

Principes voor de Ultimate Forward Rate

Een bijdrage van het Actuarieel Genootschap ten behoeve van de Commissie UFR

1. Inleiding

In de politieke discussie over de "Hoofdpijnennota herziening financieel toetsingskader pensioenen" van voormalig Minister Kamp van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, speelt de zogenaamde Ultimate Forward Rate (UFR) een belangrijke rol. Om te onderzoeken hoe geborgd kan worden dat deze UFR realistisch is en blijft, heeft Staatsecretaris Klijnsma van Sociale Zaken en Werkgelegenheid bij Besluit van 21 december 2012 een externe Commissie – de Commissie UFR – ingesteld.

Het Actuarieel Genootschap (AG) voert – vanuit haar onafhankelijke positie – gevraagd en ongevraagd onderzoeken uit naar onderwerpen die kunnen bijdragen aan het maatschappelijk belang. Met deze notitie wil het AG een bijdrage leveren aan de maatschappelijke discussie over het toepassen van de UFR.

Over het onderwerp heeft het AG eerder de volgende publicaties uitgebracht:

- AG-rapport "Principes voor de Rentetermijnstructuur – dé juiste curve bestaat niet" (9 oktober 2009);
- Open brief met voor- en nadelen UFR-methodiek (23 augustus 2012);
- Reactie op het Septemberpakket pensioenen (19 oktober 2012).

Alvorens inhoudelijk in te gaan op de UFR-methodiek is het goed om aan te geven dat de UFR-methodiek niet alleen voor pensioenfondsen is geïntroduceerd, maar ook een rol speelt voor verzekeraars in het kader van de Solvency I Wft rapportages en het Solvency II-raamwerk. Aangezien het accent van de opdracht aan de Commissie UFR op de pensioencurve ligt, beperkt ook het AG zich in haar reactie daartoe. Het neemt overigens niet weg dat beide sectoren naar opvatting van het AG gebruik dienen te maken van een rentetermijnstructuur die op dezelfde grondslagen is gebaseerd.

Door de huidige invulling lijkt de UFR-methodiek een rule-based karakter te hebben. In lijn met het raamwerk van toezicht is het AG van mening dat een principle-based benadering een meer logische benaderingswijze is. In deze notitie wordt hier nader op ingegaan.

In appendix A is een analyse opgenomen die inzicht geeft in de gevoeligheid van de invulling van de UFR-methodiek.

In appendix B is een aantal aandachtgebieden rond de UFR-methodiek opgenomen.

2. Marktwaardering als basis

2.1 Uitgangspunt marktwaardering

Zoals is aangegeven in het AG-rapport "Principes voor de Rentetermijnstructuur – dé juiste curve bestaat niet", is het AG van mening dat marktwaardering uitgangspunt moet zijn voor de waardering van pensioenverplichtingen. Aangezien de algemene perceptie van de deelnemer is dat de toegezegde pensioenen ook daadwerkelijk moeten worden waargemaakt, dient de contante waarde van een pensioenuitkering gelijk te zijn aan de

marktwaarde van een veilige belegging die eenzelfde uitkering belooft. Het rendement op de veilige belegging is de risicovrije rente. De rentetermijnstructuur geeft de risicovrije rente voor verschillende duren.

Indien de pensioenverplichting wordt gewaardeerd met een hogere rente dan de risicovrije rente, wordt daarmee impliciet het risico genomen dat afgesproken uitkeringen niet kunnen worden gedaan. Ofwel, door het rekenen met een hogere rente, bijvoorbeeld een verwacht rendement, wordt een claim gelegd op de toekomst. Als rendementen niet (volledig) worden waargemaakt, kunnen toezeggingen niet worden nagekomen. Hierbij dient ook in aanmerking genomen te worden dat het rendement op niet-risicovrije beleggingen, denk bijvoorbeeld aan aandelen, beschouwd wordt als een risicovrij rendement plus een vergoeding voor het nemen van risico.

2.2 Balansmanagement

Door zowel de beleggingen als de verplichtingen op marktwaarde te waarderen, ontstaat een consistente balans die geschikt is om beleggingsrisico's te managen. De bezittingen van een pensioenfonds worden immers ook op marktwaarde gebaseerd.

3. Principes bij UFR

3.1 AG Principes

In het AG-rapport "Principes voor de Rentetermijn structuur – dé juiste curve bestaat niet" zijn principes opgenomen die naar mening van het AG nog steeds valide zijn. Om te komen tot een principle-based benadering voor de vaststelling van een curve, dient ook de UFR-methodiek naar opvatting van het AG aan deze principes te worden getoetst. De volgende principes worden hierbij gehanteerd:

1. Risicovrij

- De curve moet de contante waarde van de kasstromen weergeven die geheel vrij van risico is;
- De curve moet onafhankelijk zijn van (beleggings-)beleid of de financiële positie van de verzekeraar, het pensioenfonds en/of de achterliggende sponsor;
- De curve is algemeen toepasbaar en niet afhankelijk van andere pensioenfonds-/verzekeraarspecifieke kenmerken.

2. Goed observeerbaar

- Direct en dagelijks waarneembaar of af te leiden uit de markt;
- Observeerbaar voor alle relevante looptijden (in het bijzonder lange looptijden);
- Zonder interpretatie beschikbaar.

3. Verhandelbaar

- Het renterisico moet in de markt afgedekt kunnen worden tegen realistisch geachte prijzen.

4. Robuust

- De curve is niet gevoelig voor marktverstoringen.

Bovenstaande principes bewerkstellingen dat een pensioenfonds - voor wat betreft het renterisico - te allen tijde kan overschakelen op risicovrije beleggingen om de opgebouwde aanspraken veilig te stellen. Voor bepaalde (langere) looptijden zijn echter weinig of geen (risicovrije) instrumenten beschikbaar op de financiële markten en kan niet volledig worden voldaan aan bovenstaande principes. Voor deze looptijden zal een schatting van de rente (forwards) gemaakt moeten worden. De UFR-methodiek is een alternatief om deze schattingen te kunnen maken.

De UFR gaat niet uit van waargenomen marktdata, maar is gebaseerd op een modelmatige benadering. Om die reden voegt het AG een principe met betrekking tot de validatie van de methodiek toe.

5. Valideerbaar

- De extrapolatie van de curve dient gebaseerd te zijn op objectieve valideerbare uitgangspunten en modellen.

Ter verduidelijking van de term 'objectief': valideerbare uitgangspunten en modellen dienen algemeen geaccepteerd te zijn en draagvlak te hebben. Hiervoor dienen de experts op het betreffende gebied geraadpleegd te worden. Dit om subjectieve elementen en beïnvloeding er uit te halen of in ieder geval te minimaliseren.

3.2 Belangrijke ijkpunten UFR

3.2.1 Niveau UFR

Een disconteringsvoet is en blijft een inschatting voor de toekomstige 'opbrengsten'. Het AG onderschrijft de conclusies van het Centraal Plan Bureau (in de toelichting bij het Septemberpakket, d.d. 24 september 2012) waarin wordt gesteld dat een realistisch gekozen niveau van de lange risicovrije rente "in de huidige situatie" eerder onder dan boven de 4% ligt.

3.2.2 Last Liquid Point

Uitgaande van het principe 'goed observeerbaar' zou de UFR-methodiek alleen moeten worden toegepast op looptijden waarvoor de markt onvoldoende liquide is. Over het vaststellen of er al dan niet voldoende liquiditeit is, is de afgelopen periode veel discussie gevoerd. De vaststelling van het Last Liquid Point (LLP), dan wel de combinatie van meerdere punten als overgang van Liquid Points naar Non-Liquid Points, lijkt momenteel meer de resultante van een politieke discussie te zijn. Als gevolg hiervan worden extra (model parameter) risico's geïntroduceerd die pensioenfondsen niet kunnen mitigeren. Dit tornt aan het principe 'robuustheid'.

Naar opvatting van het AG moet de vaststelling van het LLP geënt zijn op een transparant en objectief valideerbaar proces dat voldoet aan de principes. Er moet daarom een focus komen op de validatie van het model dat ten grondslag ligt aan de bepaling van het LLP c.q. de combinatie van Last Liquid Points.

3.2.3 Convergentieperiode

Vergelijkbaar met de opvatting met betrekking tot het LLP zou de vaststelling van de convergentieperiode gebaseerd moeten zijn op een transparant en objectief valideerbaar proces dat voldoet aan de principes. Een te korte convergentieperiode zal beperkend zijn voor het hedgebaar maken van de curve. Tevens zal de gevoeligheid voor schokken, als gevolg van parameterwijzigingen, toenemen bij een te korte periode. Dit gaat ten koste van de robuustheid.

3.2.4 Extrapolatie

De huidige extrapolatie vanuit de voorgestelde Solvency II-wetgeving gaat uit van de Smith-Wilson methode. Deze methode baseert de extrapolatie van de curve op de forward van het jaar vóór het LLP. Hierdoor krijgen de rentes, waarvan deze forward is afgeleid (in dit geval de 15-jaars en 20-jaars rente), een grote invloed op de extrapolatie. Het renterisico op deze rentes neemt om die reden behoorlijk toe.

Bij de introductie van de UFR voor pensioenfondsen (24 september 2012) heeft DNB een marktweging toegekend in de periode na het LLP. Doel hiervan is het meewegen van marktinformatie over de periode dat naar de UFR wordt toegevoerd. De rentecurve krijgt hierdoor een vloeiender verloop en ligt dichter en langer bij waargenomen marktdata. Deze methodiek beperkt onder andere de schokken als gevolg van de wijziging van

methodiek rondom het LLP. Bovendien draagt deze methodiek bij aan een betere hedgebaarheid van het renterisico.

Het meewegen van marktinformatie in de UFR kan door voornoemde voordelen passen binnen de principes, in het bijzonder 'verhandelbaarheid' en 'robuustheid'.

3.2.5 Driemaandsmiddeling

De driemaandsmiddeling is begin 2012 geïntroduceerd om de volatiliteit in combinatie met een niet realistisch geachte daling van de swap-rente enigszins te dempen. Bij de introductie van de UFR-curve is deze middeling voor de eerste 20 jaar (vóór het LLP) gehandhaafd. Deze methodiek wordt tevens als voorloper gezien op het nieuwe toetsingskader, waarin middeling van de dekkingsgraad wordt geïntroduceerd in het beleidskader.

Deze driemaandsmiddeling voldoet niet aan voornoemde principes. De methodiek voldoet met name niet aan de principes 'verhandelbaarheid' en 'robuustheid'. Ook de volatiliteit in de swap-markt is afgelopen periode afgenomen, waardoor middeling geen toegevoegde waarde meer heeft. In het nieuwe toetsingskader zou middeling van de swap-rente derhalve geen onderdeel moeten uitmaken van de waardingsgrondslag.

4. Conclusies

Marktwaardering vormt wat het AG betreft een belangrijk uitgangspunt voor de waardering van pensioenverplichtingen. Voor het waarderen van (langlopende) verplichtingen gaat het AG uit van een principle-based benadering. Het AG heeft in 2009 vier principes geformuleerd die de basis zouden moeten vormen voor het vaststellen van een rentetermijnstructuur. De te hanteren principes zijn 'risicovrij', 'goed observeerbaar', 'verhandelbaar' en 'robuust'. Deze principes zijn naar opvatting van het AG nog steeds van toepassing. Zolang marktdata beschikbaar zijn, kunnen deze principes als solide uitgangspunt dienen voor een rentetermijnstructuur ten behoeve van het verdisconteren van pensioenverplichtingen.

Een andere situatie ontstaat indien marktdata niet meer beschikbaar zijn (bijvoorbeeld vanwege het gebrek aan liquiditeit) waardoor niet (of niet volledig) kan worden voldaan aan de eerder geformuleerde principes. In dat geval is het wenselijk een kader te hebben dat subjectiviteit minimaliseert. Aangezien de UFR niet uitgaat van waargenomen marktdata maar gebaseerd is op een modelmatige benadering, heeft het AG één principe toegevoegd aan de al eerder benoemde principes: het principe van 'validatie' van deze methodiek. Modellen of modelmatige benaderingen moeten naar de opvatting van het AG valideerbaar zijn tegen objectieve en wetenschappelijk aanvaardbare criteria.

Het is belangrijk een consistente methodiek te ontwikkelen om een rentetermijnstructuur te bepalen. Een methodiek die toekomstbestendig is en die onder veranderende omstandigheden als basis voor de waardering van pensioenverplichting kan fungeren. Voor het vertrouwen in ons pensioensysteem is het van belang dat de wijze van waardering van de pensioenverplichtingen niet voortdurend ter discussie gesteld wordt. Om die reden is het AG van mening dat een (nieuwe) rentetermijnstructuur aan deze complete set van vijf principes dient te voldoen.

APPENDIX A

Gevoeligheidsanalyse

Om inzicht te krijgen in de gevoeligheid van de invulling van de UFR-methodiek heeft het AG een aantal berekeningen uitgevoerd op basis van verschillende uitgangspunten.

In onderstaande tabel is voor een drietal verplichtingenprofielen (jong, gemiddeld, oud) het effect op de technische voorziening berekend, waarbij telkens is gekeken naar de gevoeligheid voor één parameter.

1. Het niveau van de UFR
De gevoeligheid is berekend indien het niveau van de UFR zou liggen op 3,2%, 4,2% en 5,2%.
2. Het LLP
De gevoeligheid is berekend wanneer het LLP zou liggen op 10, 20, 30 of 50 jaar.
3. Marktweging
De gevoeligheid is berekend indien er sprake is van geen weging (pure rentetermijnstructuur), de huidige marktweging (zoals toegepast door DNB) en de volledige weging/UFR (zonder meeweging van de pure rentetermijnstructuur).

In de gevoeligheidsanalyse is de voorziening – berekend op basis van de huidige UFR (20 – 60) – op 100 gesteld. De LLP ligt daarbij op 20, het niveau van de UFR op 4,2% en voor de eerste 20 jaar is de driemaandsmiddeling buiten beschouwing gelaten.

De rijpingsgraad van de verplichtingen is van grote invloed op wijzigingen van de rentecurve:

- Een jong fonds is bijzonder gevoelig voor alle variabelen;
- Bij een gemiddeld fonds bedraagt de maximale marge circa 3%, zowel naar boven als naar beneden;
- Voor een zeer rijp (oud) fonds blijven de schommelingen beperkt tot hooguit 1%.

Geanalyseerd naar de afzonderlijke parameters gelden de volgende observaties:

- De gevoeligheid voor het LLP is groot te noemen.
- De gevoeligheid voor het niveau van de UFR lijkt beperkt, hoewel dit mede afhankelijk is van de gehanteerde convergentieperiode. Deze periode is in onderstaand voorbeeld constant 60 jaar verondersteld.
- De thans gehanteerde weging ligt qua impact precies tussen de UFR en de pure marktrente in.

Technische voorziening

Kenmerk	Jong	Gemiddeld	Oud
UFR 20-60 (huidig)	100,0	100,0	100,0
Puur markt	107,1	103,4	100,8
LLP 10 jaar (UFR 10-60)	100,3	100,1	99,9
UFR 20-60 (huidig)	100,0	100,0	100,0
LLP 30 jaar (UFR 30-60)	104,8	102,4	100,6
LLP 50 jaar (UFR 50-60)	107,0	103,4	100,8
UFR 3,2%	104,6	102,2	100,5
UFR 4,2% (huidig)	100,0	100,0	100,0
UFR 5,2%	95,9	98,0	99,5
Geen weging (puur markt)	107,1	103,4	100,8
Weging DNB (huidig)	100,0	100,0	100,0
Volledige weging/puur UFR	94,6	97,2	99,1

APPENDIX B

Overige aandachtsgebieden

Een aantal onderwerpen valt buiten de opdracht van de Commissie UFR. Dit neemt niet weg dat het AG een aantal aanverwante thema's wil belichten.

B.1 Reëel kader rentetermijnstructuur

Bij een reëel kader past een nieuwe disconteringsvoet. Bij de "Hoofdpijnennota financieel toetsingkader" is hier al op ingegaan. Naast de UFR zijn drie elementen uit de disconteringsvoet benoemd. Per element worden kort de aandachtspunten weergegeven.

1. Risicovrije rente
Startpunt voor de discontering blijft de risicovrije rente. De rentecurve zoals deze gehanteerd wordt voor nominale verplichtingen zou een logische basis vormen.
2. Risico-opslag
Als sprake is van financiële tegenvallers, worden alle reële pensioenaanspraken en – uitkeringen structureel verlaagd, gespreid over een periode van maximaal 10 jaar. Dit maakt de verplichtingen onzeker. Hierbij past een risico-opslag, het paper van Nijman, Werker en Bovenberg geeft hiervoor een goed vertrekpunt.
3. Indexatieafslag
In het reële contract wordt in beginsel automatisch geïndexeerd. Dat geeft de verplichtingen een reëel karakter. Een nominale rente, verlaagd met een vaste indexatieafslag is niet geschikt voor de waardering van reële verplichtingen. Inflatie en loongroei zijn immers niet vast. De waarde van toekomstige inflatie ("break-even-inflatie") is uit beleggingsmarkten af te leiden. Een markt voor loongroei bestaat niet, Nederlandse inflatie is zeer beperkt beschikbaar. De markt voor Europese inflatie is wel aanwezig, daarbij zullen wel aanvullende veronderstellingen moeten worden gemaakt voor het verschil tussen loon en prijsontwikkeling.

B.2 Parameter- en modelrisico

Met de introductie van de UFR wordt een aantal parameters toegevoegd aan het toezichtskader, in het bijzonder binnen de toe te passen rentetermijnstructuur. Dit betreft het (eind)niveau van de UFR, het LLP en de wegingsfactoren. Dit heeft tot gevolg dat extra parameter- dan wel modelrisico's worden toegevoegd aan het toezichtskader. Aanpassing van één of meerdere parameters kan leiden tot schokken in de contante waarde van de verplichtingen, en daarmee samenhangend, de financiële positie van het pensioenfonds. Beleidsmatig en praktisch kunnen deze schokken niet gehedged worden. Het is daarom aan te bevelen om in de vaststelling van de vereiste buffers rekening te houden met dit modelrisico. Omdat de hoogte van het vereist eigen vermogen een afgeleide is van het beleidsmatig vastgestelde risicoprofiel van het pensioenfonds, lijkt het voor de hand liggend dit modelrisico onderdeel te laten zijn van het minimaal vereist eigen vermogen. Complicatie hierbij is echter dat pensioenverlagingen worden doorgevoerd indien het minimaal vereist eigen vermogen niet binnen de vereiste termijnen wordt bereikt. Een hoger vereist eigen vermogen ter bescherming van pensioenverplichtingen leidt zo tot een extra verlaging van pensioen.

B.3 Toezicht versus balansmanagement

Het toezichtskader is gericht op het toezicht door de betrokken wettelijke toezichthouders. Vanuit beleidsmatig perspectief gericht op balans- en risicomanagement kan het doelmatiger zijn om meer passende, specifieke kaders toe te passen. Het nieuw financieel toezichtskader en onderliggende regelgeving zouden voldoende ruimte moeten bieden aan pensioenfondsen om binnen de wettelijke kaders een eigen koers te kunnen varen ten aanzien van financiering en balansmanagement.

B.4 Liquiditeitspremie

Het fenomeen (il-)liquiditeitspremie is door AG in het rapport van 2009 erkend, met de kanttekening dat deze moeilijk objectief is vast te stellen. Dat dit nog steeds de discussie voedt, blijkt uit het Long Term Guarantee (LTG) assessment dat momenteel plaatsvindt.

Beleggingen waarvoor geen liquide markt bestaat hebben naar verwachting gemiddeld een hoger toekomstig rendement dan beleggingen waarvoor wel een liquide markt bestaat. Het hogere rendement in verband met illiquiditeit gaat samen met kredietrisico. Het rendement op deze niet liquide beleggingen is hoger dan het rendement op beleggingen met hetzelfde kredietrisico die wel liquide zijn.

Europese concept regelgeving in het kader van Solvency II en IORP beschrijft een "Matching Premium" die onder strikte voorwaarden gebruikt kan worden bij het contant maken van niet liquide verplichtingen. Het rendement dat wordt gebruikt voor het contant maken van de verplichtingen, wordt effectief gelijkgesteld aan het rendement op de beleggingen gecorrigeerd voor kredietrisico. Het verschil tussen de risicovrije rente en het voor kredietrisico gecorrigeerde rendement is de matching premium.

De voorwaarden waaronder de matching premium mag worden gebruikt, luiden als volgt:

- De kasstromen van deze portefeuille moeten vast zijn. Dit betekent bijvoorbeeld dat er geen sprake mag zijn van toekomstige premiebetalingen en er mag geen sprake zijn van opties die door de polishouder kunnen worden uitgeoefend.
- De beleggingen die tegenover de verplichtingen staan moeten worden gesepareerd. De toekomstige kasstromen van de beleggingen moeten vast zijn en overeenkomen met de kasstromen van de verplichtingen. De kasstromen van de beleggingen en de verplichtingen moeten in dezelfde munt zijn.
- De kwaliteit van de beleggingen met betrekking tot kredietkwaliteit moet voldoende zijn.
- Wanneer één keer is gekozen voor het gebruik van de matching premium moet daaraan worden vastgehouden.

Uit het bovenstaande volgt dat de verplichtingen niet zonder korting op de uitkeringen tegen de boekwaarde kunnen worden overgedragen aan een verzekeringsmaatschappij of een ander pensioenfonds bij liquidatie.

Voor zover niet liquide beleggingen geen extra kredietrisico met zich meebrengen, voegen zij geen significant risico toe voor de deelnemers van een pensioenfonds mits deze beleggingen passen in het risicomanagement beleid. Uiteraard moet worden voldaan aan de voorwaarden die IORP stelt.

Tussentijdse verkoop van illiquide beleggingen leidt vaak tot een boekverlies. Wanneer een pensioenfonds veel illiquide beleggingen heeft, kunnen de verplichtingen bij liquidatie niet per definitie zonder korting op de uitkeringen tegen de boekwaarde overgedragen worden aan een verzekeringsmaatschappij of een ander pensioenfonds.

De waarde van niet liquide beleggingen is niet goed observeerbaar. De benodigde correctie voor kredietrisico is nog moeilijker observeerbaar.

In theorie is een illiquiditeitspremie in de vorm van een matching premium wel verdedigbaar, maar de hoogte is moeilijk objectief vast te stellen. Daarnaast maakt het de overdracht van pensioenaanspraken bij de liquidatie van een pensioenfonds moeilijker.

B.5 Countercyclical premium

In de obligatiemarkten wisselen tijden met hoge liquiditeit en tijden met lage liquiditeit elkaar af. Cyclische effecten kunnen een groot effect hebben op de marktwaarde van lange termijn verplichtingen. Daarom is in Solvency II en in de IORP directive het concept van de "counter cyclical premium" geïntroduceerd. EIOPA kan daarbij voor

illiquide verplichtingen voor bepaalde duren een opslag op de rentetermijnstructuur vaststellen.

De countercyclical premium kan niet zonder risico worden verdiend. De hoeveelheid illiquide beleggingen en de mate van illiquiditeit die verantwoord is, verschilt per pensioenfonds. De omvang van het pensioenfonds is hiervoor één van de bepalende factoren. Het is niet goed mogelijk met een objectief valideerbaar proces de hoogte van de illiquiditeitspremie te bepalen. Bovendien zijn de verplichtingen van een pensioenfonds niet meer zonder korting tegen boekwaarde overdraagbaar bij liquidatie.

De countercyclical premium voldoet niet aan de principes die het AG voor de rentetermijnstructuur en voor de UFR hanteert.