel toetsingskader	<ul style="list-style-type: none"> Dekkingsgraadmiddeling over 12 maanden Toepassen UFR bij waardering

Helder maken hoe risico's worden opgevangen en overschotten verdeeld

Pensioenfondsen moeten vooraf duidelijk maken welke maatregelen worden genomen als de (beleids)dekkingsgraad te veel daalt. Zo moet het fondsbestuur vooraf vastleggen hoe het omgaat met financiële schokken. Ook moet vooraf worden afgesproken hoe overschotten worden verdeeld. Zo moet het indexatiebeleid worden vastgelegd, inclusief de manier waarop het fonds om wil gaan met inhaalindexatie en het ongedaan maken van kortingen. Ook moet het fondsbestuur vastleggen bij welke (beleids)dekkingsgraad en onder welke omstandigheden, binnen de daarvoor geldende wettelijke regels, er premiekorting wordt gegeven.

Spreidingsmethodiek financiële schokken

De meest in het oog springende verandering is de aanpassing in de herstelplan-systematiek. Het onderscheid tussen het langetermijnherstelplan (bij reservetekort) en het kortetermijnherstelplan (bij dekkingstekort) vervalt. Beide herstelplannen worden vervangen door één herstelplan dat een fonds moet indienen wanneer de beleidsdekkingsgraad onder de grens voor het vereist eigen vermogen zakt. In het herstelplan laat het fonds zien hoe de beleidsdekkingsgraad binnen tien jaar naar verwachting toegroeit naar het vereist eigen vermogen.¹⁰⁰ Wanneer dit met inzet van alle overige beschikbare sturingsmiddelen niet lukt, moet het fonds overgaan tot korten. De eventueel benodigde korting mag daarbij worden uitgesmeerd over maximaal tien jaar, waarbij de eerste korting direct moet worden doorgevoerd. De overige kortingen blijven als voorwaardelijke kortingen in principe 'op de lat' staan. Deze kortingen vervallen als het fonds een jaar later, als het herstelplan moet actualiseren, kan aantonen dat het wel binnen tien jaar¹⁰¹ kan herstellen. Pensioenfondsen krijgen bij elke actualisatie steeds opnieuw een 10-jaars periode om te herstellen.

Om te voorkomen dat een fonds te lang onder het minimaal vereist eigen vermogen¹⁰² blijft, is de 'maatregel vereist eigen vermogen' (MVEV-maatregel) geïntroduceerd. Een pensioenfonds dat na vijf achtereenvolgende jaren nog niet over het minimaal vereist eigen vermogen beschikt,¹⁰³ moet per direct maatregelen nemen. Het minimaal vereist eigen vermogen krijgt daardoor een functie als 'noodstop'. Zo nodig moet het fonds een onvoorwaardelijke korting aankondigen dan wel bijstorten zodat de feitelijke dekkingsgraad weer op het minimaal vereist eigen vermogen komt te liggen. Het fonds mag daarbij de korting over tien jaar spreiden, maar moet deze kortingen doorvoeren ook wanneer er in die periode herstel optreedt.

¹⁰⁰ Dit is in het nieuwe toetsingskader een dekkingsgraad van gemiddeld 123% (per 30-3-2015, nieuwe berekeningssystematiek) en in het oude toetsingskader gemiddeld 118% (per 31-12-2014, de oude berekeningssystematiek).

¹⁰¹ Fondsen kunnen ook kiezen voor een kortere hersteltermijn.

¹⁰² Dit is een dekkingsgraad van circa 105%.

¹⁰³ Een andere voorwaarde is dat de actuele dekkingsgraad aan het eind van de periode van 5 jaar onder de grens voor het minimaal vereist eigen vermogen ligt. Zie artikel 140 Pw (maatregel minimaal vereist eigen vermogen).

Verdeelregels voor indexatie

Om er voor te zorgen dat indexatie evenwichtiger over generaties wordt verdeeld, zijn er regels geïntroduceerd voor de indexatie van pensioenen. Zo is een indexatiedrempel ingevoerd en mag een fonds niet meer indexatie toekennen dan de indexatie die het op basis van het beschikbare eigen vermogen ook in de toekomst kan toekennen. Financiële meevallers kunnen hierdoor niet vroegtijdig worden uitgedeeld, maar zullen worden uitgesmeerd in de tijd. Ook voor inhaalindexaties en het ongedaan maken van kortingen zijn vermogensseisen ingevoerd.

Stabiele kostendekkende premie

Om stabiele loonkosten en stabiliteit in de koopkracht te realiseren blijft het mogelijk om de premie te dempen op basis van verwacht rendement. Wel is de voorwaarde aangepast waaronder dit mogelijk is: demping mag alleen als het fonds een indexatie-ambitie heeft (minimaal prijsinflatie) en de premie moet een opslag voor de financiering van de indexatie bevatten.

Een meer stabiel toetsingskader

De afhankelijkheid van dagkoersen op financiële markten is verminderd door de invoering van de beleidsdekkingsgraad. Voor het beleid worden fluctuaties van de dekkingsgraad gedempt door een gemiddelde dekkingsgraad te berekenen over 12 maanden. Naast de introductie van de beleidsdekkingsgraad is de UFR-methodiek (ultimate forward rate) structureel ingevoerd.

6.3 Gevolgen voor het beleggingsbeleid

De wijzigingen die zijn doorgevoerd in het ftk kunnen invloed hebben op de mate waarin pensioenfondsen hun renterisico afdekken. De invoering van het nieuwe ftk is onder meer bedoeld om de spanning die bestaat tussen het sturen op het nakomen van de reeds opgebouwde aanspraken en het streven naar indexatie van die aanspraken te verminderen.¹⁰⁴ Deze spanning kan ontstaan doordat fondsen enerzijds willen sturen op een reële ambitie en anderzijds nominale aanspraken moeten veilig stellen.

Box X Herstelsystematiek nieuwe ftk is stabiel

De herstelsystematiek is in het nieuwe toetsingskader stabiel geworden als gevolg van de doorrollende hersteltermijn, spreiden van kortingen en invoering van de beleidsdekkingsgraad. In de oude herstelplansystematiek werd gewerkt met vaste herstelperiodes voor het korte- en langetermijnherstelplan. Het nadeel van deze

¹⁰⁴ Zie Memorie van Toelichting, behorend bij het Wetsvoorstel aanpassing financieel toetsingskader, blz. 11 (Kamerstukken II 2013-2014, 33972, nr3).

systematiek was dat nieuwe financiële schokken binnen de looptijd van het bestaande herstelplan moesten worden opgevangen. Zo moest een fonds dat na 3 jaar nog niet beschikte over het MVEV een noodmaatregel nemen in de vorm van een bijstorting of een korting. Fondsen konden daardoor worden geconfronteerd met hoge kortingen aan het eind van de looptijd van het herstelplan. Omdat in de nieuwe systematiek een fonds elk jaar opnieuw een 10-jaarshersteltermijn krijgt, kunnen negatieve schokken aan het einde van de looptijd beter worden gespreid dan in de oude systematiek. Abrupte, relatief hoge kortingen van jaar op jaar kunnen daarmee worden voorkomen. Aan de hand van de beleidsdekkingsgraad wordt bovendien bepaald of een fonds in een tekortsituatie verkeert en deze dekkingsgraad vormt ook het uitgangspunt voor het doorvoeren van kortingen. De invloed van dagkoersen wordt daardoor beperkt.

Pas bij lage dekkingsgraden is er sprake van (voorwaardelijke) kortingen. In de huidige systematiek geldt in de praktijk een kortingsgrens van 85% à 95%. Deze grens is afhankelijk van het verwachte herstelvermogen¹⁰⁵ van het fonds. In de oude systematiek moest veelal bij een dekkingsgraad van circa 95% een korting worden aangekondigd en deze grens liep op naar circa 105% naarmate het fonds langer in dekkingstekort was (maximaal 3 jaar). De eindkorting na 3 jaar was afhankelijk van de dekkingsgraad op dat moment.

Als gevolg van de eerder genoemde MVEV-maatregel kan er wel sprake zijn van een groot tekort waarvoor het fonds direct maatregelen moet nemen, zoals een bijstorting of onvoorwaardelijke kortingen. Het fonds is hiertoe verplicht als de beleidsdekkingsgraad vijf achtereenvolgende jaren onder het minimaal vereist eigen vermogen ligt. Ook deze kortingen mogen weliswaar worden gespreid in de tijd, maar de kortingen dienen wel onvoorwaardelijk te worden doorgevoerd.

Vanuit economisch perspectief is er geen reden tot aanpassing van het renteafdekkingsbeleid. Rentevolatiliteit heeft in het nieuwe kader weliswaar minder directe gevolgen, maar daar staat tegenover dat ook in het nieuwe kader fondsen gevoelig blijven voor een verlaging van de rente. Fondsbesturen die dit risico willen beperken zullen ook in het nieuwe kader het renterisico (gedeeltelijk) willen afdekken. In zijn algemeenheid is het raadzaam om vanuit economische scenario's te beoordelen in welke situaties een bestuur niet wil belanden. De regelgeving en boekhoudkundige verantwoording vormen hierbij uiteraard wel een randvoorwaarde.

¹⁰⁵ De herstelkracht van het fonds, d.w.z. de verwachte verbetering in dekkingsgraad in het herstelplan, en dus ook de kortingsgrens hangt af van de financiële opzet van het fonds (voornamelijk het premie- en beleggingsbeleid), de gekozen herstelperiode en de rente.

Toch kan het nieuwe toetsingskader voor een fondsbestuur aanleiding zijn het gehanteerde renteafdekkingsbeleid tegen het licht te houden. Daarbij kunnen de volgende argumenten voor mogelijke aanpassingen van het renteafdekkingsbeleid een rol spelen:

- Het nieuwe kader is stabiel (zie box X) waardoor er wellicht minder behoefte is om de dekkingsgraad te stabiliseren middels het renteafdekkingsbeleid;
- Er is minder snel sprake van ingrijpende maatregelen op korte termijn (zoals grote kortingen of premiestijgingen) dan in het oude kader. Dit zou aanleiding kunnen zijn voor fondsen om hun renteafdekkingsbeleid aan te passen. De hiervoor beschreven MVEV-maatregel kan echter een argument zijn om het renteafdekkingsbeleid daarentegen niet aan te passen, omdat op langere termijn (grotere) onvoorwaardelijke kortingen niet kunnen worden uitgesloten.

Een fonds dat vanwege de invoering van nieuwe ftk (of om andere redenen¹⁰⁶) het rentebeleid wil aanpassen heeft daar de ruimte voor als het tenminste voldoet aan het MVEV:

- Fondsen die geen tekort hebben, kunnen sowieso hun beleid aanpassen, mits wordt voldaan aan prudent person;
- Fondsen die een tekort hadden per 1-1-2015 maar wel voldoen aan het MVEV, kunnen gebruik maken van de overgangsmaatregel om eenmalig hun risicoprofiel te vergroten.

Fondsen die niet voldoen aan het MVEV kunnen later gebruik maken van genoemde overgangsmaatregel en kunnen desgewenst tot die tijd ervoor kiezen om binnen hun beleggingsbeleid het renterisico uit te wisselen tegen andere beleggingsrisico's.

6.4 Effecten van gewijzigd toezichtkader: een analyse

6.4.1 Inleiding

Wijzigingen in het toezichtkader zullen vanuit economisch perspectief niet direct tot andere inzichten over de gewenste mate van renteafdekking leiden, omdat het renterisico niet wijzigt. Vanuit beleidsmatig perspectief kunnen nieuwe regels in het nieuwe ftk voor bijvoorbeeld indexatie en korting vanwege hun uitwerking wel tot bijsturing van het beleggingsbeleid leiden, waaronder het beleid ten aanzien van de renteafdekking. In deze sectie wordt daarom aan de hand van een voorbeeld inzicht geboden in de impact van het nieuwe ftk op deze variabelen in relatie met de mate van renteafdekking.

Uit de analyses voor een voorbeeldfonds blijkt dat de mediane dekkingsgraad zich in het nieuwe ftk sneller en geleidelijker naar een hoger niveau ontwikkelt dan in het oude ftk. Door de indexatiedrempel en indexatieregels liggen de kans op indexatie en verwachte omvang van de indexatie lager dan in het oude ftk. In het oude ftk konden fondsen sneller overgaan op

¹⁰⁶ Andere overwegingen t.a.v. het rentebeleid volgen mogelijk uit de rentevisie van het bestuur (ook met oog op de sterk gedaalde rente en Quantitative Easing) en de ontwikkelingen rondom EMIR.

90 (inhaal)indexatie. Het voorbeeldfonds compenseert onder het oude ftk gemiste indexatie zoveel mogelijk zodra het uit tekort is. Dit zorgt voor een zichtbare hapering in de ontwikkeling van de dekkingsgraad boven de VEV-grens; in het nieuwe ftk verloopt dit proces van inhaalindexatie meer geleidelijk.

In het nieuwe toetsingskader is de gemiddelde omvang van de korting in het geval van een korting significant kleiner dan in het oude kader. Daar staat tegenover dat de kans op een korting toeneemt. Het eerste effect is echter sterker, waardoor de verwachte korting lager is. De relatief lage kortingen zijn het gevolg van de nieuwe systematiek waarin kortingen mogen worden gespreid over een looptijd van tien jaar. Als een fonds daarentegen na vijf achtereenvolgende jaren nog niet over het minimaal vereist eigen vermogen beschikt, moet het per direct een relatief hogere korting doorvoeren. Het eerste effect van kleine kortingen overheerst echter.

Geconcludeerd kan worden dat renteafdekking ook in het nieuwe toetsingskader zinvol is.

Een hogere renteafdekking helpt het fonds de kans te beperken dat het dusdanig diep of lang in tekort is dat het een onvoorwaardelijke korting moet toepassen. Daarentegen kan het risico op het niet (volledig) realiseren van de indexatieambitie worden verkleind door de renteafdekking te verlagen. Elk fonds zal hier echter een eigen afweging maken onder meer in relatie met de overige stuurmiddelen die het tot de beschikking heeft, de financiële situatie en de risicohouding van het fonds.

6.4.2 Opzet analyse

Het uitgangspunt van de gebruikte ALM analyse is een fictief fonds dat representatief is voor de Nederlandse bevolkingsopbouw, met een initiële dekkingsgraad van 110%.¹⁰⁷ Het model rekent de ontwikkeling van dit voorbeeldfonds voor een groot aantal stochastische scenario's door. Het percentage zakelijke waarden bedraagt 50%. De looptijd van de analyse bedraagt 20 jaar. Deze lange termijn opzet maakt het mogelijk om voor variabelen als de dekkingsgraad, indexatie en korting relevante ontwikkelingen te bepalen. Het model rekent deze ontwikkeling door voor zowel de oude ftk regels als voor de nieuwe ftk regels. Bovendien wordt de invloed van de mate van afdekking van het renterisico op de uitkomsten bepaald voor drie waarden van de afdekking van 25%, 50% en 75%. De analyse is vooral bedoeld om inzicht te geven in de verschillen tussen het oude en het nieuwe ftk en de mate van renteafdekking. De analyse is niet bedoeld om een representatief beeld van de pensioenverwachtingen voor de toekomst te schetsen.

De opzet ten aanzien van indexatie is als volgt. Onder het oude ftk verleende het fonds indexatie vanaf 105% en nam deze indexatie lineair met de dekkingsgraad toe tot volledige prijsindexatie bij het VEV van 120%. Vanaf dat punt werd ook eerder niet verleende indexatie ingehaald. Onder de nieuwe regels begint de indexatiestafel vanaf het hogere niveau van 110%

¹⁰⁷Er is gebruik gemaakt van een positieve scenario-set met 2000 scenario's waarbij de parameters voldoen aan de parametervoorschriften in het nieuwe ftk (conform advies van de Commissie Parameters).

tot 130%. De inhaalindexatie vindt meer geleidelijk plaats: boven een dekkingsgraad van 130% wordt de achterstand in vijf jaarlijkse stappen ingehaald.

De opzet ten aanzien van kortingen is zoals beschreven in paragraaf 6.2. In het model is de aanname gedaan dat de herstelkracht drie dekkingsgraad punten per jaar bedraagt, oftewel dat het fonds in tien jaar circa dertig dekkingsgraad punten kan herstellen (nieuwe ftk). Aanname is dat het VEV op 25% is komen te liggen. Korting vindt dan plaats onder een kritische dekkingsgraad van 95% (=125% – 30%).¹⁰⁸ Bij een geconstateerde dekkingsgraad van 94% is een korting van 0,1% (=1%/10) in dat jaar voldoende.

Tabel 6.2 Uitgangspunten analyse

	Oud ftk	Nieuw ftk
Premie	Vast: 17% van de pensioengrondslag	Idem
Beleggingsbeleid	- 50% zakelijke waarden - Renteafdekking van 25%-50%-75%	Idem
Vereist eigen vermogen	20%	25%
Indexatie (maatstaf: prijsinflatie)	- Indexatiestaffel met grenzen 105%-120% - Inhaalindexatie boven 120%	- Indexatiestaffel met grenzen 110%-130% - Inhaalindexatie boven 130% (1/5e)
Kortingen	Na 3 jaar onderdekking (dekkingsgraad < 105%)	- Voorwaardelijk: bij beleidsdekkingsgraad (BDG) < 95% - Onvoorwaardelijk: na 5 jaar BDG < 105%

De uitkomsten hebben vooral tot doel om een vergelijking te kunnen maken tussen de uitkomsten onder de oude ftk regels en de nieuwe ftk regels voor verschillende niveau's in

¹⁰⁸ Dit is overigens gelet op de huidige praktijk een relatief hoge kritische dekkingsgraad. In de praktijk is vaker sprake van een kritische dekkingsgraad tussen de 85% en 95%, waardoor de kortingskansen in het nieuwe ftk in de praktijk iets lager zullen liggen. Bovendien is in deze berekeningen steeds gerekend met een hersteltermijn van tien jaar en is er geen rekening gehouden met de overgangsmogelijkheid om in het eerste jaar met een hersteltermijn van twaalf jaar en in het tweede jaar met een hersteltermijn van elf jaar te rekenen.

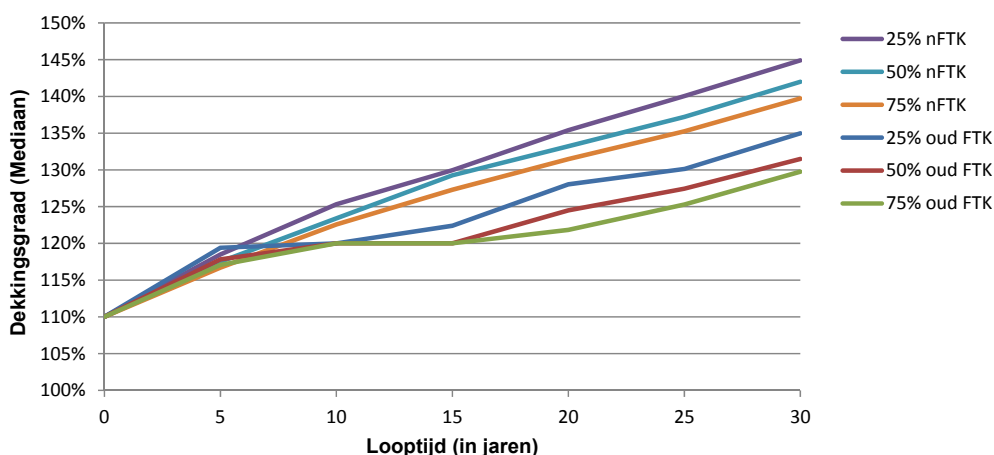
renteafdekking. De analyse geeft inzicht in de werking van het nieuwe toetsingskader en het (aanvullend) effect dat kan worden gerealiseerd met het rentebeleid. Daarbij moet bedacht worden dat er is uitgegaan van een fictief fonds en een relatief eenvoudige modelopzet. De resultaten voor een specifiek fonds kunnen – in absolute zin – hier sterk van afwijken. De resultaten zijn dus niet bedoeld om de pensioenverwachtingen voor de toekomst in kaart te brengen.

De analyse van de renteafdekking is aangevuld door voor drie specifieke economische scenario's: Continuering, Herstel en Stagflatie, het effect van renteafdekking tussen het oude en het nieuwe ftk in kaart te brengen.

6.4.3 Uitkomsten van de analyse

Onderstaande figuur toont de ontwikkeling in de tijd van de mediane dekking¹⁰⁹ in respectievelijk het oude ftk en het nieuwe ftk, voor renteafdekkingen van 25%, 50% en 75%. De grafieken beginnen vanuit de startdekking van 110%. Het voorbeeld concentreert zich op een looptijd van 20 jaar, maar ten behoeve van een adequaat beeld zijn de uitkomsten tot en met 30 jaar getoond.

Figuur 6.1 Ontwikkeling mediane dekking



De volgende observaties kunnen worden gemaakt ten aanzien van de mediane dekking:
Oud versus nieuw toetsingskader:

- In algemene zin is de mediane dekking een stijgende functie tegen de tijd. In de

¹⁰⁹ De verwachte dekking (niet getoond) ligt hoger dan de mediane dekking. Er is echter sprake van een scheve verdeling zodat een beperkt aantal hoge uitkomsten het gemiddelde onevenredig verhogen. De mediane dekking of 'middelste uitkomst' geeft een meer getrouw beeld over de scenario's.

scenarioset wordt immers uitgegaan van een positief verwacht rendement. Op een looptijd van vijf jaar zijn er nog nauwelijks verschillen zichtbaar. Daarna ontwikkelt de dekkingsgraad zich onder het nieuwe ftk sneller en meer geleidelijk dan onder het oude ftk. De ontwikkeling onder het oude ftk kent een 'hapering' vanaf 120% (zie hieronder). De gunstiger ontwikkeling van de mediane dekkingsgraad op lange termijn hangt samen met de lagere indexatievooruitzichten in het nieuwe kader: de gemiddelde indexatie bedraagt in het oude kader 1,5% en in het nieuwe kader 0,9% per jaar.^{110 111}

- Meest markant in de figuur is de sterke afvlakking onder oud ftk vanaf 120% (VEV=20%). Dit is het punt waarop inhaalindexatie wordt verleend. De dekkingsgraad stijgt op dat punt niet verder totdat eerst alle achterstanden zijn ingehaald. Rond 15 en 20 jaar hervat zoals verwacht als eerst de laagste afdekking van 25% de stijging en daarna 50% en 75%. De looptijd is bewust uitgebreid tot 30 jaar zodat zichtbaar is dat de mediane ontwikkeling van de dekkingsgraad na verlenen van de inhaalindexatie weer oppikt (en onder een vergelijkbare groeivoet als onder het nieuwe ftk).
- Onder het nieuwe ftk begint de inhaalindexatie op een hoger niveau van 130% en is deze bovendien uitgesmeerd in de tijd over vijf jaar. Een zelfde 'hapering' in de ontwikkeling van de mediane dekkingsgraad is hier niet te zien, hooguit een lichte afzwakking.

Effect renteafdekking:

- Een hogere afdekking van het renterisico van 25% tot 75% leidt binnen beide raamwerken voor looptijden van 20-30 jaar tot een circa 5 procentpunt lagere dekkingsgraad. Dit komt omdat er binnen de gehanteerde scenarioset op de renteafdekking een licht negatief rendement wordt gemaakt (de scenarioset gaat uit van een rentestijging). De verschillen tussen beide raamwerken zijn beperkt hoger en nemen toe tot maximaal circa 10 procentpunt in de periode van 30 jaar.

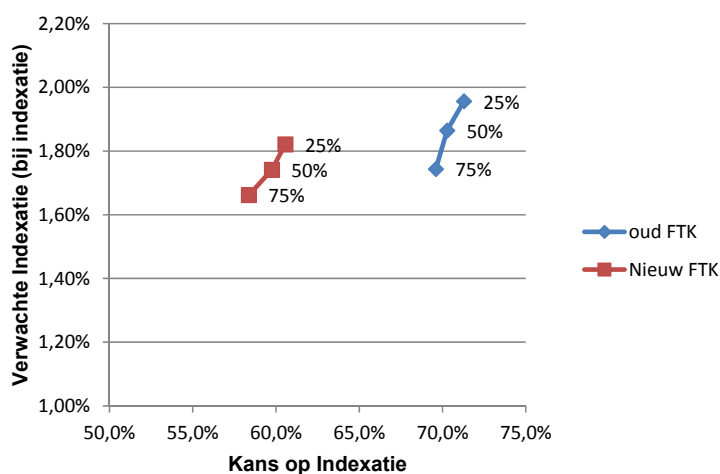
De volgende twee figuren tonen respectievelijk de uitkomsten voor indexatie en korting.

De opzet van beide figuren is hetzelfde. Figuur 6.2 toont op de x-as de kans op indexatie in elk jaar en op de y-as de verwachte indexatie indien er sprake is van indexatie. Deze verwachting is een conditionele ('voorwaardelijke') maatstaf en biedt aanvullende informatie over de omvang van enige indexatie. Dit naast de kans dat sprake is van indexatie. Beide maatstaven zijn bepaald op basis van de jaarlijkse uitkomsten tot een looptijd van 20 jaar. De twee grafieken tonen respectievelijk de uitkomsten voor oud ftk (in blauw) en nieuw ftk (in rood). Bovendien zijn de uitkomsten zichtbaar voor de afdekkingspercentages van 25%, 50% en 75%. Figuur 6.3 doet hetzelfde voor de korting en toont de kans op korting naast de verwachte korting ingeval van korting.

¹¹⁰ Dit is een gemiddelde indexatie per jaar gemeten over de eerste 20 jaar; de grootheden in figuur 6.2 en 6.3 zijn ook vastgesteld over de eerste 20 jaar.

¹¹¹ De iets gunstiger ontwikkeling van de mediane dekkingsgraad in de eerste jaren in het oude toetsingskader, hangt samen met het feit dat er in het oude kader gemiddeld iets meer wordt gekort: de gemiddelde korting bedraagt in het oude kader 0,6% en in het nieuwe kader 0,5% per jaar.

Figuur 6.2 Indexatie



De volgende observaties kunnen worden gemaakt ten aanzien van de indexatie:

Oud versus nieuw toetsingskader:

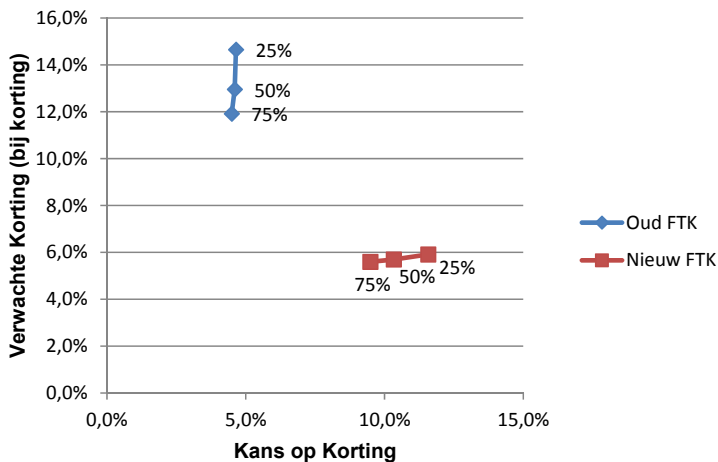
- Zoals verwacht is de kans op indexatie in het nieuwe ftk lager dan in het oude ftk. Het fonds begint immers met indexeren vanaf een hoger niveau van 110% in plaats van voorheen vanaf 105%. In het nieuwe ftk ligt de kans op indexatie rond de 60%, in het oude ftk rond de 70%.¹¹² In totaal bedraagt dit verschil tussen de raamwerken circa 10%-punt.
- De gemiddelde omvang van de indexatie, in geval van indexatie, is in het nieuwe ftk iets lager (afgerond: 0,1%) dan onder het oude ftk. De niveaus liggen rond 1,7%-2%. Dit is zowel het gevolg van de lager starten en kortere opbouw van de indexatiestafel onder oud ftk (105%-120%) versus nieuw ftk (110%-130%), als het lagere niveau waarop de inhaalindexatie start (120% versus 130%).
- De verschillen tussen en binnen de raamwerken zijn beperkt. Dit hangt wel af van de gekozen looptijd van twintig jaar. Voor kortere looptijden liggen de kansen lager (vanwege de drempel) en nemen de onderlinge verschillen toe (vanwege de afstand tussen beide drempels).

Effect renteafdekking:

- De spreiding in indexatie voor de verschillende afdekkingspercentages is relatief laag met circa 2 procentpunt binnen beide raamwerken. Een lagere afdekking leidt tot een licht hogere kans op indexatie.
- Een lagere afdekking leidt tot een licht hogere verwachting van de indexatie. In het nieuwe ftk loopt deze indexatieverwachting (in geval van indexatie) van afgerond 1,7% tot 1,8%, in het oude ftk van 1,7% tot 2,0%.

¹¹² De startdekkingsgraad is weliswaar 110%, maar er zijn ook scenario's waarin de dekkingsgraad daalt onder 105% en 110%. Kansen zijn dus < 100%.

Figuur 6.3 Korting



De volgende observaties kunnen worden gemaakt ten aanzien van de korting:

Oud versus nieuw toetsingskader:

- De kans op korting ligt onder het oude ftk beduidend lager dan onder het nieuwe ftk. En de verwachte kortingen liggen hoger dan in het nieuwe ftk.
- In het oude ftk neemt de kans op korting van circa 4,5% slechts fractioneel af bij een hogere renteafdekking. Een hogere renteafdekking is wel duidelijk zichtbaar in een circa drie procentpunt lagere verwachte korting ingeval van korting. Deze verwachte kortingen zijn relatief hoog, omdat ze samenhangen met de eindkorting ineens na drie jaar. Dit is een voorbeeld waar de maatstaf 'kans op' in isolement te weinig informatie zou geven.
- De kortingskansen in het nieuw ftk ten opzichte van het oude ftk zijn het gevolg van een samenspel tussen 1) de hersteltijd van tien jaar en 2) de MVEV-maatregel na vijf jaar. De hersteltermijn van 10 jaar - in combinatie met het uitsmeren van kortingen - zorgt er voor dat er vaker gekort wordt dan in oud ftk, terwijl de bewuste kortingen in dat geval juist erg laag zijn. In aanvulling hierop zorgt de MVEV-maatregel er voor dat zowel de kans op korting als de verwachte korting (in geval van korting) volgend uit (1) worden verhoogd. Een typisch scenario met kortingen kent een aantal jaren van kleine kortingen gevolgd door een grote korting als de backstop alsnog in werking treedt. Dit samenspel verklaart dus zowel de kans op korting als de verwachte korting, in geval van korting.
- Uit de analyse blijkt voor het oude toetsingskader een verwachte korting indien het fonds moet korten die hoger is dan de kortingen die de afgelopen jaren in de praktijk zijn waargenomen. Dit komt enerzijds omdat er in de periode 2009-2014 diverse maatregelen zijn genomen om mogelijke kortingen te beperken en uit te smeren. Daarnaast hadden de kortingen (vooral de eindkortingen in 2013) veel hoger kunnen uitpakken bij een ongunstiger ontwikkeling van rente en beleggingsrendementen in deze periode.

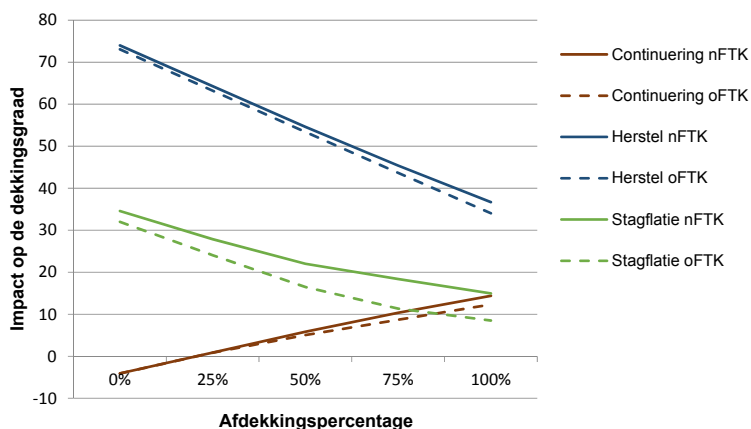
Effect renteafdekking:

- In het nieuwe ftk zorgt een hogere renteafdekking voor een circa twee procentpunt lagere kans op korting (deze daalt van 12% naar 10%), maar heeft de renteafdekking in het gebruikte voorbeeld minder invloed op de hoogte van de (lagere) verwachte korting.

6.4.4 Aanvullende scenario-analyses

Om het verschil in het effect van de renteafdekking tussen het nieuwe ftk en het oude ftk beter in beeld te brengen en te bezien wat er gebeurt in specifieke economische scenario's, is de scenario-analyse uit hoofdstuk 3 voor drie rentescenario's¹¹³ uitgebreid: deze scenario's zijn ook op basis van het oude ftk doorerekend bij een startdekkingsgraad van 104%.¹¹⁴ Geconcludeerd kan worden dat een lagere renteafdekking in twee van de specifieke scenario's een positiever effect heeft op het realiseren van de indexatie-ambitie dan onder het oude ftk. Dit ondersteunt de conclusie dat een lagere afdekking tot een licht hogere kans op indexatie alsook op een licht hogere omvang van de indexatie leidt.

Figuur 6.4 Impact scenario's op dekkingsgraad na 10 jaar afhankelijk van de renteafdekking (0%-100% verplichtingen)



¹¹³ Voor een uitgebreide beschrijving van de scenario's zie hoofdstuk 3.

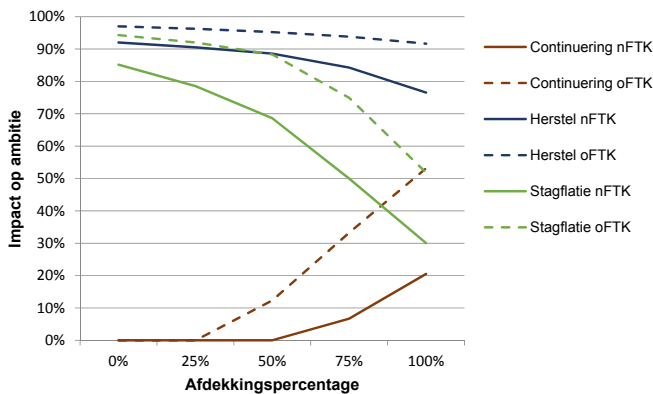
Het scenario Verzwakking is in deze analyse niet opgenomen, omdat de uitkomsten voor het oude ftk en het nieuwe ftk grotendeels samenvallen. Dit wordt veroorzaakt doordat in dit scenario de inflatie gedurende de gehele periode op 0% ligt zodat er zowel onder het oude ftk als onder het nieuwe ftk niet hoeft te worden geïndexeerd en bovendien zijn de kortingen niet expliciet gemodelleerd, waardoor deze niet zichtbaar zijn en een vergelijking tussen oud en nieuw ftk daarom wordt bemoeilijkt. Voor de overige scenario's is dit laatste niet het geval, omdat daar vanwege de ontwikkeling van de dekkingsgraad kortingen niet van toepassing zijn.

¹¹⁴ Daarvoor zijn dezelfde aannames gebruikt als hiervoor (zie tabel 6.2).

Figuur 6.4 geeft de resultaten weer. Daarbij geven de stippellijnen de uitkomsten voor de scenario's onder het oude ftk en de doorgetrokken lijnen de uitkomsten voor de scenario's onder het nieuwe ftk weer. Het belangrijkste verschil tussen de beide toezichtkaders, zoals ook uit de stochastische analyse blijkt, volgt uit het feit dat onder het nieuwe ftk minder snel kan worden geïndexeerd. Dit leidt na tien jaar tot een hogere dekkinggraad onder het nieuwe ftk.

In de scenario's Herstel en Stagflatie heeft de renteafdekking onder beide toezichtkaders een negatieve invloed op de dekkinggraad na tien jaar, waarbij dit effect onder het oude ftk nog iets groter is. Ook dit hangt samen met de mate van indexatie. De inflatie stijgt in dit scenario immers naar 4%, waardoor er ten opzichte van de andere scenario's, meer moet worden geïndexeerd en onder het oude ftk dit ook eerder plaatsvindt, waardoor de impact op de dekkinggraad groter is. De negatieve impact van de renteafdekking ontstaat overigens (zie ook hoofdstuk 3) omdat in dat geval minder geprofiteerd wordt van het feit dat de pensioenverplichtingen door hun langere looptijd sneller in waarde dalen dan de vastrentende waarden. In het scenario Continuering heeft daarentegen een hogere renteafdekking wel een positief effect. In dit scenario is immers sprake van een renteontwikkeling die leidt tot een stijging van de pensioenverplichtingen. Onder het nieuwe ftk heeft renteafdekking daarbij een iets beter resultaat dan onder het oude ftk.

Figuur 6.5 Realisatie indexatieambitie



Figuur 6.5 geeft inzicht in de realisatie van de indexatieambitie over de looptijd van tien jaar. Voor de scenario's Herstel en Stagflatie geldt, zoals hiervoor al aangegeven, dat een hoger afdekkingpercentage de indexatie en daarmee de realisatie van de ambitie beperkt. Dit effect is onder het oude ftk iets minder sterk. Onder deze scenario's levert het afbouwen van de renteafdekking onder het nieuwe ftk daarom meer op (in termen van het behalen van de indexatie-ambitie). In het scenario Continuering, waar renteafdekking een positief effect oplevert, is eveneens sprake van een lagere realisatie van de ambitie dan onder het nieuwe ftk. Het afbouwen van de renteafdekking heeft weliswaar geen positief effect op het behalen van de indexatie-ambitie, maar het negatieve effect is minder groot dan onder het oude ftk.

Bijlage I

De invloed van de UFR op het afdekkingspercentage

98

Tabel B1.1 geeft een afdekkingspercentage dat rond de 53% ligt. Namelijk de impact van de renteschok op de beleggingen gedeeld door de impact van de renteschok op de verplichtingen (vermenigvuldigd met 100%): EUR 103 miljard gedeeld door EUR 195 miljard keer 100% is 53%. Het verschil met het in hoofdstuk 3 genoemde percentage van 40% wordt veroorzaakt door de UFR. Bij de berekeningen van het afdekkingspercentage gebaseerd op de renteschok uit het VEV wordt gewerkt met een gelijke schok voor de verplichtingen en de beleggingen. Met oog op consistentie is er bij de introductie van de UFR namelijk voor gekozen om de renteschokken voor vaststelling van het vereist eigen vermogen af te leiden van dezelfde rentetermijnstructuur die ook voor de waardering van de verplichtingen wordt gebruikt. Op deze wijze wordt bij de vaststelling van het vereist eigen vermogen uitgegaan van dezelfde renteschokken voor vermogen en verplichtingen.

In tabel B1.1 zijn de verplichtingen weergegeven zoals deze aan DNB door pensioenfondsen worden gerapporteerd. Om een vergelijking te kunnen maken met het afdekkingspercentage van 53%, is met de verplichtingen zonder UFR gerekend, zodat ook bij deze vergelijking met dezelfde renteschokken wordt gerekend. Deze zijn in onderstaande tabel weergegeven. Daaruit blijkt dat een daling van de rente met 100 bp tot een stijging van de verplichtingen zonder UFR met EUR 268 miljard leidt. In dat geval is het afdekkingspercentage ongeveer 40% (EUR 103 miljard gedeeld door EUR 268 miljard).

Tabel B1.1 Renteafdekking van Nederlandse pensioensector (verplichtingen zonder UFR)

<i>in miljarden Euro's</i>	december 2014	Impact -100bp renteschok	Impact +100bp renteschok
<i>Totaal beleggingen</i>	1127	103	-87
<i>Verplichtingen zonder middeling</i>	1093	195	-157
<i>Dekkingsgraad zonder middeling</i>	103%	-8%	8%
<i>Verplichtingen zonder UFR</i>	1165	268	-199
<i>Dekkingsgraad zonder UFR</i>	97%	-11%	11%

Bron: DNB

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl