



De heer dr. P.H. Omtzigt  
Rapporteur Pensioenen Europa  
namens de Regering en de Tweede Kamer  
Postbus 20018  
2500 EA 's Gravenhage

Utrecht, 23 augustus 2012

Betreft: De Ultimate Forward Rate Methodiek / Notitie van het AG

Geachte heer Omtzigt,

Het verheugt het Actuarieel Genootschap zeer dat het aan u persoonlijk, in uw hoedanigheid als rapporteur namens de Tweede Kamer op het Europese dossier pensioenen, de notitie 'de Ultimate Forward Rate Methodiek' als open brief vandaag mag overhandigen.

Een samenvatting van de notitie treft u hieronder aan. De notitie is als bijlage bijgevoegd.

**Samenvatting De Ultimate Forward Rate Methodiek  
Actuarieel Genootschap  
23 augustus 2012**

Voor het zomerreces (2012) heeft de Tweede Kamer een aantal debatten gevoerd over de "Hoofdpijnennota herziening financieel toetsingskader pensioenen" van minister Kamp. In de politieke discussie over deze nota speelt de zogenaamde Ultimate Forward Rate (UFR) een belangrijke rol. In navolging op eerdere notities met betrekking tot maatschappelijke vraagstukken (AOW, Rentetermijnstructuur, Zorg) wil het AG ook aan dit onderwerp een bijdrage leveren.

De Ultimate Forward Rate-methodiek is een methode om een rentecurve voor lange looptijden op een andere manier, dan rechtstreeks afgeleid van markttrentes, te bepalen. De methode wordt toegepast om te voorkomen dat waardes voorbij het laatste liquide punt in de swapmarkt leiden tot (overmatige) volatiliteit van dekkingsgraden. Die waardes zijn immers gebaseerd op een beperkt aantal (markt) waarnemingen zodat de vraag kan worden gesteld of van een 'betrouwbare' marktwaarde nog sprake is

Een gunstige eigenschap van de methodiek is dat het de volatiliteit van de waarde van de verplichtingen reduceert en daarmee op zich bijdraagt aan de stabiliteit van pensioenfondsen. Invoering van de UFR methode zou op dit moment een daling van de verplichtingen en daarmee tot een stijging van de dekkingsgraden tot gevolg kunnen hebben.

De UFR-methode heeft ogenschijnlijk duidelijke voordelen maar de methode kent ook een aantal minder gunstige eigenschappen, zo zouden fondsen zich rijk kunnen rekenen en kan de invoering van de UFR ongewenste generatie-effecten kan hebben. Het is zaak deze effecten vooraf duidelijk inzichtelijk te maken. Deze effecten zouden ertoe kunnen leiden dat de voordelen, die aan de methodiek verbonden zijn, teniet worden gedaan.

Hoogachtend,

Drs. R.K. Sagoenie  
Voorzitter AG

Bijlage: 1



## De Ultimate Forward Rate Methodiek

Notitie van het Actuarieel Genootschap

23 augustus 2012

## Inleiding

Voor het zomerreces heeft de Tweede Kamer een aantal debatten gevoerd over de "Hoofdpijnnota herziening financieel toetsingskader pensioenen" van minister Kamp. In de politieke discussie over deze nota speelt de zogenaamde Ultimate Forward Rate (UFR) een belangrijke rol.

De Ultimate Forward Rate-methodiek is een technische methode die gebruikt wordt bij het bepalen van de contante waarde van de verplichtingen van pensioenfondsen. De waarde van de verplichtingen speelt een belangrijke rol bij het bepalen van de dekkingsgraad (verhouding waarde beleggingen/verplichtingen) en de vaststelling van een eventueel tekort, wat aanleiding kan geven tot een korting van pensioenaanspraken en -rechten. Daarnaast speelt de UFR een rol bij de vaststelling van de premie die door werkgevers en werknemers voor het pensioen betaald moet worden. Kortom, een belangrijke maar ook technische kwestie.

Aan de hand van deze notitie geeft het Actuarieel Genootschap (AG) een toelichting op de techniek en geeft zij een opsomming van de effecten (en voor- en nadelen) van deze methode in vergelijking tot de huidige methodiek. In aansluiting op het rapport "Principes voor de rentetermijnstructuur: de juiste curve bestaat niet" (2009) wil het AG hiermee een actieve bijdrage leveren aan de discussie rond rekenrente c.q. disconteringsvoet van de pensioenverplichtingen.

De notitie wordt door het AG aangeboden aan de politiek in de persoon van Pieter Omtzigt als rapporteur pensioenen Europa namens de Regering en de Tweede Kamer.

## Wat is de Ultimate Forward Rate Methodiek?

De contante waarde van de pensioenverplichtingen wordt bepaald op basis van het verdisconteren van de uitkeringen met de marktrente. Afhankelijk van de tijd die verstrijkt tot het moment van uitkering wordt een andere looptijd van de rente gebruikt. De rentes van alle looptijden samen vormen de zogenaamde rentetermijnstructuur of rentecurve. Op dit moment wordt een 3-maandsgemiddelde van de rente curve gebruikt.

De Ultimate Forward Rate-methodiek is een methode om een rentecurve voor lange looptijden op een andere manier, dan rechtstreeks afgeleid van marktrentes, te bepalen. Dit gebeurt door de langere forward rentes te laten evolueren naar een vooraf vastgesteld niveau. In het geval van de waardering van pensioenverplichtingen gaat het om de zogeheten forward rates van de door DNB gepubliceerde 'FTK-rentetermijnstructuur', die gebaseerd is op de swapmarkt. Een x-jaars forward rate is de eenjaarsrente die door de markt wordt verwacht over x jaar. De forward rates zijn dus af te leiden uit de marktrentes (om precies te zijn, de spot rates), die maandelijks door DNB worden gepubliceerd.

Het begrip Ultimate Forward Rate is afkomstig uit de Solvency II-richtlijn, waarvan de definitieve invulling overigens nog niet bekend is. Onder verwijzing naar studies van Dimson, Marsh en Staunton heeft de Europese toezichthouder (EIOPA) de Europese Commissie geadviseerd uit te gaan van een UFR van 4,2% - samengesteld uit een reële rente van 2,2% (gelijk aan het gerealiseerde reële rendement sinds 1950) en een lange termijn inflatieverwachting van 2%. Los van

het feit dat het EIOPA-advies al enige tijd geleden is afgegeven, heeft minister Kamp aangegeven het niveau van deze waarde ook zelf vast te willen stellen.

Behalve in de Hoofdpijnennota voor de herziening van het FTK wordt de Ultimate Forward Rate methodiek ook geponeerd in de technische specificaties voor de Quantitative Impact Study voor de herziening van de Pensioenfondsenrichtlijn, die op 15 juni jl. ter consultatie door EIOPA zijn voorgelegd.

## **Waarom wordt de Ultimate Forward Rate Methodiek geïntroduceerd?**

De Ultimate Forward Rate-methodiek wordt toegepast om te voorkomen dat waardes voorbij het laatste liquide punt in de swapmarkt leiden tot (overmatige) volatiliteit van dekkingsgraden. Die waardes zijn immers gebaseerd op een beperkt aantal (markt) waarnemingen van transacties, waarmee de vraag kan worden gesteld of van een 'betrouwbare' marktwaarde nog sprake is. De invoering valt samen met een stevig ingrijpen van centrale banken in de rentemarkten. Op dit moment leidt de invoering van de UFR methode tot een daling van de verplichtingen en daarmee tot een stijging van de dekkingsgraden.

## **Hoe wordt de Ultimate Forward Rate Methodiek toegepast?**

Afgezien van het niveau van de Ultimate Forward Rate zelf, zijn er twee andere parameters in het bijzonder bepalend bij de methodiek: de looptijd waar de interpolatie naar de UFR begint - en daarmee het punt waarop geen marktrente meer wordt gehanteerd -, en de looptijd waarbinnen het niveau van de UFR moet zijn bereikt.

De interpolatie begint bij het veronderstelde laatste liquide punt in de swapmarkt. Nadat in een eerder stadium voor Solvency II is uitgegaan van dertig jaar, wordt inmiddels zowel voor Solvency II als voor het FTK als voor de Pensioenfondsenrichtlijn, uitgegaan van twintig jaar.

De interpolatietermijn was eerder zestig jaar (zodat de UFR bij een looptijd van negentig jaar zou worden bereikt), maar inmiddels wordt uitgegaan van veertig jaar (zodat de UFR bij een looptijd van zestig jaar wordt bereikt).

Interpolatie en extrapolatie voorbij het punt waar de UFR moet zijn bereikt gebeurt op basis van de Smith Wilson techniek<sup>1</sup>.

## **Effecten van de Ultimate Forward Rate Methodiek**

Hierna is bij verschillende durations een inschatting van het effect van de rentetermijnstructuren op de technische voorzieningen (contante waarde van de pensioenverplichtingen) weergegeven. Hoe hoger de rijpingsgraad<sup>2</sup> van een fonds, hoe lager de duration.

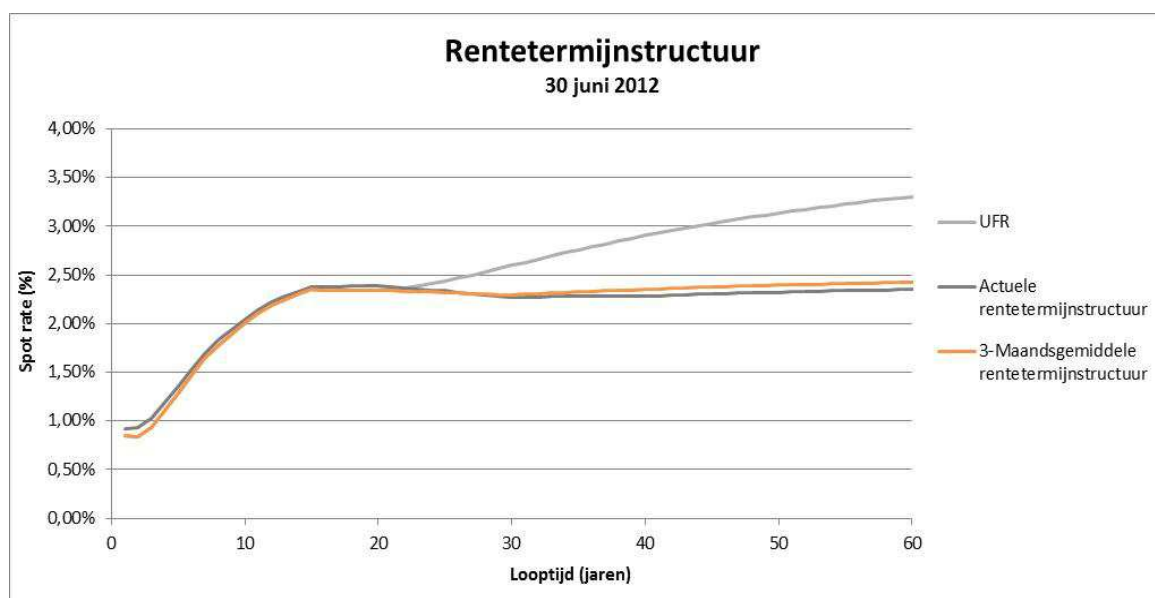
---

<sup>1</sup> Zie de EIOPA-notitie 'Risk-free interest rates – Extrapolation method', gepubliceerd in het kader van QIS5.

<sup>2</sup> De rijpingsgraad is het aandeel van gepensioneerden en slapers in de totale voorziening

In de onderstaande tabel is de 3-maands gemiddelde FTK-rentetermijnstructuur als ijkpunt genomen. Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat dit een momentopname betreft, namelijk de stand op 30 juni 2012.

Duration Voorzieningen	10	15	20	25
<b>30 juni 2012</b>				
<b>Actuele rentetermijnstructuur</b>	0,3%	0,0%	-/- 0,2%	-/- 0,5%
<b>3-maands gemiddelde rentetermijnstructuur</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>UFR</b>	-/- 0,3%	-/- 2,8%	-/- 5,2%	-/- 7,4%



### Voordelen van de Ultimate Forward Rate Methodiek<sup>3</sup>

- De UFR-methodiek heeft als doel te voorkomen dat de voorziening pensioenverplichtingen en de kostendeekkende premie berekend worden op renteniveaus die gebaseerd zijn op weinig transacties (niet liquide deel van de markt).
- De UFR-methodiek moet voorkomen dat pensioenfondsen in tijden van financiële tegenspoed 'gedwongen' worden meer renterisico af

<sup>3</sup> Op 17 mei 2011 heeft Minister Kamp een brief gestuurd aan de Tweede Kamer over risicovrije rentes. Dit naar aanleiding van een motie van het kamerlid Van Dijck. Hierin gaat het ministerie in op de voor- en nadelen van de UFR.

te dekken, wat tot gevolg zou kunnen hebben dat de rentes verder dalen.

- De volatiliteit van de waarde van de verplichtingen wordt beperkt, waardoor het tevens eenvoudiger wordt de volatiliteit van de dekkingsgraad te beperken; dit geeft meer stabiliteit en voorspelbaarheid in het beleid van pensioenfondsen.

### **Nadelen van de Ultimate Forward Rate Methodiek**

- De risicovrije rente op lange termijn wordt mogelijk verkeerd ingeschat en dit kan consequenties hebben voor de verdeling van pensioengeld over generaties.
- Het laatste 'liquide punt' wordt mogelijk zodanig belangrijk dat dit tot marktverstoringen leidt.
- Er ontstaat een asymmetrie in de balans, omdat markteffecten op de activazijde wel onverkort hun effect blijven hebben (de UFR wordt niet gebruikt voor het vaststellen van de waarde van vastrentende beleggingen).
- Het afdekken van renterisico wordt (voor zover de balanspresentatie daarbij leidend wordt geacht) zeer complex en leidt tot hoge transactiekosten
- Intrinsieke effecten in de lange looptijden worden onzichtbaar.
- De vaststelling van parameters wordt, op een andere manier, aan niet-objectiveerbare criteria onderhevig. Het gaat hierbij in ieder geval om de hoogte van de UFR (de 4,2%), de looptijd 'last liquid point' (20 jaar) en de interpolatie termijn (40 jaar).

### **Tot slot**

De UFR-methodiek is een methodiek die de volatiliteit van de waarde van de verplichtingen reduceert en die daarmee op zich bijdraagt aan de stabiliteit van de dekkingsgraden van pensioenfondsen.

De UFR-methodiek kent ook een aantal minder gunstige eigenschappen. Het is zaak deze effecten vooraf duidelijk inzichtelijk te maken. Deze effecten zouden ertoe kunnen leiden dat de voordelen die ogenschijnlijk aan de methodiek verbonden zijn, teniet worden gedaan.