

Onderzoek naar alternatieve risicovrije rentes voor pensioenfondsen

1. Inleiding

Ontwikkelingen rond de rente die pensioenfondsen moeten hanteren bij het berekenen van hun toekomstige verplichtingen, hebben de afgelopen periode geleid tot onrust. In 2010 gaf deze rekenrente een daling te zien waarbij eind augustus (voor verplichtingen met een looptijd van 15 jaar) een dieptepunt werd bereikt van 2,68 procent. De contante waarde van de verplichtingen nam door de rentedaling en het gevoerde beleggingsbeleid zodanig toe dat de dekkingsgraad van veel pensioenfondsen verslechterde en onder het afgesproken herstelpad kwam te liggen. Zonder verbetering in deze situatie zouden aanvullende maatregelen nodig zijn geweest om tijdig terug te keren naar de vereiste dekkingsgraad van 105 procent. Op dat moment kwam de mogelijkheid van een verlaging van pensioenrechten (kortten) voor veel deelnemers van deze fondsen dreigend nabij.

Inmiddels is de rente weer gestegen. Op 31 december 2010 lag de 15-jaars rekenrente 110 basispunten hoger op 3,78 procent, waardoor de acute dreiging van kortingsmaatregelen fors is afgenomen¹. Niettemin blijft de financiële positie van veel pensioenfondsen – als gevolg van de verder gestegen levensverwachting en het beperkte herstel van de aandelenmarkten in 2010 – kwetsbaar.

Tegen deze achtergrond heeft de Tweede Kamer op 9 november 2010 de motie Van Dijck c.s. aanvaard die de regering verzoekt om mogelijke alternatieve risicovrije rentes te onderzoeken en de effecten op de dekkingsgraden van pensioenfondsen aan de Kamer te rapporteren (Kamerstukken II 2010/11, 32 043, nr. 17). Met dit onderzoek wordt uitvoering gegeven aan deze motie.

Hieronder worden eerst de argumenten besproken die ten grondslag liggen aan het hanteren van de voorgeschreven risicovrije rente, alsmede de punten van kritiek die hierop zijn geuit. Vervolgens wordt de wenselijkheid van een overstap- of keuzemogelijkheid voor pensioenfondsen met betrekking tot de risicovrije rente onderzocht. Tot slot wordt ingegaan op de vraag of de oplossingen rond de rekenrente die in het kader van Solvency II voor verzekeraars in discussie zijn, ook voor pensioenfondsen betekenis kunnen hebben.

Conform het verzoek van de motie is het onderzoek vooral gericht op de risicovrije rente. Dit betekent dat de volatiliteit van de dekkingsgraad en de mogelijkheden om deze te dempen slechts in beperkte mate aan de orde komen.

2. Risicovrije rentes: achtergronden en punten van kritiek

Het Financieel Toetsingskader (FTK) is erop gericht dat onvoorwaardelijke, veelal nominale pensioenverplichtingen ook daadwerkelijk worden nagekomen. Daartoe dient het vermogen van

¹ Een stijging/daling in de 15-jaars rekenrente van 1 procentpunt leidt grofweg tot een stijging/daling van 15 dekkingsgraadpunten voor een standaard pensioenfonds zonder renteafdekking.

een pensioenfonds te voldoen aan (minimum)vereisten die zijn uitgedrukt in de dekkingsgraad: de verhouding van de contante waarde van de huidige en toekomstige onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen ten opzichte van de bezittingen van het fonds. Om te voorkomen dat op voorhand een vertekening wordt ingeboekt door uit te gaan van onzekere verwachtingen over toekomstige ontwikkelingen in de rente, dienen pensioenfondsen de waarde van de onvoorwaardelijke verplichtingen te bepalen aan de hand van risicovrije rentes. Zekere toezeggingen vereisen discontering tegen een zekere, dat wil zeggen risicovrije rente. Sinds de invoering van het FTK hanteren pensioenfondsen als risicovrije rentes de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur die is afgeleid van de interbancaire swapmarkt. Voor de swapcurve² is destijds bewust gekozen vanwege ondermeer het (vrijwel) ontbreken van kredietrisico, de doorgaans grote liquiditeit en de aanwezigheid van rentes voor relatief lange looptijden. Dit had en heeft brede steun. Zo hebben de pensioenkoepels recent aangegeven in een reactie op de evaluatie van het FTK dat zij de swapcurve nog steeds 'de meest geschikte' curve vinden³. Ook de Vereniging voor Beleggingsanalisten (VBA) onderschrijft dit⁴. Het Actuariel Genootschap (AG) stelt dat de swapcurve 'onder de huidige marktomstandigheden (eind 2009) de voorkeur heeft', maar geeft daarbij aan dat een andere curve bij veranderende marktomstandigheden het meest geschikt kan zijn⁵. Ook de beleidsagenda van de Pensioenfederatie stelt dat DNB bij crisissituaties moet overwegen welke curve de risicovrije rente het best weergeeft⁶.

Desalniettemin is er kritiek op het voorgeschreven gebruik van de swapcurve. Daarbij wordt vaak gewezen op een viertal factoren. Een eerste factor betreft het monetaire beleid dat zou hebben bijgedragen aan de daling van de rente. Voorts zou de relatieve daling van de staart van de swapcurve erop duiden dat er meer vraag is naar het afdekken van langlopende verplichtingen dan het aanbod kan honoreren. Op de derde plaats wordt gewezen op de vlucht in kwaliteitspapier die vooral in reactie op de Europese schuldencrisis manifest werd. En, tot slot, wijst men op de volatiliteit van de swapcurve die weerspiegeld wordt in volatiele dekkingsgraden. Een vraag daarbij is wel of deze punten van kritiek alleen de swapcurve betreffen of ook gelden voor alternatieve risicovrije rentecurven.

Invloed monetair beleid

Indicaties voor de invloed van het monetaire beleid, dat via de korte rente gestalte krijgt, kunnen worden ontleend aan figuur 1. Deze figuur toont allereerst tot ver in 2005 een dalende trend in de rentes voor looptijden langer dan 1 jaar. De 1-jaars rente blijft daarbij stabiel. Daarna treedt een forse stijging op in de 1-jaars rente, die niet of nauwelijks gepaard gaat met eenzelfde ontwikkeling van de lange rente.

² Daar waar gesproken wordt over swapcurve, wordt bedoeld zero coupon curve afgeleid van swaprentes.

³ *Reactie van de pensioenkoepels op de kabinetsvoornemens naar aanleiding van de evaluatie van het FTK*, VB, UvB en OPF, 11 september 2010.

⁴ *Het toezicht op pensioenbeleggingen, aanbevelingen van de VBA voor het FTK*, VBA, 22 februari 2010.

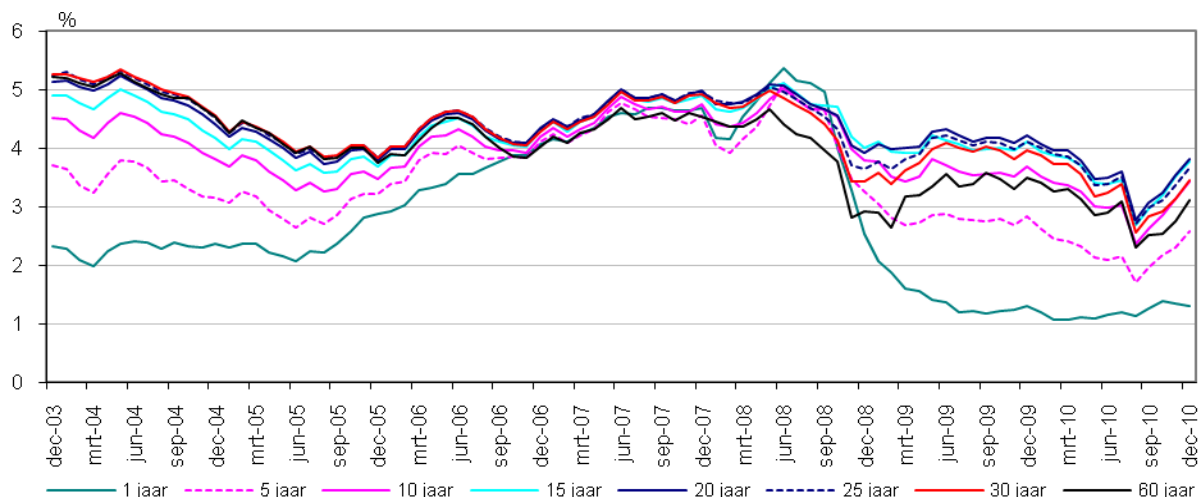
⁵ *Principes voor de Rentetermijnstructuur "Dé juiste curve bestaat niet"*, Actuariel Genootschap & Actuariel Instituut, 2009.

⁶ Beleidsagenda 2010-2014, Pensioenfederatie, 15 november 2010.

In de tweede helft van 2009 vertoont de rentetermijnstructuur een terugkeer naar meer stabiele verhoudingen die vergezeld lijkt te gaan van een hervatting van de dalende trend die zichtbaar is in de jaren tot 2006. Opvallend is ook de scherpe daling van de langere rentes in augustus 2008 die sindsdien voor een belangrijk deel ongedaan is gemaakt, terwijl de lange rente nog fors beneden het oude niveau ligt.

Concluderend kan gesteld worden dat de korte rente bewegingen vertoont die de invloed van het monetaire beleid weerspiegelen. Veel moeilijker is hard te maken dat het monetaire beleid de dominante verklaring is voor de ontwikkelingen van de lange rente, en daarmee voor de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Overigens was het monetaire beleid de laatste jaren gericht op financiële stabiliteit. Dat was niet alleen goed voor banken; ook pensioenfondsen hebben belang bij financiële stabiliteit.

Figuur 1 Rentetermijnstructuur naar looptijd, absolute niveaus



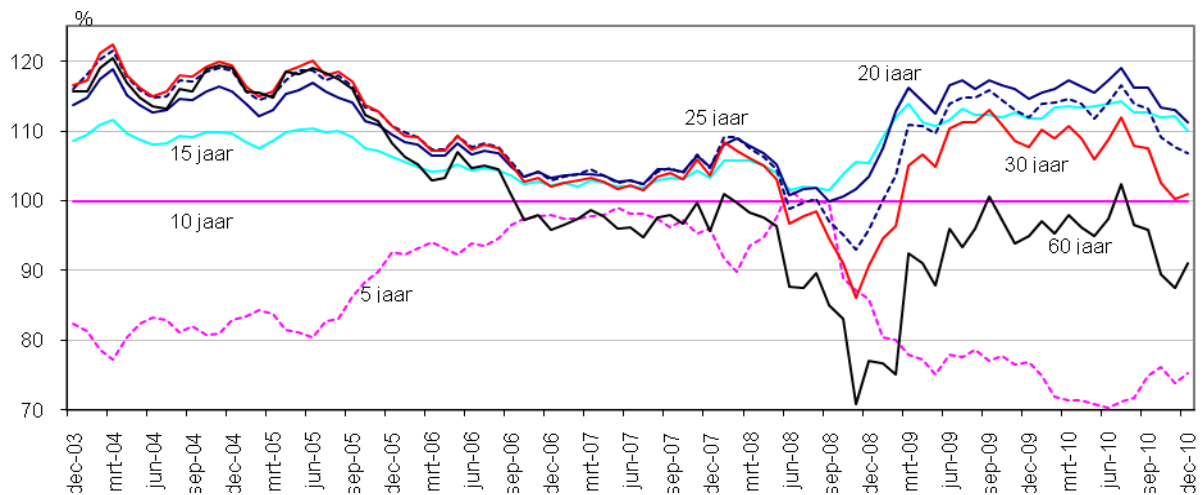
Bron: DNB.

Relatieve daling swaprente voor langere looptijden

Figuur 2 geeft dezelfde rentetermijnstructuur, maar nu relatief ten opzichte van de 10-jaars swaprente. Beter dan figuur 1 toont deze grafiek de marktverstoring die zich in het vierde kwartaal van 2008⁷ heeft voorgedaan. De figuur laat ook zien dat de rentetermijnstructuur na 2005 geleidelijk aan is veranderd. Tot en met 2005 wordt de hoogste rente behaald voor looptijden van 30 jaar, terwijl langere looptijden daar nauwelijks voor onderdoen. Dit beeld sluit aan bij een gangbare theorie van de kapitaalmarktrente waarvoor geldt: hoe langer de looptijd hoe hoger de rente.

⁷ Als gevolg van de ontwikkelingen rond Lehmann Brothers.

Figuur 2 Rentetermijnstructuur naar looptijd, relatief ten opzichte van 10-jaars rente



Bron: DNB.

Vanaf 2006 komt de 60-jaars rente steeds meer onder de 30-jaars rente te liggen. In de loop van 2008 dalen ook de 30- en 25-jaars rente steeds duidelijker tot onder de 20-jaars rente. In het vierde kwartaal van 2008 is sprake van een marktverstoring met gebrek aan liquiditeit voor het afdekken van langlopende verplichtingen die DNB reden heeft gegeven om de forward curve te fixeren op het niveau van t+5. Sindsdien blijkt dat de rentes voor langere looptijden structureel lager zijn komen te liggen in vergelijking met de situatie in de jaren tot 2006.

Het is echter twijfelachtig of de ontwikkeling na de jaarwisseling van 2008 op 2009 het gevolg is van marktverstoring. Zo zou deze bijvoorbeeld kunnen samenhangen met het inprijzen van het risico op een Japan-scenario. Volgens de marktsegmentatie theorie wordt het renteniveau in een evenwichtsituatie voor een bepaalde looptijd bepaald door de vraag en het aanbod van instrumenten met die specifieke looptijd. Daardoor is het heel goed mogelijk dat het renteniveau voor een langere looptijd onder het renteniveau van een kortere looptijd ligt (met meer vraag dan aanbod op looptijd 30 dan op looptijd 20 het geval is)⁸. Dit sluit tevens aan bij de bevindingen van DNB dat veel spelers in de markt, zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars, dezelfde posities willen innemen. Dit duidt nog niet direct op marktverstoring. Daarvoor is de vraag cruciaal of er nog steeds adequate prijsvorming plaatsvindt. Een marktverstoring treedt pas op indien de liquiditeit zo sterk terugvalt dat er niet of nauwelijks meer gehandeld wordt in bepaalde looptijden. Van een andere kant moet worden opgemerkt dat de markt voorbij een zekere looptijd van karakter verandert: voor de kortere looptijden is vooral sprake van een rentemarkt waarop verplichtingen met verschillende looptijden tegen elkaar worden geruild. Factoren als tijdsvoorkeur zorgen hier voor een stijgend verloop van de rentecurve. Bij de langere looptijden krijgt de markt veel meer het karakter van een risicomarkt die zich minder leent voor arbitrage.

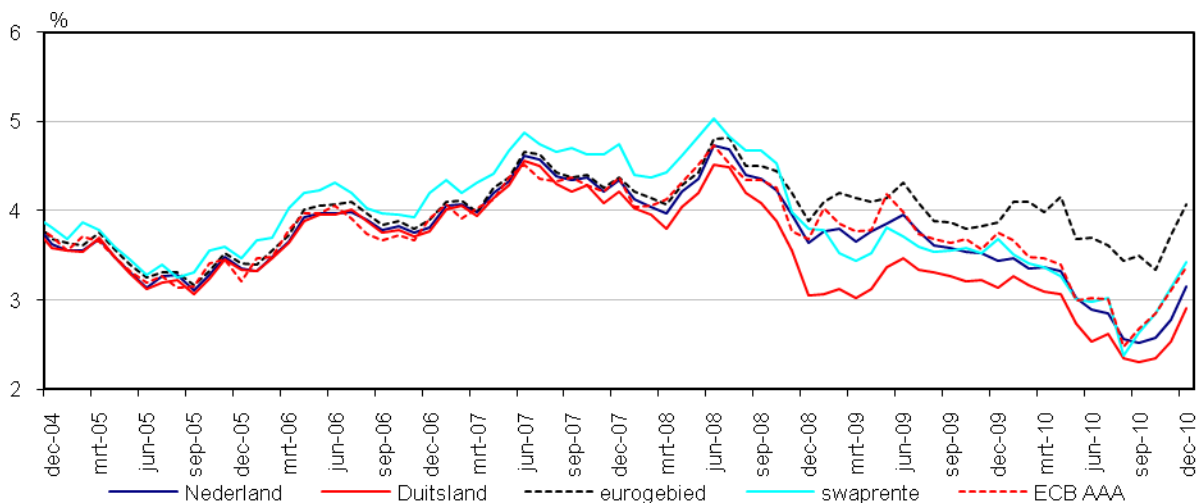
⁸ Het verschijnsel dat de rente voor een langere looptijd onder de rente voor een kortere looptijd ligt is niet uitzonderlijk en wordt in de literatuur in verband gebracht met een 'convexity bias'. De oorzaak van het verschijnsel dat prijzen voor kort- en langlopende rente-instrumenten (obligaties en renteswaps) verschillend kunnen reageren op een gelijke renteverandering is gelegen in van elkaar afwijkende niet-lineaire relaties tussen de prijs en de rente van de verschillende rente-instrumenten.

In dit verband moet nog worden gewezen op een ander punt dat door de focus op kortetermijnherstelplannen onderbelicht is gebleven. Bij de evaluatie van langetermijnherstelplannen is gebleken dat een voorzien voorspoedig verloop van het lange termijnherstelplan tegen het einde van de herstelperiode kan worden afgebroken⁹, omdat de voorziene dekingsgraad onder het afgesproken herstelpad komt te liggen. De daling van het lange einde van de swapcurve zorgt voor een dalend verloop van de forward curven waardoor de toekomstige contante waarde van de verplichtingen tegen het einde van de herstelperiode toeneemt. In haar Nieuwsbrief Pensioenen van februari 2011 geeft DNB aan hoe pensioenfondsen deze situatie kunnen oplossen door gebruik te maken van hun discretionaire bevoegdheden.

Vlucht in kwaliteitspapier

Figuur 3 laat zien dat tot in 2007 de rente op 10-jarige Nederlandse staatleningen weinig verschilt van de Duitse rente. De gemiddelde rente in het eurogebied ligt in deze periode eveneens slechts weinig hoger. In de loop van 2008 worden de verschillen echter groter. En blijven ze groot in de eerste helft van 2009. Daarna wordt het verschil tussen de Nederlandse en Duitse rente weer kleiner, terwijl het verschil tussen de Nederlandse rente en de gemiddelde rente van het eurogebied juist toeneemt. Vooral in augustus 2010 loopt het verschil fors op toen er onder invloed van de schulden crisis sprake was van een vlucht in vooral Duitse staatsobligaties.

Figuur 3 Rente 10-jarige staatsleningen en 10-jaars swaprente



Bron: DNB, ECB.

Figuur 3 laat ook zien dat de interbancaire 10-jaars swaprente vele jaren achtereen boven de rente op staatsobligaties heeft gelegen. Eerst in november 2008 daalt deze swaprente tot onder de gemiddelde rente op 10-jarige staatsobligaties in het eurogebied. In februari 2009 komt de swaprente ook onder de Nederlandse rente. Daarmee lijkt de swaprente vooral de ontwikkeling van de Duitse rente op staatsobligaties te volgen.

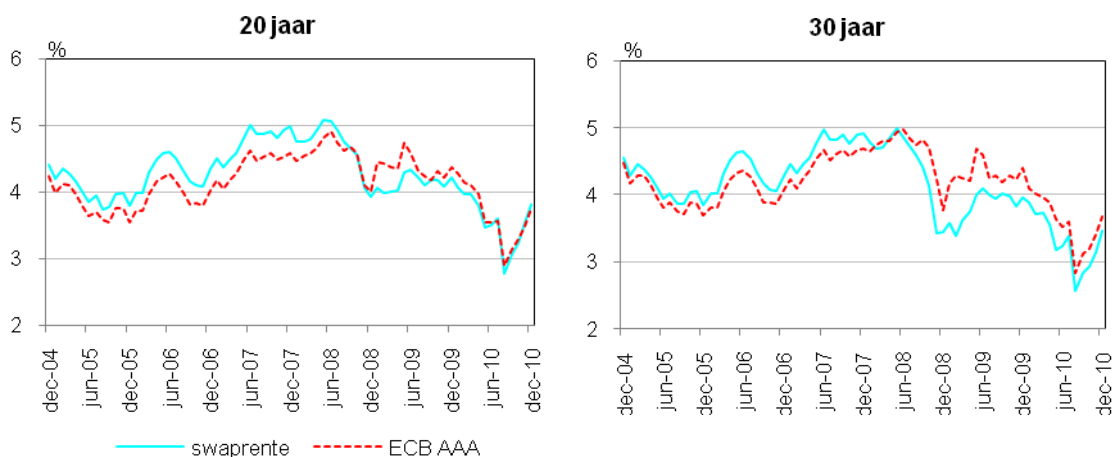
In het algemeen is een vlucht in kwaliteitspapier geen slechte ontwikkeling, maar een gevolg van het functioneren van verschillende markten en voorkeuren van beleggers hierin. De ontwikkeling

⁹ Zie Pensioenfederatie, Position paper, 28 januari 2011.

geeft ook geen argumenten tegen het gebruik van de swapcurve. De observatie dat de swapcurve de ontwikkeling van de Duitse rente op staatsleningen volgt spreekt juist in het voordeel, namelijk een vergelijkbaar functionerende swapmarkt. Bovendien wordt het Duits staatspapier gekenmerkt door het lage kredietrisico dat is ingeprijsd. Het is echter de vraag hoe lang marktprijzen onder invloed blijven van een vlucht in kwaliteitspapier.

Figuur 3 geeft tevens de 10-jaars rente van de in de motie Van Dijck c.s. genoemde ECB AAA rentecurve die is afgeleid van de AAA staatsobligaties van de landen binnen het eurogebied. Na een vrijwel identiek verloop met de rente op staatsobligaties komt deze rente in het begin van 2009 boven de 10-jaars swaprente te liggen. Na het midden van 2010 lopen beide rentes nagenoeg parallel. Opvallend is de relatief forse daling van beide rentes in augustus 2010. Hierbij moet worden bedacht dat het bij de getoonde rentes op staatsobligaties gaat om maandgemiddelden en bij de swapcurve en de ECB AAA om maand ultimocijfers. De 10-jaars ECB AAA kwam op 31 augustus uit op 2,48 procent. Het gemiddelde over deze augustus maand bedroeg 2,71 procent.

Figuur 4 Swaprente en ECB AAA voor looptijden van 20 en 30 jaar



Bron: DNB, ECB.

Uit figuur 4 blijkt dat de swaprente en de ECB AAA voor looptijden van 20 jaar een vergelijkbare relatieve ontwikkeling laten zien als bij looptijden van 10 jaar. Bij de rente voor looptijden van 30 jaar valt op dat de swaprente in 2008 sterker is gedaald dan de ECB AAA, terwijl het verschil tussen beide rentes ook in latere jaren blijft bestaan. Dit illustreert dat de swapmarkt voor langere looptijden meer het karakter heeft van een risicomarkt dan de markt voor ECB AAA producten.

Volatiliteit dekkingsgraad

In voetnoot 1 is aangegeven dat een daling/stijging van 1 procentpunt in de 15-jaars swaprente voor een standaard pensioenfonds zonder renteafdekking leidt tot een daling/stijging in de dekkingsgraad van ongeveer 15 procentpunt. In de loop van 2010 is de swaprente aanvankelijk met circa een procentpunt gedaald. Inmiddels is de swaprente weer met meer dan een procentpunt gestegen.

Uit figuur 3 blijkt echter dat de beweging van de swaprente parallel verloopt met die van andere rentes. Zo kent ook de ECB AAA rente eenzelfde volatiliteit. Om de ongewenste gevolgen op de ontwikkeling van de dekkingsgraad weg te nemen staan andere mogelijkheden open die in het kader van de herziening van het FTK uitgewerkt zullen worden.

Conclusie

De volatiliteit in de rentes op de kapitaalmarkten wordt door de toepassing van marktwaardering weerspiegeld in de dekkingsgraden van pensioenfondsen. De ontwikkelingen in de markt geven aanleiding om nauwgezet te kijken naar de gevolgen van deze volatiliteit op de waardering van verplichtingen van pensioenfondsen in relatie tot hun lange termijn doelstellingen. Op basis van bovenstaande analyses kan echter niet worden gesteld, dat er sprake is van marktverstoringen in de kapitaalmarkt in het algemeen en de swapmarkt in het bijzonder die (structureel) ingrijpen in het gebruik van de swapcurve zouden rechtvaardigen.

3. Alternatieve risicovrije rentes: de ECB AAA curve

Bij het onderzoek naar alternatieve risicovrije rentes, zoals de ECB AAA curve, speelt de parallel met verzekeraars een rol. Verzekeraars gebruiken voor de waardering van verzekeringsverplichtingen in de toereikendheidstoets in beginsel dezelfde curve als pensioenfondsen, maar hebben op grond van de Wet financieel toezicht (Wft) een mogelijkheid om af te wijken en daarvoor toestemming te vragen aan DNB voor het gebruik van een andere curve.¹⁰ DNB heeft daartoe een aantal uitgangspunten ontwikkeld en in een publicatie vastgelegd¹¹, zoals de eis dat de rentecurve vrij moet zijn van kredietrisico en moet beschikken over voldoende mate van liquiditeit. DNB heeft daarbij aangegeven dat de ECB AAA curve aan deze criteria voldoet en door verzekeraars als alternatief kan worden gebruikt voor de swapcurve. Hierbij moet wel sprake zijn van een bestendige gedragslijn, zodat *cherry picking* niet mogelijk is.

Indien de voor verzekeraars op dit moment geldende uitgangspunten¹² met betrekking tot de rentetermijnstructuur ook gaan gelden voor pensioenfondsen, voldoen in de praktijk slechts twee curves aan de vereisten: de swapcurve en de ECB AAA curve. Overige curves voldoen niet aan de door DNB geformuleerde eisen. Zo is de corporate bond curve (i) niet vrij van kredietrisico, (ii) zeer gevoelig voor marktverstoringen en (iii) niet direct waarneembaar¹³, terwijl de collateralized AAA curve beschikt over onvoldoende liquiditeit, vooral bij looptijden boven de 15 jaar. Ook het AG komt tot deze conclusie¹⁴.

¹⁰ Zie de regeling solvabiliteitsmarge en technische voorzieningen, artikel 3:2, lid 2.

¹¹ Open Boek: <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/vz/40-191791.html>. Zie ook tabel 1.

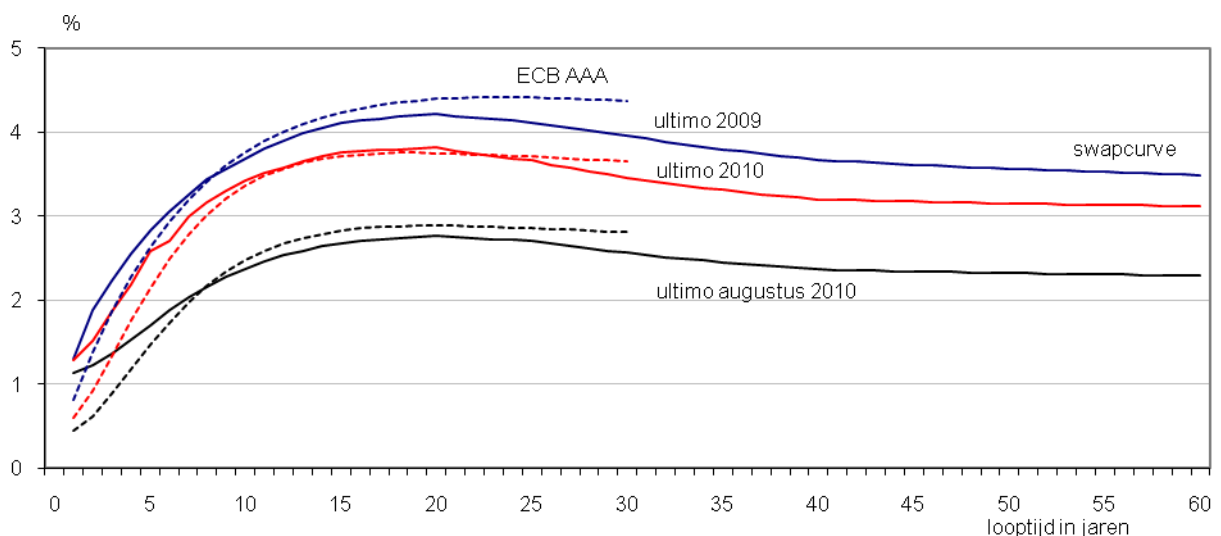
¹² Met de invoering van Solvency II zullen deze uitgangspunten worden aangepast.

¹³ Het is namelijk niet eenduidig vast te stellen op basis van welke bedrijfsobligaties de gepubliceerde rentes zijn vastgesteld.

¹⁴ *Principes voor de Rentetermijnstructuur "Dé juiste curve bestaat niet"*, Actuarieel Genootschap & Actuarieel Instituut, 2009.

De ECB AAA curve wordt sinds september 2004 op dagbasis door de ECB gepubliceerd¹⁵. De curve heeft een looptijd tot 30 jaar. Aangezien AAA staatsobligaties niet voor alle looptijden worden uitgegeven, vallen de rendementen op veel looptijden niet direct in de markt te observeren. Inter- en extrapolatie van ontbrekende renteniveaus vindt plaats via een niet-lineaire regressie techniek (de Svensson-methode). Aangezien de ECB AAA curve uitsluitend is gebaseerd op AAA staatsobligaties uitgegeven in de eurozone, voldoet deze curve in hoge mate aan de risicovrije eis. Daarnaast houdt de ECB bij de selectie van obligaties rekening met een voldoende mate van liquiditeit en het voorkomen van technische afwijkingen in de koersvorming.¹⁶ Op dit moment vallen alleen staatsobligaties uit Duitsland, Frankrijk, Nederland, Oostenrijk binnen de geldende criteria. In combinatie met het betrouwbare en realistische karakter voldoet de ECB AAA curve aan de door DNB geformuleerde uitgangspunten en kan de curve als een representatieve benadering van de risicovrije rentetermijnstructuur worden beschouwd.

Figuur 5 Swapcurve (60 jaar) en ECB AAA curve (30 jaar)



Bron: DNB, ECB.

Zoals figuur 5 laat zien zijn de swapcurve en de ECB AAA curve in de loop van 2010 gedaald totdat in augustus een dieptepunt werd bereikt. Sindsdien is de daling goeddeels ongedaan gemaakt. Steeds geldt dat de ECB AAA curve voor langere looptijden een hogere rente geeft dan de swapcurve. Voor kortere looptijden geldt het omgekeerde. Het snijpunt van beide curven ligt bij ongeveer 10 jaar. Het verschil in ligging kan samenhangen met verschillen in liquiditeitspremie en/of premie voor kredietrisico.

Het feit dat de ECB AAA rentecurve voor lange looptijden boven de swapcurve ligt zou bij pensioenfondsen kunnen leiden tot een voorkeur voor de ECB AAA curve. Indien deze markt, die duidelijk minder liquide is dan de swapmarkt, gebruikt gaat worden voor het afdekken van

¹⁵ De ECB curve is net als de swapcurve een nul-coupon curve, die is afgeleid van nul-coupon en vaste coupon AAA-staatsobligaties in de Euro zone. Aan de hand van gepubliceerde yield to maturities en een model wordt zo een nul coupon curve geschat voor looptijden tot en met 30 jaar. Zie ook http://www.ecb.int/stats/money/yc/html/technical_notes.pdf.

¹⁶ De mate van liquiditeit wordt door de ECB gewaarborgd door alleen obligaties op te nemen met een minimaal uitstaande grootte van 5 miljard euro en een bid-ask spread kleiner dan 3 basispunten.

renterisico's zou een toenemende vraag op deze markt een neerwaarts effect op de rente voor lange looptijden kunnen hebben¹⁷.

Overigens zijn zowel de swapcurve als de ECB AAA curve, zeker voor middellange looptijden, de afgelopen jaren onderhevig geweest aan de nodige volatiliteit. Figuur 6 laat zien dat de dagkoersen van de 30-jarige rente van beide curven vooral aan het eind van 2008 sterk fluctueerden. Vóór de financiële crisis lag deze swaprente gemiddeld 25 basispunten boven de ECB AAA rente. Sinds medio 2008 is er echter sprake van een negatief verschil dat recent is teruggelopen tot ongeveer 11 basispunten per 31 januari 2011. Daarmee toont de 30-jarige swaprente ten opzichte van de 30-jarige ECB AAA rente een vergelijkbare relatieve daling die ook binnen de swapcurve kan worden waargenomen, zoals blijkt uit figuur 2.

Figuur 6 Swaprente en ECB AAA rente voor 30 jarige looptijden, dagbasis



Bron: ECB, Bloomberg.

Figuur 6 laat zien dat het gebruik van de ECB AAA curve in 2006 en 2007 zou resulteren in een lagere dekkinggraad dan bij toepassing van de swapcurve. Dit kan in de toekomst weer voorkomen¹⁸. Duidelijk is ook dat een overgang op de ECB AAA curve de volatiliteit in de rente niet wegneemt.

4. Keuzemogelijkheid voor pensioenfondsen

In reactie op de motie Van Dijck c.s. kan overwogen worden om pensioenfondsen (in lijn met de huidige DNB-beleidsregels voor verzekeraars die gelden tot Solvency II eind 2012 wordt ingevoerd)

¹⁷ Volgens BlackRock zijn de verplichtingen van Nederlandse pensioenfondsen met een looptijd van 20 jaar en langer relatief groot ten opzichte van de marktwaarde van de uitstaande EMU AAA-staatsleningen. Door de beperkte omvang van de ECB AAA markt voor lange looptijden kan volgens BlackRock meer vraag naar het afdekken van renterisico's ook hier leiden tot een relatieve rentedaling. Zie: Valuing Dutch FTK pension liabilities: government versus swap curves, November 2010.

¹⁸ Deze mening wordt gedeeld door BlackRock (op. cit.). BlackRock wijst erop dat swapcurves historisch gezien iets hoger liggen dan de curves ontleend aan AAA-staatsobligaties. In het rapport van BlackRock wordt gesteld dat velen verwachten dat deze 'normale' relatie zal terugkeren.

de keuzemogelijkheid te bieden tussen de swapcurve en de ECB AAA curve voor het disconteren van verplichtingen. In deze paragraaf wordt ingegaan op de praktische implicaties, de mogelijke impact op de dekkingsgraden van pensioenfondsen en de praktische vormgeving van een keuzemogelijkheid.

4.1 Voor- en nadelen van overstap- of keuzemogelijkheid ECB AAA curve

Het bieden van een overstap- of keuzemogelijkheid aan pensioenfondsen met betrekking tot de ECB AAA curve heeft voor- en nadelen.

Voordelen

Enkele voordelen zijn:

- De maatregel kan onrust onder pensioenfondsen met betrekking tot (mogelijke) marktverstoringen rond vooral de rentes voor lange looptijden verminderen.
- Empirisch is de volatiliteit in de lange AAA rente de afgelopen jaren iets lager geweest dan in de swaprente¹⁹. Dit hoeft overigens niet noodzakelijkerwijs zo te blijven in de toekomst.
- Het bieden van een keuzemogelijkheid geeft pensioenfondsen de optie die curve te kiezen waar zij, gezien de marktomstandigheden en de specifieke kenmerken van het fonds, in wensen te hedgen (dit wil zeggen het afdekken van een financieel risico van een investering met een andere investering). Ten opzichte van de huidige situatie heeft dit op sectorniveau het voordeel dat er gediversificeerd kan worden naar meerdere hedge-instrumenten (swaps en overheidsobligaties), waarmee mogelijke verstoringen in de specifieke marktsegmenten verminderd worden. Dit kan de kritiek verminderen dat fondsen zich gedwongen voelen om renterisico's in de swapmarkt af te dekken en daarmee de pro-cycliciteit binnen deze markt versterken²⁰. Gezien de relatief beperkte omvang van de ECB AAA markt is het de vraag in hoeverre een keuzemogelijkheid dit effect wezenlijk zal verminderen²¹.

Nadelen

Anderzijds speelt ook een aantal praktische implicaties een belangrijke rol, namelijk (zie tabel 1):

- Hoewel de mate van liquiditeit van beide markten (zeker voor lange looptijden) lastig valt te achterhalen, wordt de swapmarkt veelal het meest liquide geacht. Immers, in tegenstelling tot de swapmarkt, is de markt voor AAA staatsobligaties in beginsel gelimiteerd qua omvang. Het is dan ook goed mogelijk dat pensioenfondsen, indien ze zich massaal gaan hedgen in de markt voor staatsobligaties, een zichtbaar effect in de ECB markt tot gevolg kunnen hebben. Overigens geven marktpartijen wel aan dat de liquiditeit in de swapmarkt in tijden van stress sterk terugvalt, waardoor de markt beweegt als gevolg van relatief beperkte handelstransacties²².

¹⁹ De gemiddelde dagelijkse volatiliteit bij een looptijd van 30 jaar gemeten over de periode 1 januari 2007 tot 1 november 2010 bedroeg 4,7 basispunten in de ECB markt versus 5,4 basispunten in de swapmarkt.

²⁰ Fondsen kunnen op dit moment hun renterisico afdekken via swaps, wat zich vertaalt in een vraag naar swaps en daarmee leidt tot een lagere swaprente. Deze daling in de swaprente resulteert in een verslechtering van de financiële positie van fondsen, die daardoor hun renterisico verder willen afdekken. Dit leidt weer tot meer vraag naar swaps.

²¹ De ECB AAA markt behelst momenteel circa 190 miljard euro uitstaande schuld met een looptijd boven de 20 jaar.

²² Hierbij moet worden gedacht aan flows met een tegenwaarde van 50 tot 100 miljoen euro die uitslagen van 10 tot 15 basispunten aan beweging in het lange einde van de swapcurve teweeg kunnen brengen.

- Het is voor pensioenfondsen efficiënter om het renterisico af te dekken in de swapmarkt dan in de ECB AAA markt, aangezien voor lange looptijden swaps veel makkelijker beschikbaar zijn dan staatsobligaties. Immers, langlopende AAA staatsobligaties worden voor een beperkt aantal looptijden uitgegeven en het aanbod is bovendien schaars omdat slechts zes landen binnen het eurogebied over een AAA-rating beschikken. Daarnaast vereist het afdekken van het renterisico tegen de ECB AAA curve regelmatige herallocaties om het wisselende mandje van staatsobligaties waar de curve op is gebaseerd te repliceren.

Tabel 1 Principes DNB bij beoordeling rentetermijnstructuur²³

Principes en uitwerking:	Swapcurve	ECB AAA curve:
<u>(i) Risicovrij:</u> - De curve moet risicovrije kasstromen weergeven; - Onafhankelijk zijn van beleid of financiële positie van verzekeraar of pensioenfonds;	- Swapcurve is (nagenoeg) risicovrij; - Enorme omvang swapmarkt resulteert in beste benadering van onafhankelijkheid;	- ECB curve is (nagenoeg) risicovrij; - Grote omvang markt leidt tot goede benadering van onafhankelijkheid;
<u>(ii) Realistisch en (iii) liquide voor alle looptijden:</u> - Curve moet direct en dagelijks waarneembaar of af te leiden zijn vanuit de markt; - Observeerbaar en zonder interpretatie beschikbaar zijn voor relevante looptijden;	- Swapcurve is direct en dagelijks waarneembaar; - Observeerbaar voor groot aantal (ook lange) looptijden; - Geen interpretatie nodig;	- ECB curve is direct en dagelijks waarneembaar; - Observeerbaar voor beperkter aantal looptijden; - Interpretatie vereist bij looptijden boven 30 jaar.
<u>(iv) Verhandelbaar:</u> - Renterisico moet in de markt afgedekt kunnen worden;	- Swapmarkt is in beginsel de meest liquide markt; - Beschikbaar voor relevante (lange) looptijden; - Sterk verminderde liquiditeit in het lange eind bij marktstress;	- ECB markt is een liquide markt; - Beperkt beschikbaar voor relevante (lange) looptijden; - Markt in beginsel wel gelimiteerd qua omvang, dus sneller vertekende effecten;
<u>(v) Betrouwbaar en (vi) geen technische vertekeningen:</u> - De curve moet niet gevoelig zijn voor marktverstoringen, oftewel: - Geen ontwrichting door (veel) vraag en/of (weinig) aanbod, markt is voldoende toegankelijk voor vragers en/of aanbieders en frequente prijsvorming.	- Geen technische afwijkingen; - Veel vraag aan het lange eind kan markt beïnvloeden, maar van ontwrichting is geen sprake;	- Geen technische afwijkingen, wel interpretatie vereist bij looptijden boven de 30 jaar; - Veel vraag aan het lange eind zal de ECB markt waarschijnlijk sterker beïnvloeden dan swapmarkt;
<u>(vii) Proportioneel:</u> - Curve beschikbaar waartegen kleine ondernemingen (op een eenvoudige wijze) de verplichtingen kunnen verdisconteren.	- Swapcurve voldoet aan eis van proportionaliteit;	- ECB AAA markt voldoet aan eis van proportionaliteit; - Mogelijk wel enige frictie indien veel kleine partijen actief zijn in de markt;

²³ Tabel 1 beschrijft de nadere invulling van de door DNB gepubliceerde principes zoals gepubliceerd in Open Boek: <http://www.dnb.nl/openboek/extern/id/nl/vz/40-191791.html>.

- Een verplichte volledige overstap op een andere risicovrije rente kan kosten met zich meebrengen voor pensioenfondsen die het renterisico momenteel al hebben afgedekt in de swapmarkt. De ontwikkeling van beide rentes kan immers behoorlijk uiteen lopen (zie figuur 6), waardoor een overstap naar de ECB AAA curve betekent dat deze pensioenfondsen worden blootgesteld aan een basisrisico. Volgens de Pensioenfederatie kunnen de potentiële kosten al snel oplopen tot honderden miljoenen euro's voor de gehele pensioensector. Dit probleem speelt niet bij het verlenen van keuzevrijheid.
- De vergelijkbaarheid van de dekkingsgraad tussen pensioenfondsen onderling wordt moeilijker. Bij een overstap wordt ook de ontwikkeling van een individueel pensioenfonds door de tijd minder goed vergelijkbaar. Bovendien kan een consistente waardering in het kader van waardeoverdracht in het geding komen.
- Tot slot heeft de swapcurve technisch gezien meerdere voordelen ten opzichte van de ECB AAA curve. Allereerst is de maximale looptijd van de ECB AAA curve 30 jaar. Voor langere looptijden zal een veronderstelling moeten worden gemaakt omdat pensioenfondsen beschikken over verplichtingen met een langere looptijd dan 30 jaar (zie paragraaf 4.2). Verder kunnen in de ECB AAA curve rente-effecten optreden, indien een bepaald land haar AAA-rating verliest en uit de curve wordt verwijderd (of juist wordt toegevoegd). Zo leidde de recente verwijdering van Spanje direct tot een rentedaling in de curve en een substantiële trendbreuk.

Het merendeel van deze praktische implicaties heeft hoofdzakelijk betrekking op een volledige overstap op de ECB AAA curve. In geval van een keuzemogelijkheid voor pensioenfondsen werpen ze geen directe belemmeringen op. Het belangrijkste aandachtspunt is dan de technische veronderstelling die gemaakt moet worden voor looptijden langer dan 30 jaar.

4.2 Impactanalyse

Een overstap naar een alternatieve risicovrije rentecurve heeft gevolgen voor de waarde van de technische voorziening. De ECB AAA curve bestaat uit obligaties met een maximale looptijd van 30 jaar en wordt op basis van een niet-lineaire regressie techniek (Svensson methode) geconstrueerd. Voor looptijden boven de 30 jaar kan de curve worden uitgebreid door middel van drie methoden:

1. Svensson-methode, onder de veronderstelling dat het model ook geldig is voor looptijden langer dan 30 jaar;
2. Svensson-methode, waarbij wordt uitgegaan van een constante forward rente voor looptijden vanaf 30 jaar (FTK-extrapolatiemethode);
3. Smith-Wilson methodiek, waarbij rekening wordt gehouden met ingegeven marktprijzen en een vast te stellen stabiele ultimate forward rate (UFR) die van invloed wordt voorbij het laatste liquide punt van de curve.

Tabel 2 geeft de impact van een overstap op de ECB curve weer op de dekkingsgraad van een jong, gemiddeld en rijp pensioenfonds, met een initiële dekkingsgraad van 105 procent.

Onderliggende prijzen van ECB AAA obligaties zijn niet (direct) publiekelijk beschikbaar, waardoor

de Smith-Wilson methodiek niet verder is uitgewerkt²⁴. Tabel 2 laat zien dat een overstap op de ECB AAA curve per 31 december 2010 bij een gemiddeld fonds zou hebben geleid tot een stijging van de dekkinggraad met 2,1 procent als gevolg van een daling van de technische voorzieningen met 1,9 à 2 procent. Dit wordt veroorzaakt doordat de ECB curve voor lange looptijden boven de swapcurve ligt (zie figuur 7). Omdat het verschil tussen beide curven toeneemt bij langere looptijden, is het effect van een overstap voor jonge fondsen groter (3,6 procentpunt stijging dekkinggraad bij 3,3 procent minder technische voorzieningen)²⁵. De situatie per 31 december 2007 laat zien dat een overstap op de ECB curve verschillend kan uitpakken voor de financiële positie van pensioenfondsen. Destijds lag de swapcurve boven de ECB curve waardoor de technische voorzieningen van een gemiddeld fonds 4,7 procent hoger uitgekomen zouden zijn. Bij een eveneens initiële dekkinggraad van 105 procent zou de dekkinggraad dan 5,2 procentpunt zijn gedaald.

Tabel 2 Effecten overstap ECB AAA curve ten opzichte van swapcurve

	31 december 2007			31 december 2010		
	Jong fonds	Gemiddeld fonds	Rijp fonds	Jong fonds	Gemiddeld fonds	Rijp fonds
Technische voorzieningen						
Svensson-methodiek	5,3%	4,7%	3,5%	-3,3%	-1,9%	0,6%
Svensson met constante forward rente na 30 jaar	5,3%	4,7%	3,5%	-3,3%	-2,0%	0,6%
Dekkinggraad						
Svensson-methodiek	-5,9%	-5,2%	-3,8%	3,6%	2,1%	-0,6%
Svensson met constante forward rente na 30 jaar	-5,9%	-5,2%	-3,8%	3,6%	2,1%	-0,6%

Bij de keuze voor een extrapolatiemethode na 30 jaar gaat de voorkeur uit naar de Svensson-methodiek op basis van een constante forward rente na 30 jaar. Deze methode is gebaseerd op de veronderstelling dat de spotrente van morgen de onderliggende forward rente van vandaag is²⁶. Dit betreft een technische aanname over de toekomstige renteontwikkeling, waarmee een rentevisie wordt vermeden, wat van belang is voor DNB als toezichthouder en centrale bank. Verder is deze methode minder gevoelig voor een ongelijkmatig lopende rentecurve dan de standaard Svensson methode en daardoor minder volatiel²⁷.

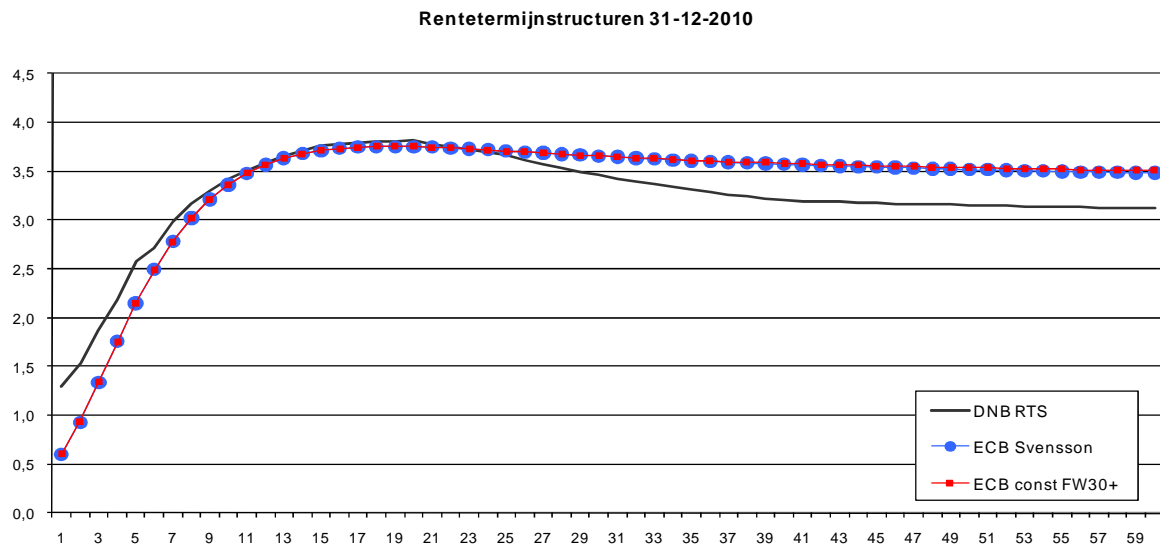
²⁴ Overigens is dit ook een praktisch probleem, omdat het in de praktijk lastig is om de Smith-Wilson methode toe te passen op de ECB AAA curve. Indicatief kunnen we stellen dat het toepassen van de Smith-Wilson methode op de ECB AAA curve op dit moment zou leiden tot een grotere impact op de technische voorzieningen van pensioenfondsen dan de Svensson-varianten.

²⁵ BlackRock (op. cit.) berekent het effect op de technische voorzieningen voor een jong fonds op -5,8%, voor een rijp fonds op -1,3% en voor een gemiddeld fonds op -2,8%. Hierbij is verondersteld dat het verschil tussen de ECB AAA curve en de swapcurve na 30 jaar gelijk is aan het verschil voor de 30-jarige rente. Indien de ECB AAA curve vanaf 30 jaar constant wordt verondersteld loopt het effect voor een jong fonds op tot -8,7%.

²⁶ Merk hierbij op dat de spotrente van morgen mede afhankelijk is van de informatie van morgen (vraag en aanbod) en daarom niet gelijk zal zijn aan de onderliggende forward rente van vandaag.

²⁷ De gemiddelde volatiliteit op jaarbasis van de 50-jaars rente bedraagt 59.6 basispunten op basis van de standaard Svensson methodiek versus 52 basispunten voor de Svensson methodiek met constante forward rente.

Figuur 7 Rentetermijnstructuur op basis van swap- en ECB AAA curve



4.3 Mogelijke vormgeving keuzeregime

Met betrekking tot de invulling van een mogelijk keuzeregime voor pensioenfondsen zou aangesloten kunnen worden bij de al geldende DNB-beleidsregels voor verzekeraars.

- Pensioenfondsen hanteren standaard de swapcurve voor de waardering van hun verplichtingen, maar krijgen de mogelijkheid om beargumenteerd en na toestemming van DNB af te wijken van de swapcurve en over te stappen op de ECB AAA curve. Feitelijk is er dus sprake van een soort van *comply or explain*.
- Er dient bij de aanvraag voor een overstap sprake te zijn van een bestendige gedragslijn. Een overstap kan niet alleen onderbouwd worden door specifieke of tijdelijke marktomstandigheden. *Cherry picking* is dus niet toegestaan.
- Een pensioenfonds kan zonder nieuwe aanvraag niet terugkeren naar de oude curve.
- Binnen een pensioenfonds kan slechts één curve worden gehanteerd. Het is dus niet mogelijk dat een pensioenfonds haar verplichtingen waardeert op basis van de ECB AAA curve, maar het premiebeleid baseert op de swapcurve.
- De keuzemogelijkheid zou via een beleidsregel richting de sector kunnen worden gecommuniceerd. In artikel 2, tweede lid van het besluit FTK is vermeld dat DNB een actuele rentetermijnstructuur (RTS) publiceert. Op welke wijze de RTS moet worden vastgesteld is echter niet in die bepaling aangegeven. Om pensioenfondsen de mogelijkheid te geven over te stappen op de ECB AAA curve hoeft geen aanpassing in de wet of het besluit FTK plaats te vinden. Wel zou DNB naast de huidige RTS een alternatieve curve op basis van de ECB AAA curve moeten publiceren.

Hoewel de aansluiting bij de huidige keuzemogelijkheid voor verzekeraars duidelijk minder nadelen kent dan een volledige overstap op een andere risicovrije rente, zijn de nadelen niet geheel afwezig. Zo kan de vereiste bestendige gedragslijn verhinderen dat pensioenfondsen tijdelijk naar

de ECB AAA curve kunnen uitwijken indien de marktomstandigheden daartoe aanleiding geven²⁸. In het kader van Solvency II wordt overwogen om een dergelijke uitwijk onder omstandigheden voor verzekeraars voor te schrijven.

5. Ultimate Forward Rate (UFR)

In de vorige paragraaf is gewezen op de mogelijkheid om de ECB AAA curve voor looptijden voorbij het laatste liquide punt van de curve (tussen de 15 en 30 jaar) te extrapoleren aan de hand van een stabiele UFR. In lijn daarmee kan ook worden overwogen om de swapcurve te extrapoleren. Een dergelijke methodiek maakt deel uit van de huidige Solvency II voorstellen voor de rentetermijnstructuur die alle Europese verzekeraars met het van kracht worden van Solvency II in 2013 zullen gaan gebruiken. Deze voorstellen worden onder andere door EIOPA besproken.

Solvency II voorstellen reiken verder dan alleen UFR

Naast de UFR omvatten de Solvency II voorstellen ook de introductie van een illiquiditeitspremie: een opslag op de risicovrije rente op het liquide deel van de rentecurve. Doorgaans zal deze premie nul zijn. De premie wordt pas positief in tijden van stressvolle financiële markten, zoals na de val van Lehman Brothers in september 2008. Toen viel de handel in liquide obligaties opeens stil. De marktwaarden van deze obligaties zakten fors, vanwege stijgende liquiditeitspremies. Met de voorgestelde illiquiditeitspremie op de risicovrije rente wordt beoogd om de waardedaling aan de actiefzijde van de balans te mitigeren door ook een waardedaling aan de verplichtingenkant van de balans te organiseren.

Los van de waarde die dit voorstel voor verzekeraars zou kunnen hebben in het voorkomen van overreacties op de korte termijn, roept het vragen op waaronder de vraag op of de illiquiditeitspremie zich leent voor toepassing bij pensioenfondsen. De opslag op de risicovrije rente beoogt vooral rust te creëren in stressvolle financiële omstandigheden door de balans in evenwicht te houden. Dat kan ook rust geven aan de ontwikkeling in de dekkingsgraad van pensioenfondsen, maar doet afbreuk aan de functie van de dekkingsgraad als thermometer. Door een tijdelijke opslag op de risicovrije rente kan bijvoorbeeld niet goed worden beoordeeld of zonder die opslag aan de vereisten van het (minimaal) vereist eigen vermogen wordt voldaan. Daarenboven gelden voor pensioenfondsen langere hersteltermijnen dan voor verzekeraars. Deze hersteltermijnen zijn mede bedoeld om perioden van tijdelijke liquiditeitsverstoringen te overbruggen.

Gezien de verreikende implicaties en het doel van dit onderzoek dat vooral is gericht op alternatieve risicovrije rentes blijft deze afwijkingmogelijkheid van de risicovrije rente hier verder buiten beschouwing. De illiquiditeitspremie kan wel worden meegenomen in een inventarisatie van de mogelijkheden om de volatiliteit van de dekkingsgraad van pensioenfondsen te dempen.

De UFR voorstellen

In de huidige voorstellen voor Solvency II (in de Quantitative Impact Study 5 (QIS 5) en de uitwerking van de detailregels onder de Solvency II richtlijn) wordt de berekeningsmethodiek voor de swapcurve aangepast. Voor looptijden langer dan 15 à 30 jaar wordt de rentecurve

²⁸ Deze uitwijkmogelijkheid moet overigens worden onderscheiden van de discretionaire bevoegdheid van DNB om de swapcurve in geval van marktverstoringen aan te passen (zie ook bijlage 1). In geval van een keuzemogelijkheid zal DNB ook de bevoegdheid krijgen om bij marktverstoringen de ECB AAA curve aan te passen.

geëxtrapoleerd naar een UFR die voor het gebruik in QIS 5 is vastgesteld op 4,2 procent voor de zeer lange looptijden. Deze UFR is gebaseerd op een verwachte inflatie van 2 procent en een verwachte reële rente van 2,2 procent. Dat is gelijk aan het rendement dat sinds 1950 is gerealiseerd²⁹.

In zijn advies aan de Europese Commissie baseert EIOPA zich op de studies van Dimson, Marsh en Staunton die ook ten grondslag liggen aan het advies van de Commissie Parameters van juni 2009. In dit advies wordt erop gewezen dat het rendement op staatsobligaties in de periode na 1950 opwaarts is beïnvloed door de hoge reële rendementen die na 1980 zijn behaald als gevolg van de trendmatige daling van de nominale rente. De Commissie Parameters is daarom in zijn advies, dat weliswaar verdeeld is over de maximaal in te rekenen rendementen op risicovolle beleggingen, unaniem van mening dat een risicovrij rendement van maximaal 3,5 à 4 procent nominaal voor de komende jaren als realistisch moet worden beschouwd³⁰. Hierbij is aangesloten bij de toen actuele rentetermijnstructuur voor looptijden van 15 jaar en rekening gehouden met beleggingen van pensioenfondsen in vastrentende waarden met een looptijd van doorgaans 5 tot 10 jaar.

In tegenstelling tot de voorgestelde illiquiditeitspremie passen de UFR voorstellen in dit onderzoek omdat hier de vraag centraal staat of de rentecurve voorbij het laatste liquide punt de best mogelijke benadering blijft vormen voor de risicovrije rente. Waar de markt het karakter krijgt van een risicomarkt kunnen spanningen op de financiële markten bij financiële instellingen met langlopende verplichtingen een extra tendens oproepen om renterisico's af te dekken waardoor rentes voor langere looptijden onder druk komen. Door extrapolatie van marktdata wil men in het kader van Solvency II voorkomen dat door dit soort processen de solvabiliteit van verzekeraars die op marktwaardering is gebaseerd, nog verder verslechtert.

Het renterisico, ook wel mismatch risico genoemd, ontstaat doordat veel verplichtingen van verzekeraars en pensioenfondsen later tot uitkering komen (een langere looptijd hebben) dan veel van de beleggingen die daar tegenover staan. Dit betekent dat die vastrentende beleggingen met een kortere looptijd in de tussentijd herbelegd zullen moeten worden, waarbij de vraag zich aandient naar de beschikbaarheid van beleggingen met voldoende (risicovrij) rendement. Voldoende om het rendement dat nu is ingerekend bij het contant maken van de verplichtingen, ook in de toekomst waar te kunnen maken. Om een mogelijke mismatch uit te sluiten kunnen verzekeraars en pensioenfondsen op de swapmarkt vragen om beleggingsproducten met een looptijd die precies aansluit bij de looptijd van de verplichtingen. Bij veel vraag op deze risicomarkt stijgt de prijs van de gevraagde beleggingsproducten waardoor de impliciete rente daalt. Deze daling komt vervolgens tot uitdrukking in de swaprente voor de betrokken lange looptijden, waardoor de volatiliteit van de langlopende verplichtingen verder kan toenemen. De rentebewegingen op deze risicomarkt kunnen echter niet worden gezien als de onbetwiste beste voorspellers van de risicovrije rente in de verre toekomst.

In Solvency II verband wordt momenteel gezien hoe middels de UFR-methodiek de volatiliteit van de langlopende verplichtingen van verzekeraars kan worden verminderd. Daarbij gaat het

²⁹ Het gerealiseerde reële rendement op staatsobligaties sinds 1900 is echter 1,7 procent per jaar.

³⁰ Advies betreffende parameters pensioenfondsen, Commissie Parameters, 21 september 2009, p. 18.

ondermeer om de verdere uitwerking van het gebruik van de UFR (moet de extrapolatie bijvoorbeeld eerder ingaan en hoe lang moet de ingroeitermijn zijn van het laatste liquide punt naar de UFR).

Bij de vraag of de UFR-methodiek zich ook leent voor toepassing bij pensioenfondsen moet allereerst worden gewezen op de essentiële verschillen tussen verzekeraars en pensioenfondsen³¹. De financiële opzet van pensioenfondsen kan door de hen kenmerkende collectiviteit en solidariteit duidelijk anders van karakter zijn dan die van verzekeraars. De risico's van pensioenen worden bijvoorbeeld gedeeld door werkgevers en werknemers en verdeeld over verschillende generaties. Bovendien heeft het bestuur van een pensioenfonds sturingsinstrumenten ter beschikking in economisch zware tijden; de premie kan worden verhoogd en de indexatie kan tijdelijk worden verlaagd. Deze mogelijkheden heeft een verzekeringsmaatschappij niet.

Los van de vraag of de markt voldoende liquide is om waar nodig 'matchend' beleggen mogelijk te maken, is het van belang dat de toekomstige onvoorwaardelijke verplichtingen middels een risicovrije rente contant worden gemaakt. Waar de markt onvoldoende functioneert, heeft DNB reeds de bevoegdheid om de rentetermijnstructuur vóór publicatie aan te passen. Bijlage 1 beschrijft hoe DNB invulling geeft aan deze bevoegdheid. Op grond van deze procedure ziet DNB thans geen verstoringen in de markt die een aanpassing van de curve rechtvaardigen. Daarnaast is er de procedure die in het kader van Solvency II gestalte krijgt, en die mede tot doel heeft te voorkomen dat de fluctuerende rentes die op de liquide rentemarkt tot stand komen zich vertalen in een (excessieve) rentevolatiliteit op de veel minder liquide risicomarkt voor het afdekken van langlopende renterisico's. De voorgestelde UFR-methodiek reikt hiervoor een oplossing aan. Zoals hierboven is aangegeven past hierbij wel de opmerking dat de rente die op de risicomarkt tot stand komt, geen onbetwiste indicator is voor de risicovrije rente op de lange termijn.

Momenteel zou een extrapolatie vanaf 30 jaar naar een UFR van 4,2 procent kunnen leiden tot een daling van de technische voorzieningen van 1,8 procent voor het gemiddelde pensioenfonds en dus een verhoging van de dekkingsgraad van circa 2 punten. Veel hangt echter af van het beginpunt van de extrapolatie en de snelheid waarmee de geëxtrapoleerde curve naar de UFR beweegt.

Voordelen gebruik UFR

Voorstanders van de UFR-methodiek zien de volgende voordelen:

- Minder pro-cycliciteit in de waardering van verplichtingen. Het voorkómen van teveel pro-cycliciteit vormt een belangrijke reden voor de in het kader van Solvency II voorgestelde extrapolatie van de swapcurve. In tijden van gespannen financiële markten kunnen verzekeraars en pensioenfondsen zich genoodzaakt zien om renterisico's af te dekken met als gevolg dat de rentes voor lange looptijden extra onder druk komen. Volgens een door de sector verzekeraars opgesteld rapport zou de rentedaling die dit risicomijdend gedrag teweeg brengt

³¹ Zie hiervoor ook het standpunt van de Pensioenfederatie in haar position paper over Solvency II: <http://www.vbportal.nl/bibliotheekvb/grp4/Position%20Paper%20Solvency.pdf>.

ervoor zorgen dat de langlopende verplichtingen van verzekeraars en pensioenfondsen hoger gewaardeerd moeten worden, met als gevolg dat de solvabiliteit verslechtert³².

- Meer stabiliteit in de waarde van de verplichtingen en daardoor minder volatiliteit in de dekkingsgraden. Door het lange (minder liquide) einde van de (fluctuerende) swapcurve vast te zetten resulteert meer stabiliteit in de waarde van de verplichtingen. De omvang van dit effect hangt echter sterk af van het beginpunt van de extrapolatie en de snelheid waarmee het geëxtrapolerde deel van de swapcurve naar de UFR toe beweegt. In Solvency II verband wordt thans bezien hoe de UFR-methodiek in detail uitgewerkt zou moeten worden om de volatiliteit zoveel mogelijk in te perken. Door meer stabiele verplichtingen resulteert ook minder volatiliteit in de dekkingsgraden.
- Minder problemen aan het einde van langetermijnherstelplannen. Volgens de Pensioenfederatie kan als gevolg van het niet mogen fixeren van de forward curve op het lange einde (na 20 jaar) de situatie ontstaan dat het langetermijnherstelplan eerst voldoende herstel laat zien, om vervolgens aan het einde van de periode weer te verslechteren³³. Extrapolatie zou een dergelijke situatie kunnen voorkomen.
- Meer rust in het risicomanagement met betrekking tot de lange termijn risico's. Deze zijn weliswaar moeilijk voorspelbaar, maar bij toepassing van de Solvency II voorstellen rond de UFR zouden pensioenfondsen in de toekomst mogen rekenen met een rendement afgeleid van de geëxtrapolerde swapcurve.
- De UFR voorkomt dat pensioenfondsen zich rijk rekenen indien de rente op de liquide rentemarkt stijgt tot boven de UFR. Voor de langlopende verplichtingen blijft dan de UFR gelden.
- Aansluiting bij de voorstellen die thans overwogen worden in het kader van Solvency II voor verzekeraars.

Nadelen gebruik UFR

Het gebruik van een UFR voor pensioenfondsen kent echter ook bezwaren:

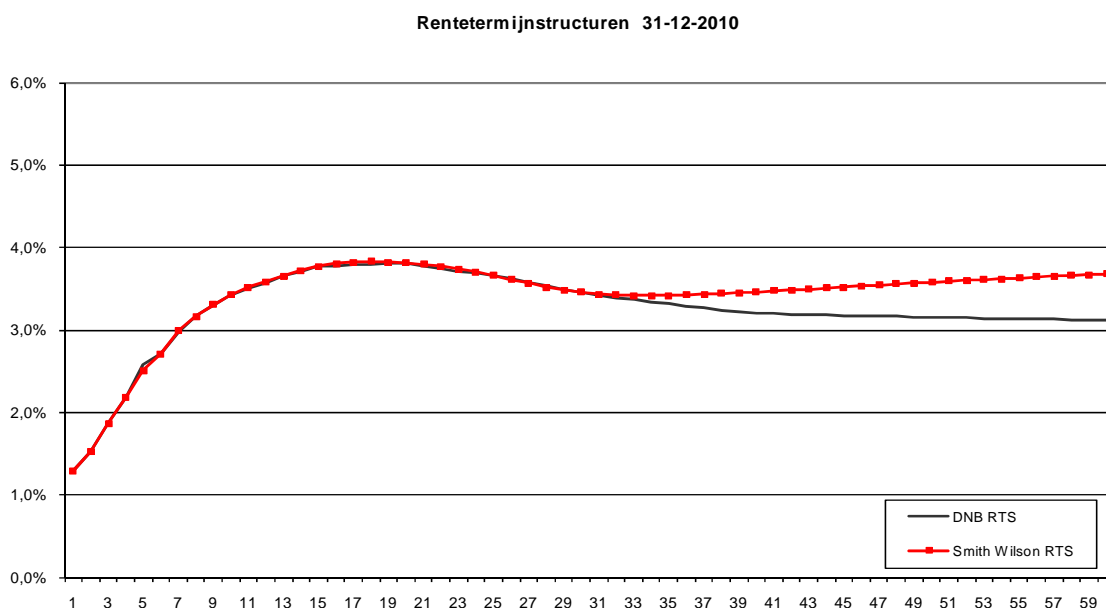
- Genoemd is al het belangrijkste bezwaar tegen het gebruik van een UFR: de rentevisie die de ultieme lange forward rente bevat. Deze impliceert namelijk dat de risicovrije rente op termijn naar dit niveau tendeert. Bovendien kan er empirisch gezien niet eenduidig worden vastgesteld of er sprake is van mean reversion van de rente. Uit empirisch onderzoek blijkt dat financiële instellingen niet kunnen rekenen op een spoedige mean reversion van de lange rente, omdat deze gedurende langere perioden kan afwijken van het lange termijn gemiddelde. Hierdoor kan de vaststelling van de hoogte van de UFR onderwerp van discussie worden tussen belanghebbenden.
- Het loslaten van het principe van op marktprijzen gebaseerde waardering van verplichtingen van pensioenfondsen. Deze waardering biedt de meest objectieve en actuele informatie over de financiële situatie van pensioenfondsen. Marktw waardering is dan ook de hoeksteen van het toezicht op pensioenfondsen.

³² Zie EIOPA website: QIS 5 Technical Specification Risk-free interest rates, European Insurance CFO Forum and CRO Forum, 2010, p. 15.

³³ Pensioenfederatie, zie p.2 van het position paper http://www.vbportal.nl/upload/vb/Nieuws/2011JAN/Position_paper_VoorbereidingAlgemeenOverleg3februari2011.pdf.

- Bezittingen en verplichtingen worden op verschillende manieren behandeld. Dit kan afbreuk doen aan een consistente waardering van bezittingen en verplichtingen.
- Vanuit het oogpunt van regulering van de pensioensector lijkt het onwenselijk om selectief elementen uit een ander toezichtkader over te nemen. De UFR methode zoals deze naar verwachting vorm krijgt bij de implementatie van Solvency II in 2013, is afgestemd op het toezichtkader voor verzekeraars en moeten dan ook binnen deze context worden gezien en toegepast. De stuurparameters voor deze methodiek zullen dan ook door EIOPA wordt vastgesteld.
- Aan het gebruik van de UFR kleven praktische bezwaren, zoals:
 - Vanaf welke looptijd gaan we de curve extrapoleren?
 - Wie bepaalt wat het meest liquide punt is? Op basis van welke criteria?
 - Hoe moeten we omgaan met fondsen die hun beleggingsbeleid hebben afgestemd op huidige methodiek en op basis hiervan langlopende verplichtingen zijn aangegaan?
 De vaststelling van de hoogte van de UFR zal onderwerp van discussie worden tussen de sector, politiek en toezichthouders. In het licht van de recente ervaringen in de Commissie Parameters lijkt deze werkwijze niet wenselijk.
- Extrapoleren naar een fictief renteniveau creëert een nieuw basisrisico in de renteafdekking. Als ze dat willen kunnen pensioenfondsen zich niet in de financiële markten tegen de 'UFR curve' afdekken en ook niet tegen veranderingen in de 'UFR curve'.
- Op het huidige renteniveau leidt een UFR van 4,2 procent voor een looptijd van 90 jaar tot een onnatuurlijke vorm van de rentecurve (zie Smith Wilson 30 in figuur 8). Het gebruik van een UFR heeft daarmee ook gevolgen voor de forward curve (en de haalbaarheid van herstelplannen). De impact hiervan moet nader worden uitgezocht.
- De UFR-methodiek wordt momenteel nog uitgewerkt en heeft daarmee binnen Solvency II nog geen definitieve status.

Figuur 8 Rentertermijnstructuur op basis van verschillende extrapolatietechnieken



Bijlage 1 - Periodieke beoordeling swapcurve door DNB

Voor de berekening van de rentetermijnstructuur uit de swapcurve gebruikt DNB de methodiek zoals die is gepubliceerd in Open Boek³⁴. Daarin wordt opgemerkt dat DNB zich het recht voorhoudt om in uitzonderingsgevallen af te wijken van de gebruikte methodiek. Voor publicatie van de rentetermijnstructuur beoordeelt DNB namelijk of er mogelijk sprake is van verstoringen in de markt die een aanpassing van de curve rechtvaardigen.

Bij de beoordeling van de gegevens waarop de swapcurve is gebaseerd wordt naar verschillende indicatoren gekeken. De belangrijkste indicatoren daarbij zijn (i) marktliquiditeit, (ii) de vorm van de curve, (iii) de spreiding (het verschil in het rendement) van de swapcurve ten opzicht van het rendement op staatspapier van kernlanden in de Eurozone en (iv) het verschil tussen de Amerikaanse en Europese swaprentes. De analyse is gebaseerd op marktdata en informatie van grote partijen die actief zijn in de swapmarkt.

Daarbij probeert DNB een antwoord te vinden op de vraag of gegeven de huidige economische omstandigheden redelijkerwijs mag worden aangenomen, dat:

de swapcurve een getrouw beeld geeft van evenwichtige prijsvorming in de markt;
voldoende volume in de swapmarkt aanwezig is om te spreken van een liquide markt;
marktprijzen niet verstoord zijn, om welke reden dan ook.

Uit analyses en gesprekken die daarover gevoerd zijn, is gebleken dat op dit moment in de vastrentende kapitaalmarkt de swapmarkt relatief het meest liquide is. De kwalificatie die DNB op basis van deze input aan de swapmarkt geeft is: redelijk liquide en voldoende diep. Hierbij is de huidige situatie ook vergeleken met die van begin december 2008. Uit de gesprekken met marktpartijen is naar voren gekomen dat de marktsituatie meer liquide is ten opzicht van december 2008, toen er wel sprake was van een gebrekkige liquiditeit in het lange eind van de interbancaire swapmarkt.

³⁴ De beschrijving van de methodiek kan gevonden worden via deze link http://www.dnb.nl/openboek/extern/file/dnb_tcm40-157852.pdf.