

Twee curves, een wereld van verschil

Theo Kocken, Bart Oldenkamp en Joeri Potters

Vorig jaar is in Nederland, eerst voor verzekeraars en vervolgens voor pensioenfondsen, nieuwe regelgeving ingevoerd die betrekking heeft op het waarderen van verplichtingen. Ogenschijnlijk zijn de nieuwe regels vrijwel identiek. Voor beide sectoren wordt marktwaardering gedeeltelijk losgelaten en wordt er een nieuwe rentetermijnstructuur in het leven geroepen die voor lange looptijden oploopt naar een constant langetermijngemiddelde. Wie naar het renterisico kijkt, ziet dat er wel een groot verschil tussen beide sectoren bestaat.

1 Inleiding

Een van de meest besproken onderwerpen in de pensioen- en verzekeringssector van het afgelopen jaar was het plan om het principe van marktwaardering bij het waarderen van de verplichtingen gedeeltelijk los te laten. De reden hiervoor was dat zuivere marktwaardering van zeer langlopende verplichtingen tekortschiet door gebrek aan liquiditeit op het lange eind van de curve. Zeer langlopende obligaties zijn nauwelijks voorhanden en de handel in renteswaps met een looptijd langer dan 30 jaar is ten opzichte van kortlopende swaps beperkt. De vraag doet zich dan voor of een volledig marktgebaseerde discontocurve voor verplichtingen niet verstoring werkt: pensioenfondsen en verzekeraars worden door de keuze van deze curve uitgenodigd te handelen in contracten met zeer lange looptijden, terwijl er nauwelijks volwassen handel in deze contracten bestaat. Deze handel zou de prijsvorming op het lange segment van de rentecurve kunnen verstoren, met nadelige gevolgen voor pensioenfondsen en verzekeraars zelf.

Een mogelijk alternatief voor een marktgebaseerde discontocurve is een rentecurve, waarbij marktrentes in het lange eind van de curve worden vervangen door een gekozen langetermijnrente, de ultimate forward rate (UFR). In juli 2012 introduceerde DNB de zogeheten ‘Smith-Wilson methode’ voor de Nederlandse verzekeringssector (de ‘verzekeringsmethode’). De toezichthouder anticipeerde hiermee naar eigen zeggen op de verwachte invoering van de Europese Solvency II-regelgeving. De verzekeringsmethode schrijft voor hoe marktrentes vanaf een ‘laatste liquide punt’ (LLP) vervangen worden door een combinatie van de laatste liquide marktrente en de vooraf opgelegde ultimate forward rate.

In Kocken, Oldenkamp en Potters (2012) wordt een aantal ongewenste bijeffecten van de verzekeringsmethode genoemd: het UFR-niveau is subjectief en daarmee onderhevig aan politiek risico. Bij het gekozen niveau voor de UFR vindt

waardeoverdracht tussen generaties plaats; er ontstaat grote gevoeligheid voor de rente in het laatste liquide punt; de prijsvorming op rentemarkten dreigt in bepaalde looptijdsegmenten te worden verstoord en er wordt een spagaat gecreëerd tussen het feitelijke economische risico en het risico zoals dat door de regelgever wordt bepaald.

In het najaar van 2012 kondigde het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) in het *Septemberpakket Pensioenen* aan dat ook voor de Nederlandse pensioensector een UFR-curve zou worden ingevoerd. De uitwerking door De Nederlandsche Bank maakte duidelijk dat de ‘pensioenmethode’ wezenlijk van de verzekeringsmethode afwijkt. Het belangrijkste verschil is dat de rol van marktdata vanaf het laatste liquide punt geleidelijk wordt afgebouwd en niet abrupt, zoals bij de verzekeringsmethode. Als gevolg van deze belangrijke aanpassing is de rentegevoeligheid in het laatste liquide punt gereduceerd en wordt de spagaat tussen economisch risico en regelgevingsrisico verkleind.

Het ministerie van SZW heeft in december tevens de commissie Ultimate Forward Rate (UFR) ingesteld. De eerste taak van de commissie is te bezien of en hoe de pensioenmethode aanpassing verdient. Uitgangspunten hierbij zijn, volgens het instellingsbesluit, dat de “UFR een zo goed mogelijke benadering vormt van de risicovrije rente die op lange termijn mag worden verwacht, en een toepassing van de UFR waardoor de rentetermijnstructuur in zijn geheel een zo goed mogelijke benadering vormt van de risicovrije rente¹”.

In dit artikel wordt de nieuwe pensioenmethode vergeleken met de verzekeringsmethode, waarbij de nadruk wordt gelegd op de rentegevoeligheid van de pensioen- en verzekeringsverplichtingen. Aan de hand van een gestileerd voorbeeld van verplichtingen laten we zien hoe een belangrijk neveneffect van de verzekeringsmethode door de pensioenmethode uit het Septemberpakket wordt ondervangen.

2 De Verzekeringsmethode

Het achterliggende idee van een UFR-curve is dat zuivere marktwaardering van zeer langlopende verplichtingen tekortschiet door gebrek aan liquiditeit op het lange eind van de curve. De marktcurve wordt om die reden vanaf een bepaald punt vervangen door een modelcurve op basis van een constante ‘ultimate forward rate’.

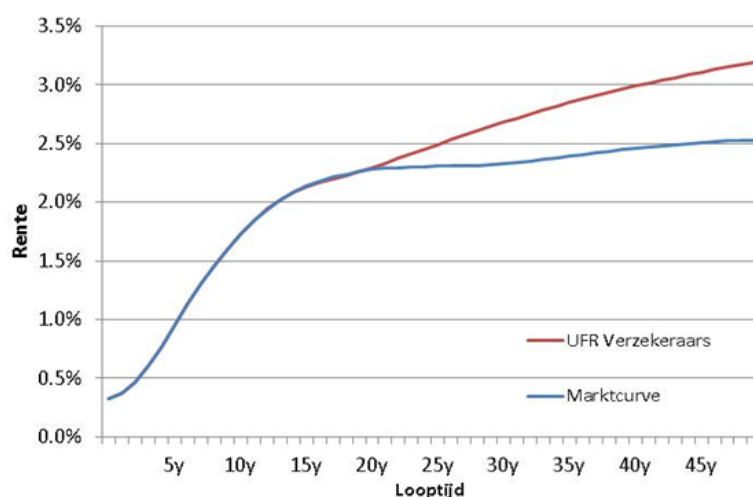
Als eerste stap in de verzekeringsmethode wordt vastgesteld tot welk punt van de curve er nog voldoende liquiditeit beschikbaar is – het zogeheten ‘Last Liquid Point’. Voorafgaand aan dit punt wordt de rentecurve volledig op marktinformatie gebaseerd, na het LLP wordt nieuwe marktinformatie juist volledig buiten beschouwing gelaten. In de huidige situatie wordt de scheidslijn na 20 jaar getrokken. Uiteraard is de abrupte overgang van een liquide naar een illiquide markt in het LLP een vereenvoudiging van de werkelijkheid.

¹ Instellingsbrief van de commissie UFR, Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Vervolgens wordt het niveau van de langetermijnrente vastgesteld. In de voorstellen voor Solvency II is gekozen voor de som van een lange termijn reëel renteniveau (2,2%) en de lange termijn verwachte inflatie (2,0%), waarmee een UFR van 4,2% resulteert. Dit niveau, dat in heel 2012 ruim boven de lange rente² lag, is in de Nederlandse voorstellen overgenomen.

Tot slot dient te worden vastgelegd *hoe* de rentecurve vanaf de laatste marktrente naar de gekozen langetermijnrente convergeert. Hiervoor zijn verschillende methoden denkbaar. Voor de verzekeringssector is de methode van Smith-Wilson³ overgenomen uit de voorstellen van Solvency II. Tevens is van belang *hoe snel* de rentetermijnstructuur convergeert naar de UFR. Hoe sneller de convergentie, hoe kleiner het gewicht dat aan de laatst beschikbare marktrente wordt toegekend en hoe groter het gewicht van de UFR. Voor verzekeraars wordt een convergentieperiode van 40 jaar in acht genomen.

Figuur 1 De rentetermijnstructuur van 31 december 2012 volgens de markt en de verzekeringsmethode



De resultante van deze procedure is voor de swapcurve van 31 december 2012 grafisch weergegeven in figuur 1. De rentetermijnstructuur voor de verzekeraars en de marktcurve lopen de eerste 20 jaar synchroon. Vanaf het 20-jaarspunt begint het verschil op te lopen, tot ongeveer een half procentpunt na veertig jaar. De 40-jaars UFR spotrente - ongeveer 3% - is nog redelijk ver van de ultimate forward rate verwijderd. Dit is omdat het convergentieproces niet geldt voor de spotrente, maar

² Zowel de 30- als de 50-jaars swaprente kwam in 2012 niet uit boven 2,7%.

³ De methode van Smith-Wilson is een extrapolatiemethode die oorspronkelijk ontwikkeld is om een realistische rentetermijnstructuur af te leiden voor minder ontwikkelde financiële markten. Zie voor nadere uitleg en een technische beschrijving van de methode de documentatie van EIOPA of Finanstilsynet

voor de forwardrente.⁴ De 1-jaars rente *in* het veertigste jaar (de *forward* rente in jargon; niet zichtbaar in de grafiek) ligt al boven de 4%. De wijziging in de forwardrente leidt slechts tot een beperkte verandering van de 40-jaars spotrente.

3 Gevolgen van de invoering van de UFR-verzekeringsmethode

De werking van de verzekeringsmethode wordt toegelicht aan de hand van een gestileerd voorbeeld van (pensioen)verplichtingen met een contante waarde van 10 miljard euro en een *looptijd (ook wel duration) van de verplichtingen* van 18 jaar. Ter vergelijking worden de berekeningen tevens uitgevoerd voor een rijper en een jonger pensioenfonds. De dekkingsgraad van de drie fondsen is bij aanvang 100%. Omwille van de vergelijkbaarheid worden de effecten van zowel de pensioen- als de verzekeringsmethode uitgedrukt in (pensioen)dekkingsgraadpunten.

- Het ‘waarderingseffect’ springt het meest in het oog. Bij invoering van de verzekeringsmethode daalt de waarde van de verplichtingen (de UFR lag in december 2012 ver boven de daadwerkelijke marktrente). De grootte van het effect hangt af van het renteniveau *voor* omschakeling en de aard van de verplichtingen. Het effect is groter naarmate de verplichtingen een langere looptijd hebben. Bij de rentestand van ultimo december 2012 en een UFR van 4,2% zou de dekkingsgraad voor de modelfondsen met 1% tot 8% toenemen (Tabel 1).

Tabel 1 Impact van invoering UFR op waarde verplichtingen

Type pensioenfonds (looptijd)	Verandering dekkingsgraad (%)
Jong (26 jaar)	+8,2
Gemiddeld (18 jaar)	+3,3
Oud (12 jaar)	+0,9

- Het ‘risico-effect’ is dat de rentegevoeligheid van de verplichtingen wijzigt na toepassing van de verzekeringsmethode: er wordt immers geen marktdata voorbij het LLP meer meegenomen en er bestaat daardoor geen gevoeligheid voorbij dit punt. Dit impliceert dat partijen die hun renterisico op basis van de nieuwe regelgeving willen beheersen, hun renterisicobeleid anders moeten uit-

⁴ Bij de methode van Smith-Wilson wordt onderscheid gemaakt tussen spot- en forwardrentes. De *n*-jaars spotrente is de rente die wordt verdiend op een investering die vandaag begint en *n* jaar loopt. Een forwardrente is een rente die wordt verdiend op een investering die start en eindigt in de toekomst. Er bestaat een duidelijke relatie tussen spot- en forwardrentes. De 21-jaars spotrente s_{21} volgt uit de 20-jaars spotrente s_{20} en de 20x1 forwardrente $f_{20,21}$ volgens

$$(1 + s_{21})^{21} = (1 + s_{20})^{20}(1 + f_{20,21})$$

De spotrente reageert gedempt op veranderingen in de forwardrente. Een stijging van de 20x1 forwardrente met 21 bp leidt slechts tot een stijging van de spotrente s_{21} met ongeveer 1 bp.

voeren. Economisch gezien verandert het risico niet; wanneer een verzekeraar besluit te voldoen aan de regelgevingseisen en het risicobeleid daarop aanpast, zal het economisch risico juist toenemen. Een bijstelling van het langetermijn-niveau (bijvoorbeeld van 4,2% naar 3,2%) zal grote verliezen teweegbrengen die vroeger wel, maar nu niet meer beheerst kunnen worden.

In het navolgende wordt de nadruk gelegd op het risico-effect: de gevolgen voor de rentegevoeligheid en het risicomanagement. Het directe dekkingsgraadeffect is weliswaar bijzonder relevant voor onder andere indexering en afstempelen, maar heeft geen invloed op de prijsvorming van renteproducten. Het risico-effect kan echter leiden tot een forse marktverstoring (dat indirect weer effect heeft op de dekkingsgraad). Merk op dat marktverstoringen in het illiquide deel van de curve juist de reden waren om de UFR überhaupt te overwegen: het medicijn is in dit geval erger dan de kwaal. We nemen in het navolgende aan dat het gestileerde pensioenfondsen het afdekkingsbeleid inderdaad aanpast aan de nieuwe omgeving⁵. Hoe de renteafdekking van pensioenfondsen onder de UFR moeten worden aangepast en welke handel dit teweeg kan brengen, wordt in de volgende paragraaf behandeld.

4 Veranderde rentegevoeligheid onder de verzekeringsmethode

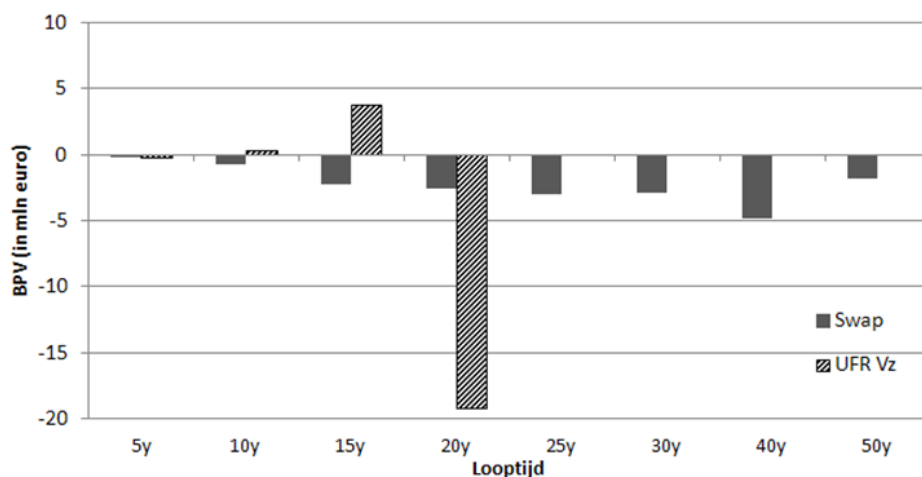
Het renterisico van de verplichtingen van een fonds kan het beste worden weergegeven door te kijken naar de rentegevoeligheid *per looptijdsegment* van de rentecurve. Op deze wijze doet men namelijk recht aan het feit dat renterisico zich niet alleen etaleert door parallelle verschuivingen van de curve, maar ook door relatieve bewegingen tussen segmenten op de curve, zoals een draaiing.

In Figuur 2 staat het renterisico voor de verplichtingen van het voorbeeldfonds weergegeven, opgesplitst naar dergelijke looptijdsegmenten. Uitgangspunt hierbij is marktwaardering van de verplichtingen. De hoogte van de staafjes in het diagram geeft de zogenaamde *basis point value* (bpv) weer, dat wil zeggen de absolute waardeverandering van de verdisconteerde kasstromen als de rente in het specifieke looptijdsegment met één basispunt (0,01%) verandert.

Het renterisico wijzigt indien marktwaardering wordt losgelaten en wordt vervangen door de verzekeringsmethode. De gevoeligheid van verplichtingen met een looptijd langer dan de LLP hangt niet langer af van een marktrente met dezelfde looptijd. De modelrente hangt alleen af van de laatst beschikbare spot- en forward-rente en de hoogte van de UFR.

⁵ Overigens wordt het voor ondernemingspensioenfondsen nog lastiger hun risico's te beheersen, want de IFRS-regelgeving gaat niet uit van een UFR-curve. Ander beleid ten aanzien van het afdekken van marktrisico's binnen een pensioenfonds kan hierdoor ongewenste implicaties hebben voor de balans van de onderneming.

Figuur 2 Rentegevoeligheid van de verplichtingen per looptijdsegment; de verplichtingen worden contant gemaakt tegen de swapcurve en de UFR-curve voor verzekeraars.



Een viertal effecten springt direct in het oog:

- De totale rentegevoeligheid van de verplichtingen valt netto ongeveer 20% lager uit onder UFR dan onder marktwaardering. De daling van de totale rentegevoeligheid komt doordat bewegingen in het lange eind van de curve worden gedempt.
- Verder is zichtbaar dat er nu sprake is van een gevoeligheid op slechts enkele punten op de curve, tot het LLP (in plaats van een gevoeligheid naar alle looptijden onder pure marktwaardering). Na het 20-jaars punt is er geen gevoeligheid meer voor markttrentes.
- Opvallend is de substantiële tegengestelde gevoeligheid van de 15-jaars rente. De UFR-curve voorbij het LLP hangt sterk af van de helling van de curve in het LLP en deze hangt op zijn beurt weer af van de laatste twee gebruikte markttrentes (in dit geval de 15- en 20-jaarsrente), zoals hierboven toegelicht. Een basispunt verandering in de 15- en 20-jaars rente betekent een verandering van de waarde van de verplichtingen van 4 miljoen (0,04%) respectievelijk -19 miljoen euro (-0,19%) .
- In vergelijking met de rentegevoeligheid van de verplichtingen onder marktwaardering valt verder de enorme concentratie in het segment rond het 20-jaars punt op. Deze concentratie wordt veroorzaakt doordat de rentegevoeligheid van alle kasstromen met een looptijd langer dan 20 jaar vertaald wordt naar het laatste marktpunt door de specifieke keuze van het LLP. In het voorbeeld is de rentegevoeligheid in een punt onder UFR (-19 miljoen) groter dan de totale rentegevoeligheid van de verplichtingen onder marktwaardering (-18 miljoen).

5 Gevolgen voor afdeckingsbeleid onder de UFR-verzekeringsmethode

De laatste twee effecten – de tegengestelde gevoeligheid in het 15-jaars punt en de enorme concentratie van rentegevoeligheid in het 20-jaarspunt – zouden aanleiding geven tot een aardverschuiving in de afdeckingsbehoefte van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, indien deze zich zouden afdekken volgens de UFR-curve. Uit bovenstaande figuren volgt dat pensioenfondsen de renteafdekking voorbij het LLP afbouwen en verschuiven naar rondom het LLP. Bovendien wordt er een tegenovergestelde positie ingenomen in het 15-jaars punt. Kortom: daar waar fondsen zich vroeger over de volle breedte beschermden tegen dalende rentes, concentreert een groot deel van het risico zich in een enkel punt en zullen fondsen zich nu ook voor een deel indekken tegen stijgende rentes. Het LLP dreigt door de regelgevingseis *de facto* het ‘Least Liquid Point’ te worden.

We hebben doorgerekend welke effecten het implementeren van de theoretisch optimale afdekking op de pensioensector zou hebben. Daarbij worden twee effecten onderscheiden. Ten eerste zouden pensioenfondsen in Nederland massaal handelen en daarbij transactiekosten maken, geschat in de orde van grootte van 500 miljoen euro voor de Nederlandse sector⁶. Bovendien worden jaarlijks extra transactiekosten gemaakt om de renteafdekking te onderhouden. Deze aanvullende kosten vallen ook hoger uit, omdat de afdekking veel vaker dan voorheen moet worden bijgesteld. De looptijd van de renteafdekking neemt immers ieder jaar af, terwijl de rentegevoeligheid van langlopende kasstromen in het verzekeringsmodel (bijna) onveranderd naar het 20-jaars punt – dat wil zeggen naar de LLP - blijft.

Ten tweede betekent de handel in de 15- en 20-jaars punten een transactievolume dat het gebruikelijke volume in de Nederlandse pensioensector volledig overstijgt. De mogelijke omschakeling van de Europese verzekeringssector naar dezelfde UFR betekent een nog verdere concentratie van handel in één of een beperkt aantal punten op de curve. Het is onmogelijk het effect hiervan te kwantificeren, maar het vergt weinig fantasie om voor te stellen dat de *spread* tussen de 15- en 20-jaars rente onder grote druk komt te staan en speelbal wordt van pensioenfondsen en verzekeraars. Dit is zorgwekkend, temeer daar deze spread op zijn beurt weer bepalend is voor de UFR curve.

Een tegenwerping zou kunnen zijn dat pensioenfondsen helemaal niet massaal zouden overgaan op de nieuwe manier om risico's af te dekken. Fondsen zouden ook vast kunnen blijven houden aan de huidige vorm van afdekking, waarbij de economische (markt)waarde van de verplichtingen leidend is. Uit de sterke ver-

⁶ Uitgangspunt bij deze indicatie van de kosten is het gemiddelde pensioenfonds met een *looptijd* van 18 en een balansomvang van 10 miljard. Er wordt aangenomen dat het renterisico voor 50% wordt afgedekt. De overgang naar de nieuwe regelgeving betekent dat voor circa 2,5 miljard aan langlopende swaps wordt afgewikkeld en er voor 4 miljard aan korter lopende swaps wordt teruggekocht. De transactiekosten hiervoor worden geschat op 5 miljoen euro. De verplichtingen van de gehele Nederlandse pensioensector liggen een factor 100 hoger, zodat de indicatieve kosten voor de gehele Nederlandse pensioensector op 500 miljoen euro worden geschat.

schillen tussen de bpv-plaatjes in Figuur 2 volgt dat fondsen zich dan wel moeten voorbereiden op mogelijk forse ‘regelgevings’-dekkingsgraadschommelingen. Uit de figuur blijkt dat vooral bewegingen in de 20-jaars rente tot waardeveranderingen leiden ten opzichte van de regelgevingswaarde van de verplichtingen. Als het fonds vasthoudt aan economisch afdekken, verliest het per basispunt rentedaling in de 20-jaars rente 16 miljoen euro in de ogen van de regelgever, wat neerkomt op 16 basispunten van de verplichtingen. Bij bewegingen in de 15-jaars rente is de gevoeligheid zelfs andersom: bij een economische afdekking *daalt* de UFR dekkingsgraad met 6 basispunten wanneer de 15-jaars rente met 1 basispunt *stijgt*. De gevolgen van veranderingen in de 15- en 20-jaars rente zijn omwille van de eenvoud los geanalyseerd van bewegingen in de overige segmenten van de curve.

Als daarentegen gekozen wordt voor afdekking op basis van de nieuwe regelgeving, is het fonds blootgesteld aan aanpassingen in de UFR die weer niet af te dekken zijn. Een daling van de langetermijnrente van 4,2% naar 3,2% zou bijvoorbeeld leiden tot een daling van de dekkingsgraad die, afhankelijk van de fondskarakteristieken, kan oplopen tot 4,5% (zie Tabel 2).

Tabel 2 Impact op dekkingsgraad van een verlaging van de UFR van 4,2% naar 3,2%

Type pensioenfonds (looptijd verplichtingen)	Verandering dekkingsgraad (%)
Jong (26 jaar)	-4.5
Gemiddeld (18 jaar)	-1.8
Oud (12 jaar)	-0.4

6 De Pensioenmethode: een stap in de goede richting

De verzekeringsmethode bevat twee weeffouten die weggenomen moeten worden. Ten eerste is het niveau van de UFR zelf arbitrair. Het gekozen niveau resulteert in waardeoverdrachten tussen generaties (reeds gepensioneerde deelnemers worden eerder geïndexeerd of minder gekort dan op basis van de economische situatie gerechtvaardigd zou zijn). En er wordt een groot, niet af te dekken risico van onverwachte aanpassingen in de langetermijnrente gecreëerd. Ten tweede leunt de UFR-curve voor verzekeraars te veel op een enkel punt op de curve, wat leidt tot degeneratie van de rentemarkten en renteafdekking die strijdig is met de economische risico's. In oktober 2012 kondigde het ministerie van SZW aan dat voor de Nederlandse pensioensector een alternatieve UFR-methode van kracht zou worden. Het belangrijkste verschil is dat bij de nieuwe methode geleidelijk in plaats van abrupt wordt overgegaan van marktdata naar modelparameter. Het tweede ongewenste effect wordt hierdoor gerepareerd.

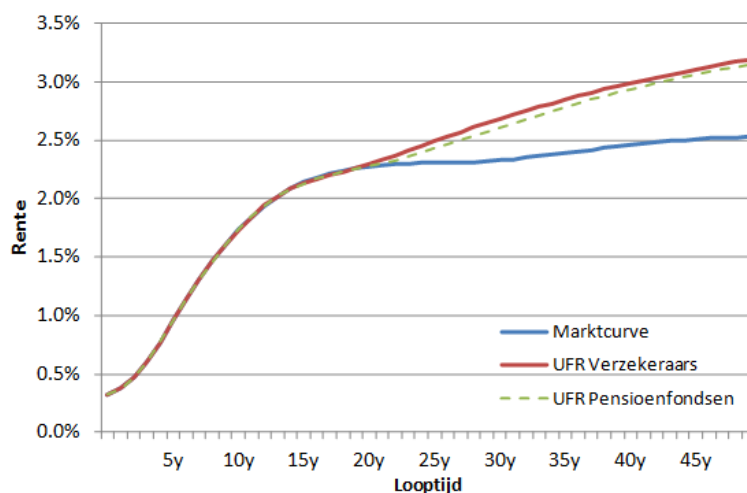
De concentratie van risico in één enkel punt en het tegengestelde risico aan de laatste daaraan voorafgaande marktrente worden veroorzaakt door de abrupte overgang van markt naar model. In Kocken, Oldenkamp en Potters (2012) wordt een methode gepresenteerd die zeer sterk lijkt op de Smith-Wilson methode, maar waarbij marktdata niet abrupt wordt afgekap. In deze methode blijven marktdata

voor alle looptijden meegewogen worden, hoewel het gewicht van de marktdata kleiner wordt naarmate de looptijd van de rente langer is. Het resultaat van deze variant is een rentecurve die qua vorm sterk lijkt op de rentecurve voor verzekeraars, maar waarbij de rentegevoeligheid veel evenwichtiger over de verschillende looptijdsegmenten is verdeeld.

De ‘pensioenmethode’ die DNB in oktober 2012 presenteerde, wijkt verder af van Smith-Wilson en is eenvoudiger toe te passen. Belangrijk is dat DNB het principe van een geleidelijke overgang van markt naar model ook heeft toegepast. Bij het construeren van de UFR-curve voor pensioenfondsen wordt onderscheid gemaakt tussen drie looptijdsegmenten:

- In het eerste segment, met looptijden tot 20 jaar, wordt de rentecurve volledig uit marktinformatie afgeleid. De curve wijkt in dit segment niet af van de normale FTK-curve.
- In het tweede segment, met looptijden tussen 20 en 60 jaar, wordt nieuwe marktinformatie in afnemende mate meegewogen. Als uitgangspunt wordt voor ieder jaar in dit segment de reguliere 1-jaars forwardrente afgeleid. Deze forwardrente wordt vervolgens gemiddeld gewogen met de UFR, waarbij het gewicht van de UFR toeneemt (en het gewicht van de marktinformatie navenant afneemt) met de looptijd. De veertig gewichten zijn door DNB vastgelegd en wijzigen niet.
- In het derde segment, na 60 jaar, wordt geen nieuwe marktinformatie meer meegenomen. Iedere nieuwe 1-jaars forward in het model is gelijk aan de UFR.

Figuur 3 De rentetermijnstructuur van 31 december 2012 volgens de markt, de verzekerings- en de pensioenmethode

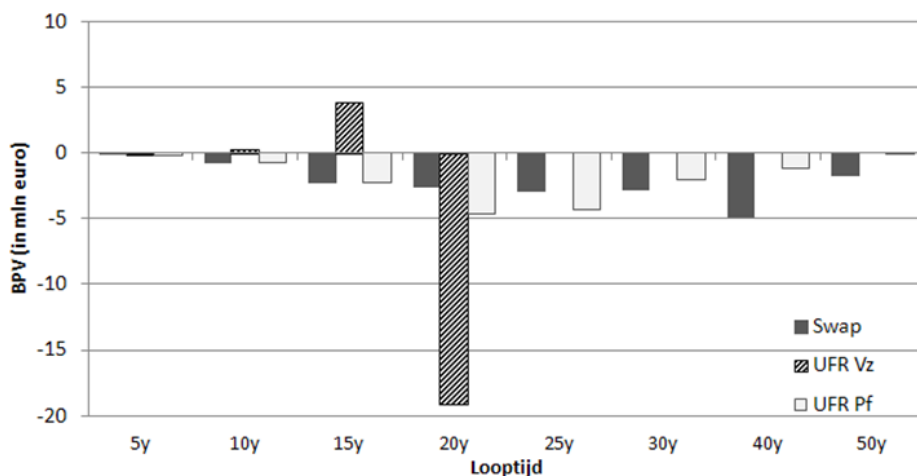


Het resultaat van deze methode is weergegeven in figuur 3. Er valt op dat de UFR-curves voor pensioenfondsen en verzekeraars op deze datum grote gelijkenis vertonen. In beide gevallen vertoont de curve een knik na 20 jaar en loopt de rente vervolgens op richting de UFR. De spotcurve volgens de pensioenmethode ligt iets la-

ger dan de verzekeringscurve, maar het verschil is nergens groter dan tien basispunten. Het effect op de waarde van de verplichtingen is dan ook vergelijkbaar. Het relatief jonge pensioenfonds ziet de dekkinggraad niet met 8,2% (zie Tabel 1), maar met 7,1% verbeteren. Voor het gemiddelde en rijpe fonds zijn de verschillen nog kleiner.

Het grote verschil tussen beide UFR-methoden wordt zichtbaar wanneer we kijken naar de rentegevoeligheid van de verplichtingen per looptijdsegment, zoals weergegeven in Figuur 4. Waar het renterisico eerder werd geconcentreerd in het 20-jaarspunt, wordt het bij de pensioenmethode gespreid over alle looptijden. Er valt op dat – zoals beoogd – minder gewicht wordt toegekend aan marktrentes naarmate de rentelooptijd langer is: dat is een gevolg van de convergentie naar de UFR die gehandhaafd is.

Figuur 4 Rentegevoeligheid van de verplichtingen per looptijdsegment; de verplichtingen worden contant gemaakt tegen de swapcurve, de UFR-curve voor verzekeraars en de UFR-curve voor pensioenfondsen.



Het risicopatroon op basis van de pensioenmethode sluit veel nauwer aan bij het patroon dat volgt uit gebruik van de swapcurve. Dat is een belangrijk resultaat. Het betekent dat het verschil tussen de economisch optimale afdekking en de afdekking volgens de regelgeving aanzienlijk wordt verkleind. Een pensioenfonds dat zijn economische risicobeleid wil aanpassen aan de nieuwe regelgeving, hoeft niet langer zulke grote aanpassingen te doen en zal minder kwijt zijn aan transactiekosten, zowel éénmalig als bij jaarlijkse aanpassingen. Tot slot zijn de grote tegengestelde posities rond het LLP verdwenen. Dit komt omdat iedere model-forward nu afhangt van zijn eigen markt-forward en niet langer van de markt-forward in het LLP. Omdat het renterisico als vanouds over alle looptijden is gespreid, is er minder reden aan te nemen dat pensioenfondsen eenzijdig posities zullen innemen en daarmee de swapcurve grondig zullen verstoren of manipuleren.

7 Resterende nadelen van de UFR voor pensioenfondsen

De pensioenmethode van DNB betekent vanuit het oogpunt van risicomanagement een flinke stap in de goede richting. Desondanks kleven ook aan deze methode nog bezwaren. De UFR-waarde, momenteel op 4.2% gezet, is duidelijk geen vervanger voor de huidige risicoloze rente, hoogstens voor de verwachte risicoloze rente voor de lange termijn. De verwachte risicoloze rente voor de lange termijn is geen parameter waarmee je (partiële) garanties tussen generaties prijst. En het eerlijk waarderen van onderlinge garanties is en blijft de essentie van de disconteringsvoet, ook in het nieuwe pensioencontract onder FTK2.

Bovendien is de UFR-waarde in de huidige methode een subjectief getal en daarmee onderhevig aan politiek risico; er is geen regel die beschrijft hoe dit getal wordt aangepast aan structurele veranderingen in marktomstandigheden. Zoals het CPB aangeeft (Lever, Mehlkopf en Van Ewijk, 2012), zorgt de huidige waarde van 4,2% voor waardeoverdracht van jong naar oud. Het is wenselijk dat de UFR-waarde volgens een objectieve methode wordt bepaald. En objectief betekent dat de rente, linksom of rechtsom, gebaseerd is op liquide marktinformatie. Een marktgerelateerde UFR zou bijvoorbeeld kunnen worden vastgesteld als het gemiddelde van de 10-, 20- en 30-jaarsrente. Met een dergelijke keuze wordt het resterende basisrisico verder gereduceerd.

Tot slot bestaat er nu een onwenselijk onderscheid tussen de methoden voor pensioenfondsen en verzekeraars. Het ligt niet in de lijn der verwachting dat verzekeraars de pensioenmethode kunnen toepassen, zolang de methode van Smith-Wilson in de voorstellen voor Solvency II opgenomen blijft. Het ministerie van SZW onderkent dit probleem en vraagt de commissie UFR in de aanstellingsbrief “rekening te houden met de vergelijkbare methode die naar verwachting door de European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) zal worden ontwikkeld.”

8 Conclusies

In het afgelopen jaar is in de pensioen- en verzekeringssector uitgebreid gesproken over plannen om het principe van marktwaardering gedeeltelijk los te laten. De discussie over de rentecurve spitste zich voornamelijk toe op de grote beweeglijkheid van de marktrente en de betrouwbaarheid van de marktinformatie die wordt gebruikt om rentes met een zeer lange looptijd vast te stellen. Om aan deze zaken tegemoet te komen, is voorgesteld dat de lange rentes op het veronderstelde illiquide deel van de curve voortaan worden gemodelleerd op basis van een gekozen langetermijnrente, de ‘ultimate forward rate’ (UFR).

In juli voerde DNB, vooruitlopend op nieuwe Europese regelgeving, een UFR-curve in voor Nederlandse verzekeraars. In dit artikel wordt aangetoond dat deze curve leidt tot ongewenste effecten voor deelnemers van pensioenfondsen.

Het eerste effect wordt veroorzaakt door de arbitraire keuze van de zogenaamde Ultimate Forward Rate (UFR) binnen de voorstellen. Het langetermijnniveau van 4,2% impliceert bij de huidige rentestand waardeoverdracht van jong naar oud en geeft daarnaast aanleiding tot een niet te beheersen risico op toekomstige aanpassingen van deze UFR, mocht deze langdurig sterk afwijken van de marktrente. De gevolgen van de keuze van de UFR kunnen echter eenvoudig beheerst worden door betere afspraken te maken hoe de UFR wordt vastgesteld.

Het tweede effect van de invoering van de verzekeringsmethode komt voort uit het feit dat beschikbare marktinformatie voorbij het 20-jaars punt wordt weggegooid. Deze methode heeft tot gevolg dat de rentegevoeligheid zich vooral concentreert in het 15- en 20-jaars punt op de curve, waardoor zeer grote aanpassingen van de renteafdekking nodig zijn. De gevolgen zijn dat de rentes in sommige looptijdsegmenten verstoord zullen worden en dat de kosten voor pensioenfondsen en verzekeraars aanzienlijk kunnen toenemen.

In oktober kondigde het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) aan dat voor de Nederlandse pensioensector een andere UFR-methode van kracht zou worden. Het belangrijkste verschil is dat bij de nieuwe methode sprake is van een geleidelijke overgang van marktdata naar UFR. Hierdoor wordt het tweede ongewenste effect gerepareerd.

In dit artikel hebben we laten zien dat de twee UFR-methoden verschillen en overeenkomsten hebben. De twee methoden hebben gemeen dat het lange stuk van de rentetermijnstructuur oploopt en minder volatiel wordt. Het waarderingseffect was ultimo 2012 nagenoeg gelijk, omdat de twee curves over de hele linie maar een paar basispunten van elkaar verschillen. Voor beide curves geldt tot slot dat de netto rentegevoeligheid daalt ten opzichte van volledige marktwaardering.

Het grootste verschil wordt zichtbaar in het renterisicoprofiel. Waar het renterisico bij de verzekeringsmethode wordt geconcentreerd in het laatste liquide punt, wordt het bij de pensioenmethode gespreid over alle looptijden. Deze aanpassing is goed nieuws voor pensioenfondsen, omdat het verschil tussen de economische en regelgevingsafdekking aanzienlijk wordt verkleind. Een pensioenfonds dat zijn economische afdekking geheel of gedeeltelijk wil aanpassen aan de nieuwe regelgeving, hoeft dankzij de invoering van de pensioenvariant niet langer zulke grote aanpassingen te doen en zal aanzienlijk minder kwijt zijn aan éénmalige en jaarlijkse transactiekosten.

Auteurs

Theo Kocken is hoogleraar Risk Management aan de Vrije Universiteit; Theo Kocken, Bart Oldenkamp en Joeri Potters (e-mail: j.potters@cardano.nl) zijn werkzaam bij Cardano.

Literatuur

- Becker, L., 2012, The unintended consequences of the UFR, *Risk Magazine*, december 2012.
- Blake, D, R. Merton et al., 2012, Alternatieve aanpak UFR: internationale groep onderzoekers adviseert EIOPA, Comments on Draft Technical Specifications.
- Bonenkamp, J, M. Lever en R. Mehlkopf, 2012, Aanpassing toezicht pensioenfondsen (septemberpakket), 24 september 2012.
- DNBulletin, 2012, UFR geeft pensioenen aanknopingspunt in woelige markten, 3 oktober 2012.
- EIOPA, 2010, QIS 5 Risk-Free Interest Rates - Extrapolation Method.
- Finanstilsynet, 2010, A Technical Note on the Smith-Wilson Method, 1 juli 2010.
- Kocken, T, B. Oldenkamp en J. Potters, 2012, An Alternative Model for Extrapolation, *Insurance Risk*, augustus 2012.
- Lever, M., R. Mehlkopf en C. van Ewijk, 2012, Generatie-effecten Pensioenakkoord, CPB notitie, 23 mei 2012.
- Ministerie van SZW, 2012, Aanstellingsbrief commissie UFR, december 2012.
- Smith, A. en T. Wilson, 2001, Fitting Yield Curves with Long Term Constraints, Research Notes, Bacon and Woodrow.