

‘Standaard toetsmodel maakt kleine pensioenfondsen duurder’

‘Niet PVK maar politiek moet normen stellen’

‘Kaler pensioen voor drie miljoen werknemers’ kopte NRC Handelsblad op zijn voorpagina van 19 september. ABP en PGGM laten de volledige koppeling tussen pensioen en loonstijgingen los om hun financiële positie te redden. Steeds meer pensioenfondsen laten het welvaartsvaste karakter van pensioenen los. De kwaliteitskrant spreekt van een crisis. Het VBA-Journaal hield met Willem Boeschoten, hoofd strategie van Shell Pensioenfonds Beheer, Jan Bertus Molenkamp, hoofd finance & information bij Mn-Services en Falco Valkenburg, actuaris en partner van Towers Perrin, een ronde tafelgesprek over de White Paper Solvabiliteitsstoets, onderdeel van het Financieel Toezichtskader (FTK), waarmee de PVK beoogt het risicobeheer van pensioenfondsen te verbeteren.

Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg reageren relativerend. ‘Ik denk dat we heel erg blij mogen zijn dat de pensioenfondsen al enkele tientallen jaren achtereen indexatie hebben kunnen geven, terwijl het voorwaardelijke toezeggingen waren,’ zegt Valkenburg halverwege de discussie. ‘We hebben drie en een half jaar exceptioneel slechte resultaten op de beleggingen gehad. Nu moeten we dus een keer een beroep doen op de voorwaardelijkheid van de indexatie.’ Boeschoten denkt dat de meeste grote fondsen grosso modo voldoen aan wat de PVK verstaat onder risicobeheersing. ‘Dat neemt niet weg dat er met name kleinere fondsen zullen zijn waar dat niet het geval is. Maar het is heel moeilijk te generaliseren. Grote pensioenfondsen hebben de risico’s misschien scherper in beeld dan de kleine, maar ze lopen allemaal tegen risico’s aan.’

Verhoogde belangstelling

Valkenburg kijkt vanuit zijn positie in de keuken van pensioenfondsen. Hij constateert dat er verhoogde belangstelling is bij besturen van pensioenfondsen voor consultantendiensten op het gebied van risicobeheer. ‘De grote pensioenfondsen hebben voor risicobeheer een eigen staf in dienst. Bij de kleine pen-

sioenfondsen hangt het er meer vanaf welk bestuur er zit. Maar ook daar zie je dat men inziet dat het belangrijk is. Vroeger was ALM vooral gericht op het vaststellen van het strategisch beleggingsbeleid. Inmiddels zie je dat alle beleidsinstrumenten een rol gaan spelen: het premiebeleid, het indexatiebeleid en het pensioenbeleid, maar aan de beleggingenkant ook allerlei alternatieve beleggingsinstrumenten. Actief versus passief management. Waar je vroeger ALM-studies deed op basis van *benchmark returns*, waar per definitie geen actief risico in zit, zie je dat dit nu wel wordt toegevoegd.’

Voor de kleine pensioenfondsen krijgen volgens Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg problemen met de aangekondigde eisen op het punt van risicobeheer. Die problemen hebben niet alleen te maken met de solvabiliteitseisen zelf, maar ook de gecompliceerdheid van het door de PVK voorgestelde standaard toetsingsmodel. Boeschoten bezocht recent een forum waar iemand de vraag opwierp of de PVK erop uit is “om alle kleintjes te smoren”. ‘Dat zou niet zo moeten zijn, vind ik, want je kunt niet aantonen dat de kleintjes het slechter hebben gedaan dan de grote.’

Molenkamp spreekt van 'een waterscheiding' tussen de kleine en de grote fondsen: 'Het Financieel Toezichtskader (FTK) wordt een grote last voor de kleine fondsen, voorspelt Molenkamp. 'Via het standaard toetsingsmodel worden kleine pensioenfondsen duurder. Ze moeten een relatief grotere buffer aanhouden. Het standaardmodel is ontworpen om zwaarder te zijn dan het interne model. Je mag verwachten dat grote fondsen een eigen model zullen ontwikkelen dat erop is toegesneden een zo klein mogelijk buffer aan te houden.' Molenkamp verwacht dat de kleine pensioenfondsen zich gedwongen zullen voelen om zich aan te sluiten bij de grotere uitvoeringsorganisaties of tot het inhuren van externe adviseurs. 'Dat soort bewegingen worden erg gestimuleerd door het nieuwe toezichtskader.' Valkenburg bevestigt die stelling. Voordat hij aanschoof had hij juist een bespreking achter de rug met de voltallige Raad van Bestuur van een onderneming met vijfduizend actieve deelnemers aan het pensioenfonds. 'Daar staat de vraag of ze nog wel met een eigen pensioenfonds moeten doorgaan als één van de opties op de agenda.'

Onderscheid

De PVK moet volgens Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg in het nieuwe FTK wel onderscheid blijven maken tussen pensioenfondsen en verzekeraars. 'Het toezicht lijkt ernaar toe te gaan dat pensioenfondsen en verzekeraars over één kam wordt geschooren. Dat zou ik jammer vinden,' zegt Valkenburg. 'Verzekeraars krijgen één keer hun premie en daarmee moeten ze het doen. Een pensioenfonds kan bijsturen. Het mooie van een pensioenfonds is dat je lasten kunt verdelen tussen generaties. Dat kan een verzekeraar niet, dus zou het logisch zijn als aan verzekeraars zwaardere buffereisen worden gesteld dan aan pensioenfondsen.'

'Hoe strakker de solvabiliteitsnormen worden, hoe meer men zal proberen de buffer zo klein mogelijk te houden, zodat de pensioenkosten in de hand kunnen worden gehouden,' verwacht Molenkamp. 'Aan alle kanten staat druk op het systeem. Mensen willen lage premies en een hoge pensioenzekerheid. Daarom willen pensioenfondsen zo scherp mogelijk varen. De deelnemers hebben in het algemeen geen heldere voorstelling hoe hun pensioen er uit ziet als ze 65 zijn, maar zijn wel geïnteresseerd in hun huidige loonstrook. Het verband tussen die twee is voor

hen vaag. Vakbondsvertegenwoordigers zitten nadrukkelijk ook met een CAO-pet op in de besturen van de pensioenfondsen.'

Weinig vertrouwen

De markt heeft weinig vertrouwen dat de PVK de solvabiliteitseisen niet zal verzwaren. Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg ook niet. 'Het voorlopig voorstel van de PVK dat een pensioenfonds met 99,5 procent zekerheid volgend jaar nog een 100 procent dekking moet hebben, spoot niet met dat uitgangspunt,' zegt Boeschoten. 'Ik zou zeggen: als de solvabiliteitseis in grote lijnen niet wordt verzwared, dan

PVK wil met FTK meer nadruk op risicobeheer

Met het nieuwe financieel toetsingskader beoogt de Pensioen- en Verzekeringskamer de kwaliteit van het risicobeheer van pensioenfondsen en verzekeraars te versterken. Het is nadrukkelijk niet de bedoeling van de PVK de solvabiliteitseisen te verzwaren. Uit de reacties op de vragen uit de White Paper Solvabiliteitstoets heeft de PVK de indruk dat het risicobewustzijn van verzekeraars tot nog toe gemiddeld groter is dan bij pensioenfondsen. De pensioenfondsen hebben altijd risico's gelopen, maar die lijken ze niet altijd scherp in beeld te hebben gehad.

Pensioenfondsen en verzekeraars die hun risicobeheer op basis van eigen interne modellen goed op orde hebben, wil de PVK belonen met een 'maatpak'. Wanneer eigen modellen de verplichtingen en de financiële positie beter weergeven dan de standaard toetsingsmethode, zal de PVK die interne toetsingsmodellen toestaan in plaats van het nieuwe standaardmodel, het 'confectiepak'. Een goede eigen methode van risicobeheer kan leiden tot een lagere vereiste solvabiliteit die meer dan de huidige toereikendheidstoets rekening houdt met het specifieke risicoprofiel.

moet de vereiste dekkingsgraad gelijk blijven voor een pensioenfonds dat gemiddeld in aandelen en in obligaties belegt. Als de dekkingsgraad voor zo'n gemiddeld pensioenfonds in het verleden 125 procent was, dan zou dat in de toekomst ook moeten gelden.' Valkenburg vindt dat de PVK juist met die zekerheidseis moet kalibreren om de solvabiliteitseis macro gelijk te houden. Hij vindt dat de normen en eisen geen kwesties zijn voor de PVK, maar voor de politiek. 'De PVK moet toetsen of de pensioen- en spaarfondsenwet goed wordt nageleefd. Daarin staat dat als de sponsor, de onderneming, wegvalt je het pensioenfonds binnen een half jaar bij een verzekeraar dient onder te brengen. Daarvoor moet je dus voldoende geld hebben. Misschien moeten we aan de politiek vragen of die dat nog steeds wil.'

'Alleen de politiek kan een afweging maken tussen de gewenste zekerheid en de maatschappelijke kosten,' zegt Molenkamp. 'Als men honderd procent zekerheid wil, dan hoort daar een kostenplaatje bij. Het is een politieke afweging te bepalen waaraan in Nederland een pensioen moet voldoen. Dat kan de PVK niet bepalen. Als men het wil zoals de PVK nu voorstelt, dan zullen de macro-economische effecten groot zijn. Het verleden laat zien dat elk fonds vrijwel tegelijkertijd kampt met hetzelfde probleem en dezelfde actie moet nemen. Dat heeft enorme effecten op de maatschappij als geheel.'

Volgens Boeschoten hoeft de soep niet zo heet te worden gegeten als de PVK die heeft opgediend: 'In de hoofdlijnennotitie van Sociale Zaken over de regeling voor het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet wordt ruimte geboden voor dispensatie wanneer het hele veld door ontwikkelingen op de financiële markten wordt getroffen. De regels worden strikter toegepast wanneer een pensioenfonds door eigen beleid in problemen komt, los van andere fondsen. Het is belangrijk dat de politiek er zich nu mee bezighoudt, omdat het gaat om de maatschappelijke aanvaarding van het zekerheidsniveau en de kosten die acceptabel zijn. Als dat kader eenmaal is vastgesteld, dan moet de PVK daarop toezicht houden.'

PVK bepaalt

Molenkamp heeft de indruk dat het beleid van pensioenfondsen steeds meer bepaald wordt door de PVK in plaats van door het bestuur. 'Besturen lijken zich steeds meer te richten op de vraag of het van de



Willem Boeschoten

De PVK gaat de kapitaaleisen dus meer differentiëren dan nu het geval is door ze toe te snijden op het individuele risicoprofiel van een pensioenfonds of verzekeraar. De toetsing van de solvabiliteit moet zijn gebaseerd op een zo reëel mogelijke weergave van de financiële positie. Daarvoor wordt de vaste 4 % rekenrente verlaten en dienen pensioenfondsen en verzekeraars de marktwaarde van hun verplichtingen als uitgangspunt te hanteren. Deze zijn niet alleen afhankelijk van de rentevoet, maar ook van de inhoud van het pensioencontract.

Als een pensioenfonds zijn verplichtingen adequaat heeft afgedekt, is het minder kwetsbaar voor bewegingen in aandelenkoersen en rentes. Het mismatchrisico bepaalt mede de hoogte van de buffer. Verzekeraars hebben de neiging om uit zichzelf al op veilige afstand van de toezichtsnormen te blijven doordat zij enerzijds te maken hebben met de concurrentie in de vrije markt en anderzijds minder sturingsmechanismen ter beschikking hebben via het premiebeleid of aanpassing van de indexering.

PVK mag. Het toetsingskader wordt daarmee het beleidskader van pensioenfondsland Nederland. Dat vind ik een risicovolle ontwikkeling.'

Boeschoten: 'Als je de White Paper leest dan willen ze dat de pensioenfondsen meer verantwoordelijkheid nemen. Maar dat werkt de PVK tegen door heel veel regels voor te schrijven. Daarmee bereik je het omgekeerde.'

Valkenburg: 'Het ondernemen is in Nederland groot geworden doordat er mensen waren die afweken van wat iedereen deed. Als je geen risico durft te nemen, dan gaat het ook niet goed.'

Pensioenfondsen leven nu aan de verplichtingenkant in een vier procentwereld. Een omslag naar waardering op marktwaarde kan volgens Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg grote gevolgen hebben op de financiële markten. 'Verplichtingen worden nu tegen vier procent gewaardeerd, wat er ook gebeurt met je beleggingen,' legt Molenkamp uit. 'Hoge durationbeleggingen fluctueren harder. Daarvoor word je in het huidige kader afgestraft. Als we overgaan naar het voorgestelde kader dan wil je om mismatch tussen beleggingen en verplichtingen te verkleinen snel de duration van de beleggingsportefeuille verhogen. Daar mag de PVK wel goed naar kijken, want voor je het weet heb je een situatie zoals in Engeland waar je aan het langste eind



Falco Valkenburg

van de curve belachelijke prijzen had omdat iedereen zijn risico's op hetzelfde moment moest indekken. Dat kan zeer marktverstoring werken.'

Valkenburg: 'Die Britse marktverstoring werd ingegeven door PVK-achtige regels, de Minimum Funding Requirements. De laatste tijd zijn die weer opgerekt. Daar moet je, omgerekend naar Nederlandse omgeving, naar 95 procent dekkingsgraad in drie jaar en naar 105 procent in tien jaar.'

Molenkamp: 'Volgens de plannen gaat de PVK de yieldcurve bepalen waartegen je verplichtingen mag verdisconteren. Het is belangrijk hoe deze yieldcurve tot stand komt. Dit geeft namelijk impliciet de beleggingen aan waarmee je de verplichtingen echt kunt matchen. Ik hoop dat de onderliggende belegging bijzonder liquide is, want anders ontstaat een probleem. Nederland heeft een groot pensioenfondsvermogen. Bijvoorbeeld als de Franse indexlin-

Hoe die mismatch kan worden verkleind, hangt af van de aard en de karakteristieken van de verplichtingen van het pensioenfonds. Als de deelnemers alleen nominale rechten hebben opgebouwd, zijn die in principe volledig te matchen met vastrentende waarden, in casu met langlopende obligaties. Een pensioenfonds zou voorts onvoorwaardelijk geïndexeerde verplichtingen goeddeels kunnen afdekken met index-linked bonds. Maar tot nu toe heeft de Nederlandse Staat geen indexobligaties uitgegeven, zodat met behulp van buitenlandse index linked producten moet worden getracht de Nederlandse inflatie te compenseren. In de praktijk hebben de meeste pensioenfondsen echter voorwaardelijk geïndexeerde verplichtingen waarvan de waarde sterk kan fluctueren door de tijd. Dit creëert een soort call-optiepositie op inflatievergoedingen. In het gunstige geval is die *in the money*, overeenstemmend met een waardevast pensioen. In het meest ongunstige geval heeft de toezegging echter een lage waarde. Afhankelijk van de toezeggingen dient het pensioenfonds een toegesneden afdekking te vinden, die mede de vereiste solvabiliteit bepaalt. De PVK toetst op basis van wettelijke eisen in de PSW of een pensioenfonds te allen tijde op eigen benen kan staan, ongeacht de financiële positie van de sponsor.

ked-bond zou worden gebruikt, dan is dat een belegging waar voor Nederlandse pensioenfondsen onvoldoende volume in bestaat om de verplichtingen te matchen. Het eerste fonds in Nederland dat weet dat ze dat gaan doen, die heeft voorsprong. Daar zit zelfs een voorkenniselement in. Het fonds dat net één minuut eerder hoort dat het bijvoorbeeld toch de Franse indexlinked-bonds worden, zit goed. Degene die het later hoort, loopt door een verslechterende marktprijs – omdat het aanbod kleiner is dan de vraag – een extra tekort op. Dus bij een mogelijke overgang naar het voorgestelde stelsel mag dat heel goed worden gemanaged. Mijn voorkeur zou het hebben om in fasen over te gaan in plaats van in één *big bang*. Van een *big bang* wordt de Nederlandse maatschappij niet gelukkig. Overigens heeft de overheid tegen Nederlandse indexlinked-bonds altijd nee gezegd. Dit idee is al een aantal keren aangekaart, maar zou heroverweging verdienen in het licht van de omvang van het pensioenfonds van de overheid.'

Overbodig

De solvabiliteitstoets is volgens Boeschoten, Molenkamp en Valkenburg in de voorgestelde vorm te streng en wellicht overbodig. 'De PVK heeft gevraagd

wat wij vinden van een aantal technische dingen uit de solvabiliteitstoets, maar heeft niet gevraagd wat wij van die toets op zich vinden,' zegt Boeschoten. 'Pensioenfondsen zijn primair geïnteresseerd in de brede invulling van het FTK. Er is een minimumtoets die toetst of er op enig moment voldoende vermogen aanwezig is. Is dat niet zo, dan moet het fonds dat aanvullen. Dan kun je nog discussiëren over of dat binnen één of twee jaar moet gebeuren, maar uiteindelijk moet je minimaal honderd procent dekingsgraad hebben. Dat is dan getoetst. Er zou daarnaast nog een continuïteitstoets voor de lange termijn moeten zijn die aangeeft hoe groot de extra reserve over een bepaald aantal jaren moet zijn. Je toetst jaarlijks of het plan om daar te komen werkt. Dat zou voldoende moeten zijn. Dan zou je niet ook nog een solvabiliteitstoets op éénjaars basis moeten hebben die in de ogen van pensioenfondsen te weinig rekening houdt met de sturingsmiddelen die ze hebben, zoals het premiebeleid, het beleggingsbeleid, het indexatiebeleid en de mogelijkheid tot bijstorting.'

Molenkamp: 'De vraag is ook in hoeverre de minimumtoets, de solvabiliteitstoets en de continuïteitstoets consistent met elkaar zijn. Vullen die elkaar



Jan Bertus Molenkamp

De solvabiliteitseisen in het FTK zullen niet veranderen als gevolg van de voorgenomen fusie tussen de PVK en de Nederlandsche Bank, maar wel op basis van de internationale ontwikkelingen op toezichtsgebied. Het Nederlandse toezingskader moet immers aansluiten bij de internationale regelgeving.

Het is mogelijk dat een verscherpt bewustzijn van de risico's zal leiden tot een ander beleggingsbeleid, bijvoorbeeld in een verschuiving van de beleggingsmix naar vastrentende waarden. Het behoort tot de verantwoordelijkheid van de besturen van de pensioenfondsen om een afweging te maken tussen de mate van beleggingsrisico en de hoogte van de pensioenpremie. De wetgever kan slechts het niveau van de gewenste zekerheid bepalen. Daarbinnen hebben de fondsen een eigen verantwoordelijkheid. De toezichthouder toetst vervolgens of ze binnen de kaders blijven.

aan, of zijn die tegenstrijdig. Als de solvabiliteits-toets heel erg streng is, dan kun je nog heel lang praten over de continuïteitstoets, maar dat maakt dan al niks meer uit omdat de solvabiliteitstoets de strengste is. Dan wordt je beleidsruimte feitelijk bepaald door die ene toets. Als het goed is, hebben die toetsen een toevoegende waarde ten opzichte van elkaar. Ik maak me er zorgen over dat dit niet zo is.'

Valkenburg: 'Op deze manier is de solvabiliteitstoets een korte termijn toets. Daarom kun je beter een kengetal meenemen in je lange termijn toets van wat over een jaar gezien je faillissementskans is. Maar niet zo'n rigide stelsel erom heen dat je als zich iets voordoet, ineens hals over kop van alles in het werk moet stellen om in heel korte tijd weer aan de toets te voldoen. Dan ga je voorbij aan het lange termijn karakter van pensioenfondsen. Besturen zullen niet met de armen over elkaar gaan zitten. Zij zullen acties ondernemen. Maar de actie zal van fonds tot fonds verschillend zijn en afhangen van de specifieke situatie bij het pensioenfonds.'

Boeschoten: 'Zonder solvabiliteitstoets creëer je een meer evenwichtig toezichtskader. Lange tijd leek het erop dat de White Paper de hoogste waarheid was. Maar nu schuiven de panelen een beetje. Voor de PVK is het ook moeilijk omdat zij niet weet wat de concrete invulling van de nieuwe pensioenwet zal zijn. De PVK is dus bezig met een bewegend doel.'

Philip Menco
Willem Nijeboer

Door middel van de White Paper wil de PVK gebruik maken van de ideeën en ervaringen van pensioenfondsen, verzekeraars, consultants en andere deskundigen in de pensioen- en verzekeringswereld. Daarmee hoopt men dat het FTK aan draagvlak zal winnen. De reacties op de White Paper Solvabiliteitstoets zullen leiden tot een aantal technische bijstellingen.

De verzekeraars hebben over het algemeen breder gereageerd op de vragen in de White Paper Solvabiliteitstoets. Pensioenfondsen daarentegen richtten zich vooral op vragen rond de vereiste dekkingsgraad. Dat weerspiegelt het historisch grotere risicobewustzijn van verzekeraars, dat zoals gezegd voortkomt uit de tucht van de markt en het ontbreken van alternatieve sturingsinstrumenten.

De PVK maakt momenteel samen met een aantal grote pensioenfondsen en verzekeraars schaduwberekeningen om te zien tegen welke problemen men oploopt. Het bepalen van de risico's die fondsen lopen met hun beleggingen levert naar verwachting van de PVK minder problemen op dan die van de vaststelling van de waarde van de verplichtingen.

Op korte termijn zal de PVK een nieuwe White Paper uitbrengen over de continuïteitstoets, die meer kijkt naar het lange termijnbeleid, de afspraken in het financieringscontract en de sturingskracht van de beschikbare sturingsmechanismen zoals premie- en indexatiebeleid. •