

Risicovrije rente als basis voor waardering pensioenverplichtingen

Wichert Hoekert en Gijsbert de Lange, datum 31-10-2017

Datum

31-10-2017

Auteur

Wichert Hoekert en Gijsbert de Lange [\[1\]](#)

Vakgebied(en)

Pensioenen (V)



In dit artikel gaan wij in op de rol die de rekenrente kan en moet vervullen in een toekomstig pensioenstelsel. Daarbij gaan we uit van de kaders voor dat toekomstig stelsel die de hoofdlijnennota van het kabinet stelde, mede naar aanleiding van de onderzoeken van de SER. Daaraan voorafgaand schetsen en toetsen we de argumenten voor het hanteren van de huidige voorgeschreven rekenrente in het Financieel Toetsingskader. Om vervolgens na te gaan of de conclusies die we trekken voor het huidige contract, stand houden in de overwogen nieuwe contractsvormen – en zo nee, waarom niet.

De rekenrente in het huidige contract

Voor de invoering van het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) in 2007, door toezichthouder De Nederlandsche Bank, werd voor het vaststellen van dekkingsgraden de waardering van pensioenverplichtingen berekend met een maximale rekenrente van 4%. In het moderne jargon zouden we deze vaste rekenrente een *macrostabiele* rekenrente kunnen noemen – maar wel een rekenrente die in het perspectief van de toenmalige marktrente betrekkelijk prudent was. In het FTK werd vervolgens volledig overgegaan op waardering met behulp van marktrenten en kwam de maximering te vervallen. Dat gebeurde door middel van zogenoemde risicovrije rentes.

Sinds de invoering van het FTK is veel gesproken over mogelijk nadelige consequenties van het waarderen van pensioenverplichtingen op basis van de huidige rekenrentemethodiek. In hoofdzaak zouden die consequenties erin gelegen zijn dat dagkoersen te zeer bepalend worden – geframed als ‘de waan van de dag’ – en dat die dagkoersen maken dat het garantiestreven de reële ambitie die fondsen doorgaans hebben, belemmert. Dit staat bekend als de beleggingsspagaat. Die zou erin bestaan dat fondsen door de waarderingsmethodiek, in combinatie met de herverdelingsregels van het FTK, worden gedwongen om meer rente af te dekken dan passend is bij hun eigenlijke ambitie. Deze bezwaren lijken echter niet zozeer het gevolg van de gehanteerde waarderingstechniek, maar vooral van:

1. de definitie van het contract;
2. de definitie van het toezichtskader; en
3. een gangbare visie op de rente.

Hierna bespreken we deze drie aspecten.

De definitie van het contract

In de basis vloeit de huidige waarderingstechniek naar onze mening min of meer direct voort uit de contractdefinitie. Er kan in de beschouwing van de waardering van pensioenverplichtingen onderscheid worden gemaakt tussen de waardering vanuit deelnemersperspectief enerzijds en die vanuit toezichtsperspectief anderzijds.

Een (rationele) deelnemer zal aan een aanspraak in een fonds met meer bezittingen een hogere waarde toekennen dan aan een gelijke aanspraak in een fonds met minder bezittingen. [\[2\]](#) Voor hem wordt de *fair value* van een pensioenaanspraak in niet te verwaarlozen mate bepaald door twee voorwaardelijkheden – zowel de mogelijkheid van kortingen als de

mogelijkheid van toeslagverlening – die beide afhangen van hoeveel bezittingen het fonds heeft. De deelnemer kan in theorie deze fair value berekenen door zijn toekomstige pensioenaanspraak te verdisconteren tegen een rentevoet die informatie bevat over de marktrente en de risicograad van het fonds – de som van de risicovrije rente plus de bij het fonds behorende *credit spread*.^[3] De risicovrije rente en de credit spread fluctueren met het beschikbaar komen van nieuwe informatie en geven de deelnemer daarmee actueel inzicht in de waarde van zijn aanspraak, die hij kan optellen bij zijn andere bezittingen om, na aftrek van zijn schulden, zijn nettovermogen te bepalen. Helaas zijn de credit spreads van pensioenfondsen in de praktijk niet beschikbaar – evenmin als *credit ratings* – vooral omdat er geen markt in pensioenaanspraken is.

De definitie van het toezichtskader

Met de waardering van de pensioenaanspraken heeft de toezichthouder een ander doel dan de deelnemer. Hij beheert voor alle pensioenfondsen een toezichtskader met voorgeschreven gedragsregels die zijn gebaseerd op hun dekkingsgraden, die onder meer afhangen van de waardes van de pensioenaanspraken. Die worden voor alle pensioenfondsen met dezelfde risicovrije rente berekend; verschillen tussen de fondsen worden zichtbaar via hun dekkingsgraden.

Het onderscheid tussen de beide waarderingmethoden van een aanspraak kan ook worden beschouwd als het verschil tussen de interne en de externe waarde van een aanspraak. Intern hanteren alle fondsen dezelfde methode. Dat en dat alleen maakt dat het fenomeen dekkingsgraad op een betekenisvolle wijze kan worden gehanteerd, en als basis kan fungeren voor de herverdelingsregels die in het financieel toetsingskader zijn vastgelegd. Zouden de kans op kortingen en de verwachte indexatie tot uiting komen in de waarde van de verplichtingen, dan zouden dekkingsgraden hun zeggingskracht verliezen. Sterker nog: de term dekkingsgraad zou niet langer op zijn plaats zijn – deze zou immers niets zeggen over de mate waarin verplichtingen (door waarden) ‘gedekt’ zijn.

De toezichthouder stelt daarmee feitelijk de waarde van een pensioenaanspraak gelijk aan die van een risicovrije verplichting, wat ook door het contractuele streven naar nominale zekerheid wordt geïmpliceerd. De Pensioenwet stelt namelijk dat verlagingen van rechten en aanspraken, ofwel kortingsmaatregelen, alleen als laatste redmiddel zijn toegestaan. Daarmee legt deze wet op dat pensioenfondsen in het huidige contract streven naar nominale zekerheid. Werkelijk risicovrije verplichtingen, van een pensioenfonds of welke instantie ook, bestaan in strikte zin niet. In de financiële markten wordt doorgaans met risicovrij bedoeld:

- ofwel de in eigen valuta gedenomineerde obligaties van de staat;
- dan wel verplichtingen die volledig zijn gedekt met de hiervoor genoemde staatsobligaties als onderpand.

Zoals we echter weten uit de historie besluiten staten soms om geheel of gedeeltelijk in gebreke te blijven op hun verplichtingen, ook als ze in hun eigen valuta zijn gedenomineerd.

De keuze welke rentes als risicovrij zijn aan te merken en te gebruiken voor de waardering is geen triviale. Het Actuarieel Genootschap (AG) formuleerde in 2009 een drietal principes voor deze keuze. Risicovrije rentes moeten:

1. direct en dagelijks in de markt observeerbaar zijn, zonder interpretatie;
2. verhandelbaar zijn, waardoor renterisico in de markt kan worden afgedekt; en
3. robuust zijn, met voldoende marktdiepte en ongevoelig voor marktverstoringen.^[4]

Swaprente en UFR

In een artikel over risicovrije rente in *Me Judice* hebben wij al eens besproken dat de in het FTK gebruikte swaprente niet geheel risicovrij is, met name door de uitruil tegen de zesmaands interbancaire depositorente (Euribor), waarin een termijnpremie (zes maanden) en een risicopremie (ongedekte bancaire leningen) zit verstopt.^[5] Waardering op basis van de swaprente voldoet echter op hoofdlijnen wel aan de AG-principes.

De zeer lange swaprentes (40 jaar en meer) werden in de markt in de jaren na invoering van het FTK naar beneden gedrukt tot onder de 30-jaars swaprentes, door de grote vraag naar swaptransacties door pensioenfondsen die hun renterisico wilden afdekken. De zeer lange swaprentes waren maar beperkt verhandelbaar en niet geheel robuust. Reagerend op de hierdoor ontstane onvrede ging DNB in 2012 over op een macrostabele rekenrente voor de waardering van zeer lange pensioenverplichtingen. Deze rekenrente werd de Ultimate Forward Rate (UFR) genoemd en was, in navolging van wat Europees was voorgesteld – en in een later stadium formeel werd doorgevoerd – voor verzekeraars vastgesteld op 4,2% voor 1-jaars swaprentes. Toegroei naar dat niveau vond plaats startend vanaf 20 jaar.

Met deze vaste UFR was de rekenrente niet langer observeerbaar noch verhandelbaar, maar wel robuust. Er ontstond vrijwel direct onvrede over deze methodiek, onder meer over het concept van een macrostabele UFR, die nogal arbitrair was vastgesteld. Vanaf 2015 heeft DNB de vaste 4,2% UFR vervangen door een langjarig voortschrijdend gemiddelde van marktrentes. De rekenrente is nu, naast robuust, ook observeerbaar en verhandelbaar. Deze aangepaste UFR-methodiek laat zien dat eventuele problemen met marktrentes oplosbaar kunnen zijn met technische verbeteringen. Het is echter nogal zwaar geschut, en daar zijn wij geen voorstander van.^[6]

Liever zien wij het gebruik van marktrentes in plaats van macrostabele rentes. De informatie die marktrentes verschaffen, is onontbeerlijk voor risicobeheer. Het bezwaar dat dagkoersen te zeer bepalend worden, is door de regelgever ondervangen door in het toezichtskader een zogenoemde beleidsdekkingsgraad te introduceren, die wordt berekend als een voortschrijdend gemiddelde van maandelijkse dekkingsgraden. Een voortschrijdend gemiddelde brengt stabiliteit, waar

dagkoersen slechts fluctueren binnen een bepaalde bandbreedte. Het nadeel van voortschrijdend gemiddelden is echter dat ze, wanneer dagkoersen naar nieuwe niveaus bewegen, achter de ontwikkelingen aan lopen en de nieuwe informatie met vertraging doorgeven.

Een gangbare visie op de marktrente

Het bezwaar van eerdergenoemde beleggingsspagaat, namelijk dat pensioenfondsen meer renterisico zouden afdekken dan passend is bij hun eigenlijke ambitie, hangt naar onze mening sterk samen met rentevisie. Als je gelooft dat rentes schommelen rond een langjarig evenwichtsniveau – waarbij wat thans laag is op termijn weer zal stijgen en omgekeerd, in het jargon *mean reversion* genaamd – is afdekking van renterisico inderdaad niet passend. Gelet echter op het gebrek aan empirisch wetenschappelijk bewijs voor mean reversion vinden wij, met de ervaringen sinds de kredietcrisis in Europa en de nu al heel lang lage rente in Japan, dat een beleid dat uitgaat van mean reversion uitgesproken risicovol is.

Macrostabiele rekenrentes voldoen niet aan de AG-principes. Ze worden vastgesteld door ambtenaren of door commissies. Er bestaat een gedachte dat pensioenfondsen meer renterisico gaan afdekken als de (macro-)economie in recessie gaat en marktrentes dalen. Met deze marktrentes worden de verplichtingen gewaardeerd, en door meer af te dekken worden de marktrentes verder naar beneden geduwd, waardoor nog meer wordt afgedekt, enzovoorts. Waardering met behulp van marktrentes zou hierdoor macro-instabiel zijn.

Dit is conceptueel mooi opgemerkt, maar in de praktijk niet overtuigend. De relatie tussen marktrentes en de economische cyclus is lang niet zo eenduidig als deze wordt gesuggereerd te zijn. Korte rentes, die vooral door de Europese Centrale Bank worden bepaald, worden in de eerste plaats vastgesteld met het oog op inflatie en pas daarna rekening houdend met economische groei. Bij lange marktrentes spelen meer factoren een rol, waaronder inflatieverwachtingen, verwachtingen omtrent het toekomstige pad van korte rentes en een risicopremie, die vooral afhangt van de geloofwaardigheid van het beleid van de ECB. Vraag en aanbod spelen ook een rol, maar pensioenfondsen dekken niet meer renterisico af bij lage marktrentes; doorgaans wordt de renteafdekking vastgesteld op basis van strategische overwegingen voor de lange termijn. De macrostabiele rekenrente is daarom mooi op de vergadertafel van economen en politici, maar niet in de pensioenfondspraktijk.

Voorwaardelijke indexatie

Behalve kortingen laat de Pensioenwet ook voorwaardelijke indexatie ongewaardeerd. Deze kan wel in de externe waardering tot uiting komen. Daar waar de nominale aanspraken kunnen worden gezien als vreemd vermogen van pensioenfondsen – extern te waarderen met de som van risicovrije rente en credit spread – kan de voorwaardelijke toeslagverlening worden beschouwd als behorend tot het risicokapitaal, of eigen vermogen van het pensioenfonds. Deze toeslag wordt betaald uit eventuele overwinsten van het fonds. De methode van externe waardering die hiervoor kan worden gebruikt, lijkt op de waardering van het aandelenkapitaal van een onderneming. Dit wordt vaak gewaardeerd met het *Merton model* voor de kapitaalstructuur van een onderneming, waarin het aandelenkapitaal wordt gezien als een call optie op de bezittingen van de onderneming, met als uitoefenprijs de nominale waarde van het vreemd vermogen.^[7] Omdat de keuze van de rekenrente hier niet het belangrijkste aspect is, laten we dit verder buiten beschouwing.

De rekenrente in het nieuwe contract

Het nieuwe contract dat het voorgaande kabinet en de SER voorstonden in hun uitingen van 2016, of eigenlijk de verschillende varianten die ze onderzochten, onderscheidt zich onder meer van het huidige doordat het garantiestreven, dat nu leidend is, daarin komt te vervallen of in elk geval naar de achtergrond verdwijnt. In de verschillende onderzochte varianten lopen vooral de mate en vormgeving van collectiviteit en solidariteit uiteen, maar die elementen zijn voor de disconteringsmethode vooralsnog van minder belang. Het afnemend belang van het garantiestreven is dat zeker wel. Om die reden zullen we specifiek aan dat element aandacht schenken.

Wet verbeterde premieregeling

Ten dele heeft de discussie over de juiste rekenrente in een ambitieregeling al plaatsgevonden in het kader van de politieke behandeling van de Wet verbeterde premieregeling die op 1 september 2016 van kracht is geworden. Die wet maakt het mogelijk dat in een premieovereenkomst wordt afgezien van de aankoop van een vastgestelde uitkering op de pensioendatum, maar in plaats daarvan te opteren voor een uitkering waarbij de deelnemer opwaarts potentieel behoudt door middel van ‘doorbeleggen’. In de wetsbehandeling werd uiteindelijk – na een amendement van Kamerlid Van Weyenberg – geconcludeerd dat voor variabele uitkeringen, ongeacht de vorm, een risicovrije rekenrente moet worden gehanteerd voor het bepalen van de uitkeringshoogte.^[8] In een eerder voorstel was dat nog slechts het geval voor varianten met collectieve toedeling van het beleggingsrisico. Ten behoeve van de consistentie tussen de verschillende varianten is uiteindelijk ook voor varianten met individuele toedeling de risicovrije rente wettelijk voorgeschreven. Voor de varianten met collectieve toedeling van beleggingsresultaten is daartoe besloten op grond van het gegeven dat rendementsdiscontering zou leiden tot herverdelingen. Als het uitkeringsniveau wordt bepaald door het verwacht

rendement, verschuift het risico – als sprake is van een spreidingsmechanisme – van oud naar jong, zo constateren ook Bovenberg, Nijman en Werker in hun onderzoeksrapport Projectierentes in verbeterde premiereregelingen van mei 2016.^[1] Een belangrijk kenmerk van een variabele uitkering is dat de hoogte niet is gegarandeerd. Bij deze uitkeringen wordt de risicovrije rente dan ook, anders dan in het FTK, niet toegepast vanuit het idee dat een gegarandeerde pensioenuitkering zich laat waarderen als een uitkeringsstroom in vastrentende waarden. In zijn algemeenheid geldt dat discontering in premieovereenkomsten, zowel bij vastgestelde als bij variabele uitkeringen, een minder prominente (en potentieel herverdelende) rol vervult dan het geval is in uitkeringsovereenkomsten. Dit om de eenvoudige reden dat discontering in premieovereenkomsten slechts relevant is gedurende de uitkeringsperiode dan wel, in varianten van de variabele uitkering met collectieve risicodeling, vanaf tien jaar voorafgaand aan pensionering bij geleidelijke inkoop, als sprake is van een uitgestelde annuïteitsvariant. Dat betekent overigens ook dat de UFR in premieovereenkomsten maar beperkt relevant is.

Ambitieovereenkomst

Wij onderschrijven eerdergenoemde conclusie van Bovenberg, Nijman en Werker en stellen dat deze evenzeer geldt in een ambitieregeling. Ook hier zou in geval van spreiding van de resultaten discontering op basis van een verwacht rendement leiden tot een ex ante herverdeling van oud naar jong, zij het dat de omvang ervan beperkt kan zijn als de mate van intergenerationale risicodeling beperkt is.

Daarnaast, maar eigenlijk meer in het verlengde daarvan, zijn wij van mening dat de eerder aangehaalde principes van het AG in de setting van een ambitieovereenkomst onverkort van kracht blijven. Omdat op- en neerwaartse aanpassingen van rechten en aanspraken in een ambitieovereenkomst direct voortvloeien uit de waarderingmethodiek, ligt het voor de hand dat de politieke krachten op die methodiek eerder zullen toe- dan afnemen. Die krachten zijn nu trouwens ook al niet te veronachtzamen; zie de veelvuldige debatten over onder meer de invloed van het ECB-beleid, en recent nog het wetsontwerp over de rekenrente van Kamerlid Van Rooijen. Dat maakt het des te wenselijker dat de grondslag voor de waardering observeerbaar is.

Op grond van het pensioendoel is verhandelbaarheid in de waardering bij een ambitieovereenkomst bij eerste beschouwing wellicht minder van belang. De ontwikkeling van de marktrente is ons inziens echter ook hier relevant, al was het maar vanwege de relatie met toekomstig verwacht rendement en het niveau van de marktrente. Hetzelfde geldt voor hetgeen wij eerder stelden over mean reversion, zij het niet in directe relatie tot een garantiestreven in de regeling. In een ambitieovereenkomst behoudt afdekking van renterisico evengoed haar waarde in het beleggingsbeleid. Verhandelbaarheid is, om betekenisvolle aansturing van de renteafdekking mogelijk te maken, daarom ook in zo'n contract een relevant criterium.

Robuustheid, ten slotte, lijkt ons in elk contractstype een vereiste aan de waarderinggrondslag. Dat dit in een ambitieovereenkomst eveneens het geval is, behoeft derhalve geen betoog.

Conclusie

In dit artikel hebben we (nogmaals) uiteengezet op welke gronden de risicovrije rente in het huidige pensioencontract voldoet aan alle criteria die wij stellen aan een waarderingmethodiek. Het hanteren van een risicovrije rente houdt verband met het garantiestreven dat deel uitmaakt van het huidige pensioencontract, maar is niet alleen daaraan gebonden. Een overeenkomst in alle overwogen varianten voor een toekomstig stelsel is dat het garantiestreven daarin komt te vervallen. Ten aanzien van al die varianten betogen we dat de risicovrije rente, ondanks het wegvallen van het garantiestreven, ook in deze varianten de juiste basis blijft voor de waardering van de rechten en aanspraken.

Voetnoten

[1]

Drs. W. Hoekert is pensioenadviseur en drs. G. de Lange is senior consultant risk management, beiden bij Willis Towers Watson.

[2]

NB: bij gelijke verplichtingen. Merk op dat we het begrip dekkingsgraad even vermijden, omdat die afhangt van de waardering van de verplichtingen.

[3]

Hierbij hoort ook een illiquiditeitspremie, voor de geringe mate van verhandelbaarheid van de pensioenaanspraak, en een aanpassing voor de sterftekans van de deelnemer.

[4]

AG-rapport Principes voor de rentetermijnstructuur, 9 oktober 2009.

[5]

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/wil-de-echte-risicovrije-rente-opstaan>.

[6]

<https://www.mejudice.nl/artikelen/detail/laat-waardering-pensioenverplichtingen-over-aan-de-markt-niet-aan-experts>.

[7]

Merton RC. 1974. On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates. J. Finance 29:449-70.

[8]

Met verwacht toekomstig overrendement mag rekening worden gehouden door uit te gaan van een dalende uitkering. Als het verwachte overrendement zich materialiseert, blijft de uitkering op niveau – dat daarmee hoger ligt dan wanneer niet was uitgegaan van een gelijkblijvend uitkeringsniveau.

[9]

<https://zoek.officielebekendmakingen.nl/blg-751798.pdf>.