
Het nieuwe financieel toetsingskader

Jaap Hoek
Portfolio Strategist
Investment Solutions &
Research

Roderick Molenaar
Portfolio Strategist
Investment Solutions &
Research

Remmert Koekkoek
Portfolio Manager
Customized Overlay
Management

Peter van der Spek
Portfolio Manager
Customized Overlay
Management

INHOUD

1) Inleiding	3
2) Overzicht van de wijzigingen in het nieuwe FTK	4
3) Nieuwe methodiek bepaling Vereist Eigen Vermogen	9
4) Effecten aanpassingen UFR	12
5) Conclusie	14
6) Appendix	15

Inleiding

Woensdag 25 juni 2014 heeft staatssecretaris Jetta Klijnsma van Sociale Zaken en Werkgelegenheid het wetsvoorstel 'Wet aanpassing financieel toetsingskader (FTK)' ingediend bij de Tweede Kamer. In deze white paper bespreken we de veranderingen in het toetsingskader en de effecten van het nieuwe FTK voor pensioenfondsen. Deze wijzigingen gaan natuurlijk pas in indien de Tweede Kamer en de Eerste Kamer instemmen met het voorstel zoals het nu voorligt.

Het nieuwe FTK is nog steeds gebaseerd op de nominale aanspraken, waardoor de indexatieambitie onder druk blijft staan. Het pensioencontract moet completer worden, waardoor de wijze waarop risico's worden opgevangen bij voorbaat duidelijker gemaakt moet worden. Financiële schokken en de schokken als gevolg van veranderende levensverwachtingen kunnen gedurende een periode van maximaal tien jaar uitgesmeerd worden. De indexatie wordt aan zwaardere eisen onderworpen, omdat de te verlenen indexatie duurzaam moet zijn. Daarnaast is het uitkeren van inhaalindexatie en/of het teniet doen van eventuele kortingen pas mogelijk bij hogere dekkingsgraden, waarbij er nog additionele eisen gelden. Hierdoor zal de inhaalindexatie verder uit beeld verdwijnen. De haalbaarheidstoets zal de huidige continuïteitsanalyse vervangen. Met deze toets zal het fonds moeten aantonen dat het verwachte pensioenresultaat in lijn is met de eerder gewekte verwachtingen. Daarnaast moet het contract dusdanig zijn, dat het resultaat in een 'slecht weer scenario' niet te veel afwijkt van de verwachte uitkomst.

In hoofdstuk 2 zullen we kort de wijzigingen van het FTK bespreken. In hoofdstuk 3 staan de nieuwe richtlijnen voor de bepaling van het Vereist Eigen Vermogen centraal, waarna in hoofdstuk 4 de effecten van de nieuwe UFR-methodiek beschreven worden. Hoofdstuk 5 bevat de conclusie.

Overzicht van de wijzigingen in het nieuwe FTK

In dit hoofdstuk zullen we de wijzigingen in het nieuwe FTK bespreken. Tevens zullen we de effecten van de verschillende wijzigingen met voorbeelden uitwerken. Een aantal technische voorbeelden zijn opgenomen in de appendix.

Completer pensioencontract

In het nieuwe pensioencontract moeten de risico's en de wijze waarop pensioenfondsen hiermee in de toekomst zullen omgaan vooraf duidelijk gemaakt worden. Hierdoor zullen de deelnemers een beter inzicht krijgen in hun te verwachten pensioen, maar ook in de risico's die daarmee gepaard gaan en waardoor het pensioen hoger of lager kan uitvallen. Sinds 2012 moet een pensioenfonds een financieel crisisplan opstellen, waarin het fonds aangeeft hoe het met mee- en tegenvallers zal omgaan. Met name zal het fonds vooraf moeten aangeven welke maatregelen getroffen kunnen worden indien de dekkingsgraad daalt naar kritische grenzen waarbij de (indexatie-) ambitie bedreigd kan worden. Het crisisplan krijgt in de nieuwe voorstellen een expliciete wettelijke basis.

Er is daarnaast een apart traject opgestart, waarin de communicatie naar de deelnemers onder de loep genomen wordt en waaruit wettelijke voorschriften zullen volgen.

Het pensioencontract moet compleet worden. Vooraf moet duidelijk zijn wat voor maatregelen een fonds neemt, indien de dekkingsgraad daalt naar kritische grenzen

Stabieler toezichtskader

De toetsing uit hoofde van het FTK zal niet meer plaatsvinden op basis van de actuele dekkingsgraad, maar op basis van een beleidsdekkingsgraad. Deze beleidsdekkingsgraad is gelijk aan het voortschrijdend gemiddelde van actuele dekkingsgraden over de laatste twaalf maanden. De 3-maandsmiddeling van de rentetermijnstructuur, zoals die in de huidige methodiek sinds eind 2011 toegepast moet worden, komt te vervallen.

Bij de waardering van de verplichtingen zal de UFR-methodiek in enigszins gewijzigde vorm gehandhaafd blijven. Daarbij wordt de hoogte van de UFR aangepast. Bij de introductie van de UFR in het Septemberpakket in 2012 is er voor gekozen om de UFR gelijk te stellen aan 4,2%, conform een studie van de Europese toezichthouder (EIOPA). Een onderzoek van de Commissie UFR heeft in 2013 een andere aanpak voorgesteld voor de bepaling van de UFR, waarbij de hoogte gebaseerd wordt op een 10-jaars gemiddelde van de forward rentes.¹ Door deze wijziging is de UFR momenteel (eind tweede kwartaal 2014) gelijk aan 3,6%. Daarnaast stelt de Commissie UFR ook nog een tweetal andere wijzigingen voor. In een volgend hoofdstuk gaan we nader in op de effecten van deze wijzigingen.

Dakpannen in plaats van kruierend ijs

Een belangrijke verandering in het nieuwe FTK betreft de wijze waarop een pensioenfonds moet handelen indien het fonds niet beschikt over het vereist eigen vermogen. In het huidige FTK moet een fonds bij het optreden van een reserve- en/of een dekkingstekort² een lange termijn (vijftien jaar) herstelplan indienen, waarvan in geval van een dekkingstekort ook een korte (drie jaar) termijn plan deel uit moet maken. Aan het eind

¹ Deze forward rente betreft de ingeprijsde 1-jaars rente over 20 jaar

² Er is sprake van een dekkingstekort indien de dekkingsgraad lager dan 105% is, terwijl er sprake is van een reservetekort indien de buffer kleiner is dan het vereist eigen vermogen

van de 3- of 15-jaars periode is het fonds extra gevoelig voor negatieve schokken, daar er geen verder uitstel mogelijk is. Hierdoor zijn er eventueel draconische maatregelen nodig om nog aan de vereisten te kunnen voldoen.

In het voorstel voor het reële contract in 2013 is een uitsmeerperiode van maximaal tien jaar geïntroduceerd voor elke nieuwe schok. In het nieuwe FTK-voorstel is dit element overgenomen. Er wordt hierbij echter geen onderscheid gemaakt, zoals in het voorstel voor het reële contract, tussen enerzijds financiële schokken (RAM) en anderzijds schokken in de levensverwachting (LAM). Zolang een fonds niet over het vereiste eigen vermogen beschikt, moet het jaarlijks een nieuw herstelplan indienen. In dit plan moet het fonds laten zien dat het binnen maximaal tien jaar weer over het vereiste eigen vermogen kan beschikken. Indien dit niet mogelijk is, zullen er additionele maatregelen genomen moeten worden om het herstel wel mogelijk te maken. Deze maatregelen moeten in principe evenredig over de tijd verdeeld worden. Er zal ook een (aangepast) herstelplan moeten worden geschreven indien de Commissie Parameters een nieuw advies uitbrengt, hetgeen in principe elke vijf jaar zal gebeuren.

Het effect van de nieuwe opzet is vooral zichtbaar indien een fonds een dekkingstekort heeft. In de huidige opzet zal een negatieve financiële schok in het derde en dus laatste jaar van het korte termijn herstelplan resulteren in additionele maatregelen en eventueel kortingen om de dekkinggraad op 105% te brengen (de 'kruisend ijs'-methodiek). In de nieuwe opzet moet het fonds een nieuw herstelplan indienen waarin het moet aantonen dat de buffer aan het eind van de herstelperiode minimaal gelijk is aan het vereiste eigen vermogen (de 'dakpannen'-methodiek).

Het voorschrift, dat bij een reserve- of dekkingstekort jaarlijks een nieuw herstelplan ingediend moet worden, impliceert dat het herstel bij afwezigheid van positieve financiële ontwikkelingen wel meer dan tien jaar kan vergen. Elk jaar wordt er immers naar verwachting een tiende van het tekort aan het begin van het jaar opgeheven. Het is dus mogelijk dat een fonds voor zeer lange tijd een reservetekort blijft houden. Dit is een verschil met het huidige FTK, waarin een fonds in principe aan het einde van het lange termijn herstelplan het reservetekort weggewerkt moet hebben, desnoods ten koste van kortingen.

De duur van de spreidingsperiode is in beginsel afhankelijk van de karakteristieken van het fonds. Voor een vergrijzend fonds kan een kortere herstelperiode gebruikt worden om ongewenste generatie-effecten te beperken. DNB kan ook een kortere spreidingsperiode dan tien jaar opleggen.

Indien een fonds gedurende vijf achtereenvolgende jaren een dekkingstekort heeft, zal er sneller ingegrepen moeten worden. Indien aan het eind van periode van vijf jaar zowel de beleids- als de actuele dekkinggraad onder het niveau van het minimum vereiste eigen vermogen ligt, zullen er maatregelen getroffen moeten worden zodat de actuele dekkinggraad op het vereiste niveau komt te liggen. Deze maatregelen kunnen bestaan uit bijstortingen door de werkgever en het korten van de aanspraken (ultimum remedium). Het korten kan eenmalig plaatsvinden of uitgesmeerd worden over de herstelperiode, waarbij de voorgenomen toekomstige kortingen wel onvoorwaardelijk zijn. In het laatste geval kan na het optreden van een financiële meevaller eventueel wel weer in latere jaren indexatie toegekend worden waardoor de korting lager zal uitvallen.

Net als in het huidige FTK is het een pensioenfonds niet toegestaan de strategische portefeuille aan te passen bij een reservetekort als daardoor het vereiste eigen vermogen toeneemt. Strikt genomen betekent dit voor veel fondsen dat de strategische portefeuille

Zolang een fonds niet over het vereiste eigen vermogen beschikt, moet het jaarlijks een nieuw herstelplan indienen

nog beperkt kan worden door een keuze die al in 2008 gemaakt is. Dit terwijl de regelgeving en de omgeving veranderd is. Tevens wordt in onze optiek de beleggingsspagaat, doordat het sturen op zowel een hoge mate van zekerheid van nominale aanspraken als een indexatie ambitie niet goed samen gaan, niet opgelost, maar wordt deze slechts minder strikt. De beleggingsspagaat is weer wel van groot belang indien een fonds al vier jaar een beleidsdekkingsgraad onder de 105% heeft. Het fonds moet dan rekening houden met het feit dat aan het eind van het lopende vijfde jaar eventueel additionele maatregelen, waaronder het eventuele korten, genomen moeten worden.

Indexatiebeleid

De toekenning van indexatie is in het nieuwe voorstel aan strenge eisen gebonden. Het toeslagenbeleid moet allereerst vooraf vastgesteld worden. Daarnaast wordt de drempel waarboven indexatie verstrekt kan worden opgehoogd naar een beleidsdekkingsgraad van 110%. Tevens moet het fonds kunnen aantonen dat het eigen vermogen dusdanig is dat het naar verwachting de toegekende indexatie ook in de toekomst permanent kan toekennen. Om de hoogte van de indexatie te bepalen zijn er rekenregels opgesteld. Een vuistregel is dat er voor een gemiddeld fonds circa 1% indexatie toegekend kan worden voor elke 10%-punt dekkingsgraad boven de ondergrens van 110%. De indexatieregel kan ofwel absoluut zijn, er wordt bijvoorbeeld naar verwachting jaarlijks 1% indexatie toegekend worden, ofwel relatief zijn. Bij het laatste kan bijvoorbeeld jaarlijks naar verwachting 50% van de loongroei als indexatie worden toegekend. Deze aanpak geldt eveneens als het fonds geen expliciete indexatieambitie geformuleerd heeft. Indien er echter sprake is van een onvoorwaardelijke indexatietoezegging, gaat bovenstaande regeling niet op en zal de indexatie via een opslag op de premie verzekerd moeten zijn. Het gevolg van de nieuwe vereisten is dat voor een aantal fondsen het moment van volledige indexatie verder in de toekomst is komen te liggen. Bij een loonindexatie van 2,5% is volledige indexatie immers pas mogelijk vanaf een dekkingsgraad van circa 135%, terwijl de huidige indexatiestaffels veelal van 105% naar 130% lopen.

Indien het fonds een reserve- of dekkingstekort heeft, moet het een herstelplan indienen. Onderdeel hiervan kan een beperking van de indexatie zijn om aan het einde van de herstelperiode aan de eis inzake het vereist eigen vermogen te kunnen voldoen. In dat geval zal de te verlenen indexatie lager kunnen uitvallen dan uit hoofde van de indexatieregel toegestaan zou zijn.

Het betalen van inhaalindexatie en/of het teniet doen van in het verleden opgelopen kortingen kan enkel dan worden uitgevoerd als de beleidsdekkingsgraad boven het niveau ligt, waarbij ook in de toekomst de indexatieambitie volledig nagestreefd kan worden. Dit niveau zal ook boven de dekkingsgraad behorende bij het vereist eigen vermogen moeten liggen. Er mag jaarlijks slechts 10% van de aanwezige ruimte voor inhaalindexatie of het teniet doen van de in het verleden opgelopen kortingen benut worden. Als de dekkingsgraad behorende bij het vereist eigen vermogen 130% is en vanaf een dekkingsgraad van 135% volledige indexatie in de toekomst mogelijk is, zal er indien de beleidsdekkingsgraad 150% bedraagt, toch slechts 1,5%-punt ruimte (10% van (150%-135%)) gebruikt kunnen worden om inhaalindexatie te betalen of de korting uit het verleden (deels) teniet te doen. Daarnaast kan de inhaalindexatie en het teniet doen van de korting slechts aan die groepen toegekend worden, waarvoor in het verleden de indexatie beperkt is of die gekort zijn.

Generatie-effecten

Analyses van het CPB laten zien, dat de hierboven beschreven spreiding van mee- en

Voor veel fondsen zal de invulling van de strategische portefeuille nog beperkt worden door een keuze die soms al in 2008 is gemaakt

Inhaalindexatie raakt voor veel fondsen verder uit beeld

tegenvallers voor een gemiddeld pensioenfonds geen (grote) generatie-effecten inhouden. Het uitsmeren van negatieve schokken is in het voordeel van de oudere generaties, terwijl de regels voor indexatie in het voordeel van de jongere generaties zijn. Elk pensioenfonds moet echter kunnen aantonen dat ook voor dat fonds de belangen van de verschillende generaties op evenwichtige wijze behartigd zijn. Daar een pensioenfonds slechts een beperkt aantal instrumenten tot haar beschikking heeft (premie-, indexatie- en beleggingsbeleid, alsmede de lengte van de herstelperiode) kan dit een uitdaging zijn.

Kostendekkende premie

De huidige aanpak om de kostendekkende premie te bepalen aan de hand van de gemiddelde rente over maximaal de laatste tien jaar blijft gehandhaafd. De opslag voor het vereist eigen vermogen blijft tevens gehandhaafd en zal door de verhoging van het vereist eigen vermogen door de nieuwe regels zelfs toenemen; de hoogte bedraagt circa 26% voor een gemiddeld fonds. De premie hoeft in een situatie van onderdekking echter niet meer bij te dragen aan het herstel van de dekkingsgraad.

Het blijft daarnaast mogelijk om de premie te bepalen op basis van het verwachte rendement. Hieraan worden echter wel additionele eisen gesteld. Er moet een opslag meegenomen worden voor de financiering van de indexatie-ambitie. Als de opslag voor het vereist eigen vermogen hoger is, kan deze laatste opslag van toepassing blijven. De premie kan gedempt worden doordat de mogelijkheid bestaat om het verwachte rendement voor maximaal vijf jaar vast te zetten. De eis dat de premie moet kunnen bijdragen aan het herstel van de dekkingsgraad is vervallen.

Door deze maatregelen blijft de volatiliteit van de premie beperkt ten opzichte van een premie die op basis van de actuele markttrentes is bepaald.

Een CPB-studie toont aan dat de premies naar verwachting met circa 11% zullen dalen over de periode 2014-2017, waarbij de daling voornamelijk komt door de invoering van het nieuwe Witteveenkader (verhoging pensioenleeftijd naar 67 jaar, verlaging van opbouwpercentage naar 1,875% en aftopping van de fiscale aftrekbaarheid bij 100.000 euro). Het verhogende effect van de nieuwe parameters zoals die tot uiting komt in een hoger vereist eigen vermogen of een lager verwacht rendement door de aanpassing door de Commissie Parameters, doet het gunstige effect van het Witteveenkader slechts deels teniet.

Het voorstel bevat ook nieuwe regels met betrekking tot mogelijke premiekortingen. Deze zijn alleen toegestaan indien het pensioenfonds over het vereist eigen vermogen beschikt, de oorspronkelijke ambities over de afgelopen tien jaar waargemaakt heeft en de voorwaardelijke indexatie ook in de toekomst mogelijk is.

Haalbaarheidstoets

De haalbaarheidstoets zal de bestaande continuïteitsanalyse gaan vervangen. De huidige analyse heeft voornamelijk betrekking op het verwachte pad, terwijl de nieuwe analyse ook kijkt naar de uitkomsten in een optimistisch en pessimistisch ('slecht weer') scenario.³ De uitkomsten zullen in de toekomst een belangrijke rol gaan spelen bij de communicatie naar de deelnemers.

Bij introductie van het nieuwe FTK moet het fonds, bij wijzigingen van het pensioencontract en bij (significante) beleidswijzigingen, aan kunnen tonen dat het

De eis dat de premie moet kunnen bijdragen aan het herstel van de dekkingsgraad is vervallen

³ Het rapport van de Commissie Parameters uit februari 2014 bevat een beschrijving van de voorgeschreven scenario's.

verwachte pensioenresultaat (nog) in lijn is met de gewekte verwachtingen. Hiervoor voert het fonds een haalbaarheidstoets uit.

De uitkomsten in met name het slecht weer scenario geven aan in welke mate het pensioenresultaat kan fluctueren. Deze fluctuatie zal afgezet moeten worden tegen een door het fonds zelf te bepalen (maximale) bandbreedte waarbinnen het pensioenresultaat mag fluctueren. De bandbreedte is hierbij afhankelijk van de risicohouding van het fonds. Indien de uitkomsten niet in lijn zijn met de verwachtingen of de risicohouding zal het fonds het beleid moeten heroverwegen.

Jaarlijks zal getoetst moeten worden of het verwachte pensioenresultaat nog in lijn is met de gewekte verwachtingen. Daarnaast moet bekeken worden of het fonds in een slecht-weer-scenario nog binnen de vooraf gestelde bandbreedtes blijft. Indien aan een van beide testen niet meer voldaan wordt, zal men aan de arbeidsvoorwaardentafel moeten besluiten of het nodig is om maatregelen te nemen.

Aangezien de specificaties van de haalbaarheidstoets nog niet nader uitgewerkt zijn, is het op voorhand niet duidelijk wat de effecten hiervan op het (strategisch) beleggingsbeleid zullen zijn.

Prudent Person

Pensioenfondsen moeten op dit moment al rekening houden met het 'prudent person'-beginsel bij de invulling van hun (beleggings-)beleid. In het nieuwe FTK zal het beginsel nader ingevuld worden met nieuwe regelgeving.

Overgangsmatregelen

Veel pensioenfondsen hebben momenteel nog een reservetekort en daardoor een herstelplan. Per 1 januari 2015 zullen alle lopende herstelplannen en de daaruit voortvloeiende maatregelen vervallen. Indien een fonds gedurende 2014 met een dekkingstekort geconfronteerd wordt, hoeft het fonds geen additionele maatregelen te nemen.

De stijging van het vereist eigen vermogen als gevolg van de nieuwe methodiek (zie het volgende hoofdstuk) zal tot effect hebben dat een aantal fondsen, die op basis van de huidige regelgeving uit herstel zijn, per 1 januari 2015 weer een reservetekort hebben. Het effect van de nieuwe UFR is niet op voorhand duidelijk, daar ook de driemaands-middeling tot eind 2014 een rol speelt en de actuele dekkingsgraad vervangen wordt door de beleidsdekkingsgraad.

Alle fondsen met een reservetekort moeten per 1 januari 2015 een nieuw herstelplan indienen. Als gevolg van de overgang naar de nieuwe systematiek krijgen deze fondsen echter een additionele twee jaar om terug te keren naar het vereist eigen vermogen.

Met de haalbaarheidstoets moet een fonds aantonen dat het verwachte pensioenresultaat in lijn is met de gewekte verwachtingen

Nieuwe methodiek bepaling Vereist Eigen Vermogen

Per 1 januari 2015 zal ook de herziening van de berekenings-systematiek voor de bepaling van het vereist eigen vermogen ingevoerd worden.

Gedurende de crisis in 2008/2009 werd duidelijk, dat de voorgeschreven buffers te laag waren om met een zekerheid van 97,5% te voorkomen, dat pensioenfondsen binnen een jaar een vermogen hadden, dat lager was dan de verplichtingen. In 2011 is een rapport verschenen waarin nieuwe richtlijnen voorgesteld worden. De nieuwe richtlijnen verhogen het gemiddelde vereist eigen vermogen van 21,7% naar 26,6%.

De belangrijkste elementen in de wijziging zijn een verhoging van de schok voor de berekening van het risico van zakelijke waarden, een nadere invulling (i.e. verhoging) van de schok voor het kredietrisico en de invoering van een positieve correlatie van deze schok met de schok in zakelijke waarden en rentes. Er wordt een additionele buffer geïntroduceerd voor actief beheer binnen aandelenportefeuilles. Een belangrijk nieuw element is het 'doorkijkbeginsel', waarbij beter naar de achterliggende risico's gekeken moet worden. Dit zal vooral zijn invloed krijgen bij complexe producten als bijvoorbeeld hedgefondsen.

De nieuwe richtlijnen verhogen het gemiddelde vereist eigen vermogen van 21,7% naar 26,6%

Hieronder zullen we per type schok kort de wijzigingen beschrijven.

Tabel 1.1: Voorgestelde aanpassingen risicoscenario's en correlatieparameters⁴

scenario	risicofactor	subfactor	huidig	nieuw
S1	reenterisico	factor 15 jaars rentedaling	0,77	0,75
S2	zakelijke waarden risico	aandelen ontwikkelde markten	25%	30%
		aandelen opkomende markten	35%	40%
		private equity	30%	40%
		vastgoed	15%	15%
S3	valutarisico		20%	15%
S4	grondstoffenrisico		30%	35%
S5	kredietrisico	AAA	40%	60 bps
		AA	40%	80 bps
		A	40%	130 bps
		BBB	40%	180 bps
		≤BB	40%	530 bps
S7	Actief beheer risico		n.v.t.	o.b.v. tracking error

scenario	scenario	huidige correlatie	nieuwe correlatie	
S1 (reenterisico)	S2 (aandelenrisico)	0,5	0,4	indien S1 gebaseerd is op een daling
S1 (reenterisico)	S5 (kredietrisico)	0	0,4	indien S1 gebaseerd is op een daling
S2 (aandelenrisico)	S5 (kredietrisico)	0	0,5	

Bron: 'Uitwerking herziening berekeningssystematiek Vereist Eigen Vermogen' (2011), SZW

Renterisico (S1)

Het renterisico wordt gemeten door de huidige situatie te vergelijken met een situatie waarin de rente daalt of stijgt. Hiertoe wordt de rente vermenigvuldigd met een factor. Deze factor wordt kleiner voor rentedalingen, waardoor de daling toeneemt. Daarnaast worden er nu ook aparte factoren voor de reële rentes opgenomen, waardoor inflatie-gerelateerde obligaties beter tot hun recht komen.

Zakelijke-waardenrisico (S2)

Gedurende de kredietcrisis werd duidelijk dat de op dat moment gehanteerde schokken niet meer afdoende waren. De schokken voor beursgenoteerde aandelen worden daarom met 5%-punt opgehoogd, terwijl de schok voor private equity met 10%-punt verhoogd wordt om het effect van de grote(re) mate van financiering met vreemd vermogen mee te nemen. Waar het huidige FTK een onderscheid maakt tussen direct en indirect vastgoed, wordt dit in het voorstel vervangen door een onderscheid tussen beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed. Voor beursgenoteerd vastgoed zal in de nieuwe opzet een schok vereist worden die gelijk is aan die van beursgenoteerde aandelen. Voor niet-beursgenoteerd vastgoed zal de mate van leverage een rol spelen bij de hoogte van de uiteindelijke schok. De correlatie tussen de S1 en S2 schokken wordt verlaagd van 50% naar 40%.

Valutarisico (S3)

Het valutarisico wordt nader uitgesplitst naar de achterliggende risico's: de schok voor een goed gespreide valutaportefeuille (het aandeel van valuta's van de opkomende landen is hierin beperkt tot circa 33%) bedraagt 15%. Voor een slecht gediversifieerde valutaportefeuille, met bijvoorbeeld voornamelijk exposure naar de US dollar, zal de schok 20% bedragen. De schok voor een valutaportefeuille die voornamelijk is gebaseerd op de valuta uit één enkele opkomende markt bedraagt 35%.

Grondstoffenrisico (S4)

De schok wordt met 5%-punt verhoogd naar 35%. Dit is conform de ophoging van het zakelijke-waardenrisico.

Kredietrisico (S5)

Eén van de grootste wijzigingen betreft de inschatting van het kredietrisico. In het huidige FTK is de schok gelijk aan het effect van een stijging van de creditspread met 40%. Deze aanpak werkt procyclisch (een lage buffer in economisch goede tijden en een hoge buffer in slechte tijden). In het nieuwe voorstel is de schok gebaseerd op een absolute stijging van de creditspread per ratingklasse. Daarnaast zijn de schokken niet meer onafhankelijk van de schokken in de rente en zakelijke waarden. De correlatie met de renteschok (S1) bedraagt 40% en de correlatie is 50% met de zakelijke-waardenschok (S2). De effecten zijn vooral voor high-yieldbeleggingen aanzienlijk: de schok kan een factor 5 toenemen. Hierbij is het effect van de correlatie met S1 en S2 nog niet meegenomen.

De effecten zijn vooral voor high-yield-beleggingen aanzienlijk. Het effect op S5 kan met een factor 5 toenemen

Het is voorsnog niet duidelijk of bovenstaande systematiek ook voor staatsobligaties opgaat. In Solvency II worden bijvoorbeeld staatsobligaties uit de eurozone niet meegenomen bij de bepaling van het kredietrisico. Indien dit risico wel wordt meegenomen kan dit tot een forse toename van S5 leiden. Voor een AAA staatsobligatie met een duration van 10 is het effect circa 6%. Dit effect is met de huidige systematiek nihil.

Actief beheer (S7)

Het voorstel introduceert een additionele risicobron, namelijk het effect van actief beleid

(binnen in eerste instantie enkel beursgenoteerde aandelen). De hoogte van de schok wordt gerelateerd aan de ex-ante tracking error en de TER's. Indien de tracking error kleiner dan 1% is, zal er geen schok benodigd zijn.

Voor de overige risico's als bijvoorbeeld operationeel- of concentratierisico worden geen expliciete schokken gegeven, maar moet het fonds wel kunnen aantonen dat het deze risico's beheerst.

Wel of geen standaardmodel

Bovenstaande risicoscenario's zijn adequaat voor een standaard pensioenfonds. Als het pensioenfonds echter kan aantonen dat het standaardmodel niet afdoende is voor (een deel van) de beleggingsportefeuille, kan het in overleg met DNB ervoor kiezen om het hieraan gerelateerde deel van de bestaande scenario's te vervangen door scenario's gebaseerd op een intern model.

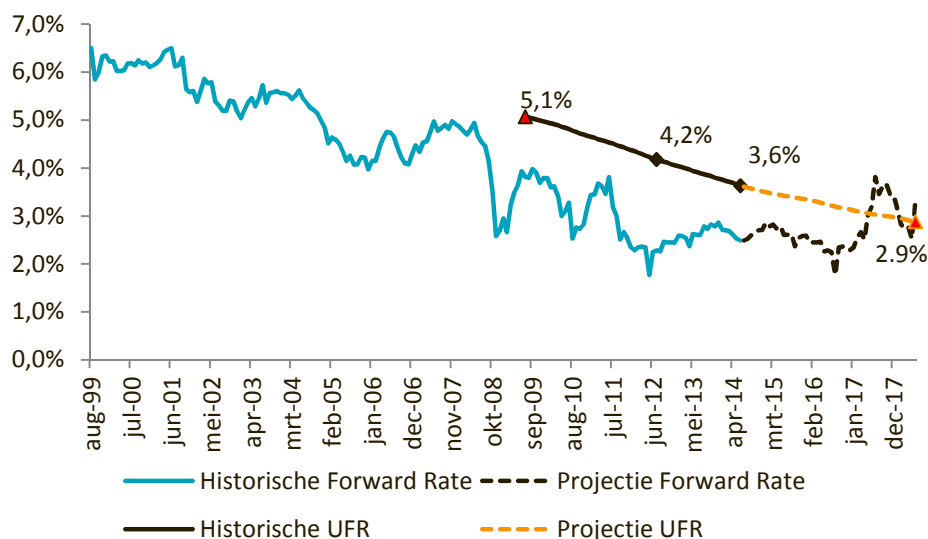
Effecten aanpassingen UFR

De nieuwe methodiek voor bepaling van de UFR is in oktober 2013 voorgesteld door de Commissie UFR. Naar verwachting zullen er geen grote veranderingen komen in de door de Commissie UFR voorgestelde methodiek.

De belangrijkste wijziging ten opzichte van de huidige UFR-methode is dat de UFR zelf niet langer een vaste rente van 4,2% is, maar een variabele rente die gebaseerd is op een 10-jaars voortschrijdend gemiddelde van de 1-jaars 20-jaars forward rente. Daarnaast is ook de extrapolatiemethode ter bepaling van de rentes na 20 jaar veranderd.

De voorgestelde methode produceert momenteel geen grote afwijkingen ten opzichte van de huidige methode. Voor een gemiddeld pensioenfonds stijgt de waardering van de verplichtingen met 1% à 2% en de rentegevoeligheid met 4%. Het feit dat adviezen ten aanzien van eventuele toekomstige aanpassingen in deze UFR-methode onderdeel zullen zijn van de taakopdracht van de Commissie Parameters introduceert extra onzekerheid, die niet is af te dekken.

Figuur 1, Historie en een scenario voor de 20-jaars forward rente en UFR



De daling van de UFR zal nog aanhouden, zelfs als rentes vanaf nu gaan stijgen

Bron: Robeco

Figuur 1 illustreert de werking van de nieuwe berekeningswijze voor het niveau van de UFR. Het niveau van de UFR zit in een dalende trend. De daling van de UFR zal nog even aanhouden, zelfs als rentes vanaf nu gaan stijgen. Ter illustratie is in de grafiek een projectie van de forward rente opgenomen die gelijk is aan de gespiegelde ontwikkeling van de afgelopen vier jaar⁴. In dit scenario zal de UFR verder dalen naar 2,9% ondanks een

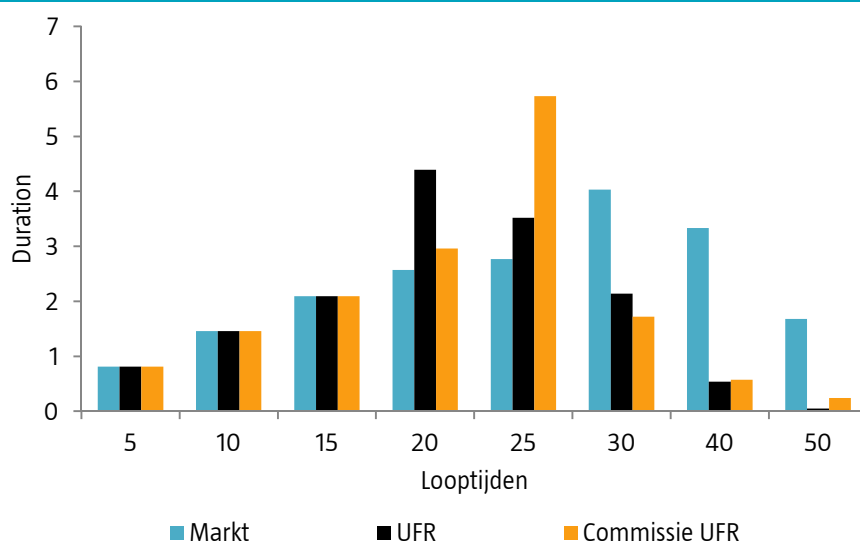
⁴ De spiegeling vindt vanaf juli 2014 plaats. De marktrente van juli 2014 (een maand later) is dan gelijk aan die van juni 2014 (een maand eerder), de marktrente van juli 2015 (een jaar later) is dan gelijk aan die van juni

lichte stijging van de rente.

Naast het pad dat de renteontwikkeling volgt, speelt tevens de horizon een belangrijke rol. Een renteschok werkt in de eerste maand slechts voor 1/120 mee in de bepaling van het niveau van de UFR. Indien de schok echter aanhoudt zal het effect op de UFR met het verstrijken van de tijd groter worden. Dit maakt rente-afdekking op basis van de UFR complex (zie voor meer informatie de appendix).

Wanneer we kijken naar de rentegevoeligheid van de verplichtingen over de curve per 30 juni 2014, dan resulteert het volgende beeld⁵.

Figuur 2, Voorbeeld rentegevoeligheid van verplichtingen



Bron: Robeco

Voor meer achtergrond over de UFR-methodiek verwijzen wij naar de appendix en naar onze publicatie Update Advies Commissie UFR oktober 2013.

2013 (een jaar eerder) enz.

⁵ Alle durations zijn uitgedrukt ten opzichte van de marktwaarde van de verplichtingen.

Conclusie

Het wetsvoorstel voor de aanpassing in het FTK behelst een aantal aanpassingen. Ten opzichte van het bestaande FTK zijn er geen grote wijzigingen. Wat dat betreft is er sprake van evolutie en geen revolutie.

Het nieuwe FTK blijft gebaseerd op nominale aanspraken. Hierdoor zal voor veel fondsen de indexatieambitie onder druk blijven staan. De indexatie zelf kan alleen plaatsvinden als er voldoende buffer is. Deze buffer kan eenduidig worden afgeleid, waardoor het indexatiebeleid van fondsen meer met elkaar in lijn komt. De mogelijkheid tot inhaalindexatie of het terugdraaien van eerdere kortingen komt voor veel fondsen verder uit beeld te liggen.

Door de strengere eisen aan de solvabiliteitsbuffer zullen veel fondsen in 2015 een herstelplan moeten opstellen. In dit plan dienen fondsen aan te tonen dat zij binnen tien jaar boven het vereist eigen vermogen komen. Door een overgangperiode zal de 10-jaarsperiode in eerste instantie worden verlengd naar twaalf jaar. De strengere eisen raken vooral bedrijfsobligaties en complexe portefeuilles zoals hedgefondsen.

Het nieuwe FTK vereist dat het pensioencontract compleet wordt gemaakt. Tevens dienen fondsen veelal een strikter financieel crisisplan op te stellen, waarin maatregelen zijn opgesteld indien de dekkingsgraad onder kritische niveaus komt. Fondsen maken hiervoor gebruik van de zogenaamde beleidsdekkingsgraad. Doordat deze dekkingsgraad een gemiddelde dekkingsgraad over twaalf maanden is, leidt dit tot een stabielere toezichtskader.

Alle fondsen dienen vanaf 2015 jaarlijks een haalbaarheidstoets uit te voeren. Met deze toets zal het fonds moeten aantonen, dat het verwachte pensioenresultaat in lijn is met de eerder gewekte verwachtingen. Het pensioencontract moet dusdanig zijn dat het resultaat in een slecht-weer-scenario niet te veel afwijkt van de verwachte uitkomst.

Opvallend bij alle veranderingen is dat in het geval van een reservetekort de bestaande strategische portefeuille het uitgangspunt blijft. In het bijzonder mogen fondsen geen additionele risico's nemen ten opzichte van deze portefeuille. Hierdoor zullen veel fondsen hun beleid moeten blijven uitvoeren startend met een strategische portefeuille die in 2008 is opgesteld.

Met de invoering van de nieuwe FTK zal tevens de UFR-methodiek worden aangepast. Dit leidt waarschijnlijk tot een daling in de dekkingsgraden. De nieuwe UFR-methodiek is complexer dan zowel de marktsystematiek als de oude UFR-methodiek. Groot winstpunt is dat de 3-maandsmiddeling vervalt. Beleidssturing op UFR rente-afdekking blijft echter een uitdaging.

Appendix

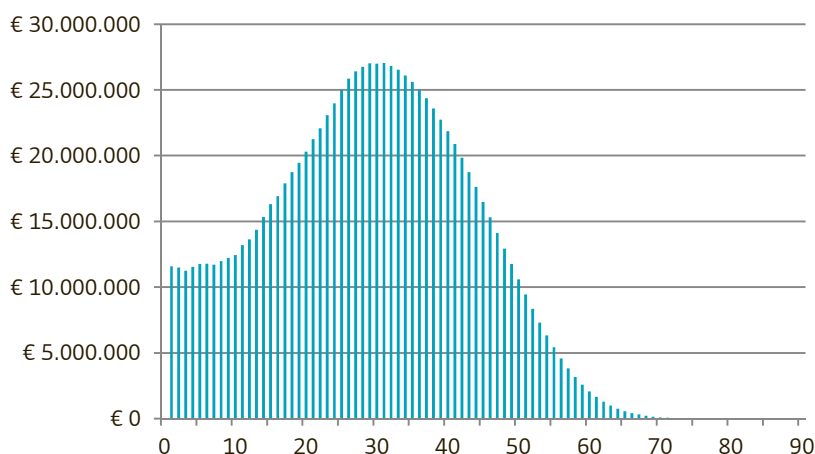
In deze appendix staan wij stil bij een aantal veranderingen in het FTK. We kijken hier naar de technische uitwerking. Deze uitwerking is gebaseerd op onze interpretatie van alle relevante teksten. Een deel van de uitwerking moet nog in lagere wetgeving worden uitgewerkt. Hierdoor kunnen onderstaande resultaten veranderen.

Hoe wordt de indexatieruimte bepaald?

De toekenning van indexatie is in het nieuwe voorstel aan strenge eisen verbonden. Een belangrijk uitgangspunt is dat het fonds voor indexatie moet kunnen aantonen dat het eigen vermogen dusdanig is, dat zij naar verwachting de toegekende indexatie ook in de toekomst permanent kan toekennen. Hoe werkt dit in de praktijk?

Om deze vraag te beantwoorden bekijken we een voorbeeldfonds A. Figuur A1 laat de verplichtingen van dit fonds zien.

Figuur A1 – Verplichtingen van fonds A per looptijd



Bron: Robeco

De dekkingsgraad van het fonds heeft zich positief ontwikkeld. De vraag is of het fonds kan overgaan tot indexatie en, indien dit het geval is, hoe hoog de indexatie mag zijn. Om dit te bepalen voert het fonds de volgende stappen uit.

1. Alle verplichtingen worden opgehoogd met de beoogde indexatie. Dit is de indexatie die wordt toegekend indien er voldoende buffer is om deze indexatie ook in de toekomst naar verwachting uit te kunnen keren.
2. De beoogde indexatie dient ook in de toekomst permanent te worden voldaan. Hiervoor worden de verplichtingen verder opgehoogd met de indexatie (de toekomstige voorwaardelijke indexatie). Waarbij de indexatie jaar op jaar plaatsvindt.

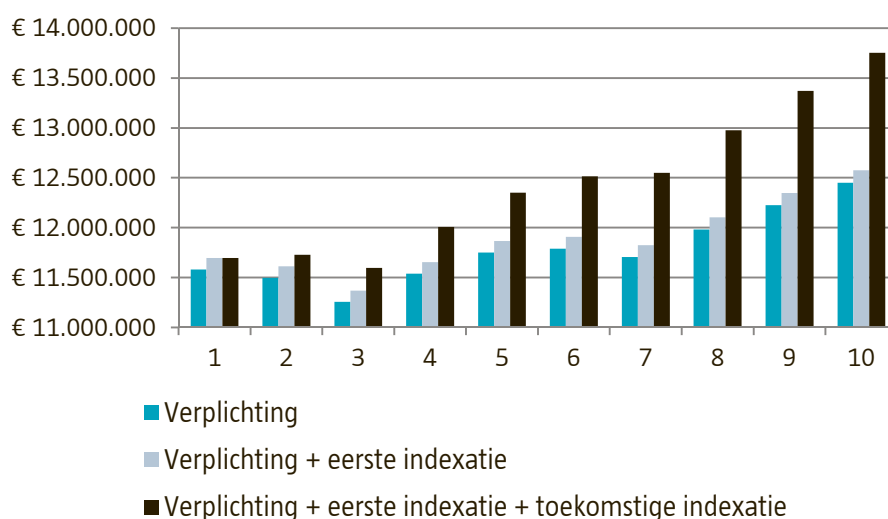
Ter illustratie bekijken we de verplichting van het fonds over vijf jaar, welke gelijk is aan EUR 11.750.000. Hoe pakt een indexatie van 1% uit voor deze verplichting? Om dit te berekenen voeren wij de volgende stappen uit:

Om te bepalen of een indexatie kan plaatsvinden, dient het fonds expliciet de toekomstige indexatie mee te nemen

1. Een indexatie van EUR 117.500 (1% van EUR 11.750.000)
2. Daarbovenop komt nog een toekomstige indexatie van EUR 481.868 (vier jaar lang indexatie op indexatie van 1% over EUR 11.750.000 + EUR 117.500)

Deze berekeningen dient het fonds voor alle verplichtingen uit te voeren. Figuur A2 geeft het resultaat weer voor de eerste tien verplichtingen van het fonds voor een beoogde indexatie van 1%. Figuur A2 laat duidelijk het effect zien van indexatie op indexatie. Voor langere looptijden neemt dit effect fors toe.

Figuur A2 - Hoe werkt de beoogde indexatie uit voor de verplichtingen (eerste tien jaar)?



Bron: Robeco

Voordat het fonds tot de indexatie kan overgaan, moet eerst worden bepaald of er voldoende buffer is. Om dit te bepalen maken wij een onderscheid tussen de eerste indexatie (stap 1) en het deel dat is bestemd voor toekomstige indexaties (stap 2). De eerste indexatie moet net als de verplichtingen worden verdisconteerd met de bijbehorende rentetermijnstructuur zoals de DNB deze publiceert (RTS). Bij voldoende buffer wordt deze indexatie immers toegekend en wordt daarmee in de verplichtingen verwerkt. De toekomstige indexatie is echter voorwaardelijk. Of zij daadwerkelijk wordt toegekend hangt af van de dekkingsgraad in de toekomst. Deze dekkingsgraad moet realistisch gezien dusdanig zijn dat er ook in de toekomst voldoende buffer overblijft. Om te bepalen of dit zo is, mag de toekomstige indexatie worden verdisconteerd met een rendement dat gemaximeerd is op het verwachte rendement van beursgenoteerde aandelen. Het maximum van dit rendement is door Commissie Parameters gelijk gesteld aan 7%.

Voor het eerdere voorbeeld van de 5-jaars verplichting van EUR 11.750.000 geeft dit de volgende resultaten:

1. De contante waarde van de toegekende indexatie van EUR 117.500 is gelijk aan

$$\frac{\text{EUR } 117.500}{(1 + \text{RTS}(5))^5} = \frac{\text{EUR } 117.500}{(1 + 0.66\%)^5} = \text{EUR } 113.698$$

2. De contante waarde van de toekomstige indexatie is gelijk aan

Aangezien de toekomstige indexatie nog voorwaardelijk is, mag het effect hiervan op de vereiste buffer anders worden berekend dan een indexatie die wordt toegekend

$$\frac{\text{EUR } 481.868}{(1 + 7\%)^5} = \text{EUR } 343.565$$

Stap 1 en 2 worden voor alle verplichtingen berekend. De som van stap 1 en 2 worden vervolgens bij elkaar opgeteld en gedeeld door de contante waarde van de verplichtingen. Het resultaat geeft de benodigde buffer die het fonds nodig heeft om tot indexatie over te gaan. Deze buffer dient aanwezig te zijn bovenop een minimale dekkinggraad van 110%. Voorgaande tekst kunnen wij samenvatten met behulp van de volgende formules:

1. Het effect van een eenmalige ophoging van alle verplichtingen met de beoogde indexatie:

$$\sum_{t=1}^N \frac{\text{Verplichting}(t) * \text{indexatie}}{(1 + \text{RTS}(t))^t}$$

2. Het effect van de toekomstige ophoging met de indexatie:

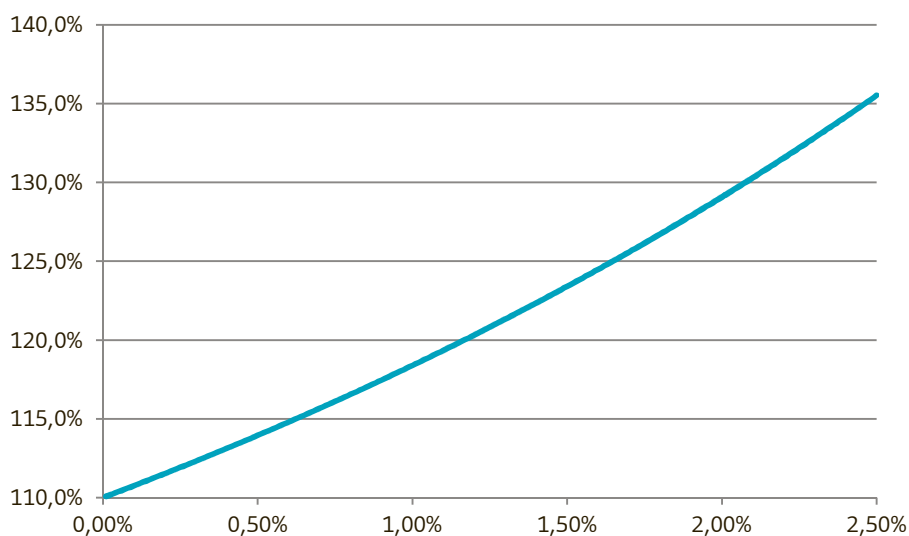
$$\sum_{t=1}^N \frac{\text{Verplichting}(t) * [(1 + \text{indexatie})^t - 1] - \text{Verplichting}(t) * \text{indexatie}}{(1 + 7\%)^t}$$

3. Toets of de huidige dekkinggraad voldoende buffer bevat voor de indexatie

$$\text{Huidige dekkinggraad} \geq 110\% + \frac{\text{Resultaat Stap 1} + \text{Resultaat Stap 2}}{\text{Waarde van de verplichtingen}}$$

Voor het voorbeeldfonds hebben wij de benodigde buffer bepaald aan de hand van bovenstaande parameters, uitgaande van een rentecurve per ultimo juni 2014 op basis van de nieuwe UFR-methodiek. Onderstaande grafiek laat de relatie zien tussen de maximale indexatie en de dekkinggraad van fonds A, dat een duration heeft van 24.

Figuur A3 - Maximale indexatie (x-as) voor fonds A gegeven dekkinggraad (y-as)



Bron: Robeco

Op basis van onze berekeningen kan fonds A overgaan tot een indexatie van 1% bij een dekingsgraad van 118,4%, een indexatie van 2% bij een dekingsgraad van 129,1% en een indexatie van 2,5% bij een dekingsgraad van 135,5%. Merk op dat toename in de benodigde dekingsgraad niet proportioneel verloopt. De lat wordt in dit voorbeeld relatief hoger gelegd bij een toename in de indexatie.

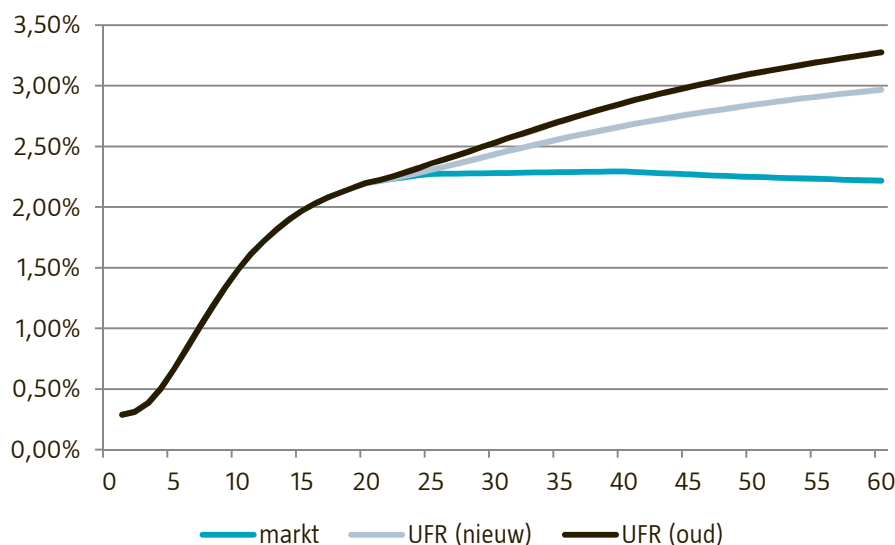
De toegestane indexatie hangt sterk af van de dekingsgraad van het fonds

Hoe dient de rente-afdekking vorm te krijgen?

Het rente-afdekkingsbeleid van fondsen is met de voorgestelde aanpassing in de UFR-curve complexer geworden. Veelal is het beleid erop gericht om de effecten van een rentedaling op de dekingsgraad te beperken. Hiervoor wordt het beleid geformuleerd in de mate van rente-afdekking. Een afdekking van 60% van de verplichtingen vertaalt zich dan naar een rente-afdekking die leidt tot een resultaat dat gelijk is aan ongeveer 60% van het resultaat op de verplichtingen als rentes veranderen. Met de voorgestelde aanpassing in de UFR verandert het effect van een renteaanpassing met het verstrijken van de tijd. De vraag is op welke horizon een fonds stuurt. Om het effect van de horizon te illustreren bekijken we wederom het voorbeeldfonds A.

We veronderstellen dat er nog geen eind is gekomen aan de rentedaling van de afgelopen maanden. De swaprente daalt in een jaar met 75 basispunten. Startpunt voor de daling is de rentecurve van juni 2014. Onderstaande figuur geeft de bijbehorende marktcurve, nieuwe actuele UFR-curve en oude UFR-curve (zonder middeling) weer.

Figuur A4 - Rentecurve juni 2014



Bron: Robeco

Figuur A4 laat zien dat rentes gelijk oplopen tot het 20-jaarspunt. Na dit punt wijken de curves af door de constructie van de rentetermijnstructuur. Hieronder gaan we kort op de constructie van de oude en nieuwe UFR-curve in.

Onder de oude UFR-methode ontwikkelt de rente zich voorbij het 20-jaarspunt aan de hand van een zogenaamd forward pad. Hierbij wordt verondersteld dat de verdisconteringsvoet, en daarmee de bijbehorende rente, zich ontwikkelt met enerzijds de marktcurve en anderzijds een vaste rente van 4,20% (de UFR). De gewichten voor de marktcurve en de UFR zijn afhankelijk van de looptijd. Zo wordt de 21-jaars rente onder de

oude systematiek bepaald door:

1. 20-jaars zero rente:	2,20%
2. De ingeprijsde forward rente tussen het 20-jaars en 21-jaarspunt:	2,58%
3. De Ultimate Forward Rate:	4,20%

Voor het 21-jaarspunt geeft dit de volgende verdisconteringsvoet:

$$\frac{1}{(1 + 2,20\%)^{20} * (1 + 2,58\% * 91,4\% + 8,6\% * 4,20\%)} = \frac{1}{(1 + 2,22\%)^{21}}$$

De formule laat zien dat voor het 21-jaars punt een gewicht van 91,4% wordt toegekend aan de marktcurve en 8,6% aan de UFR. Voor langere looptijden wordt de rente op een vergelijkbare basis bepaald. Hierbij stijgt het gewicht dat wordt toegekend aan de UFR rente door de tijd. Voor de 60-jaars rente is dit gewicht gelijk aan 100%. De rente die bij dit punt hoort kan eenvoudig worden afgeleid uit de verdisconteringsvoet:

$$\frac{1}{(1 + 2,20\%)^{20} * (1 + 100\% * 4,20\%)^{40}} = \frac{1}{(1 + 3,27\%)^{60}}$$

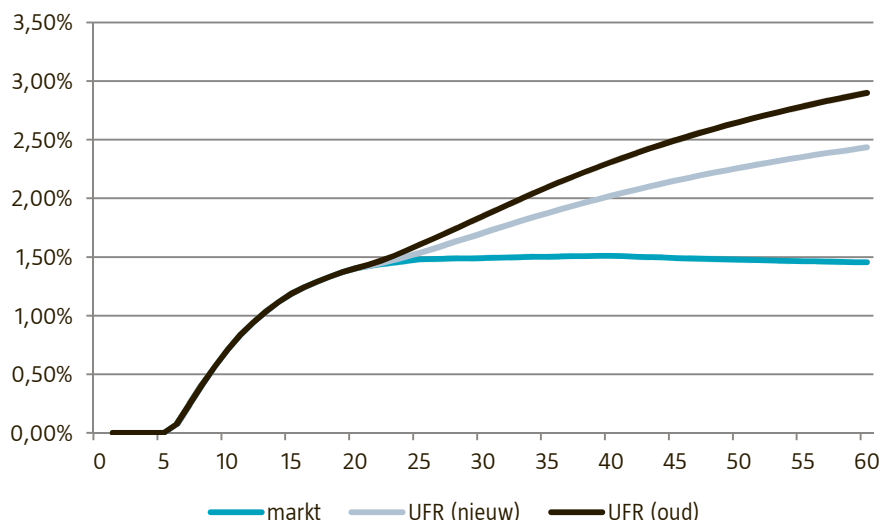
De nieuwe UFR-methodiek kent vier aanpassingen ten aanzien van de oude UFR-methodiek.

- De UFR is niet langer een vast percentage maar hangt af van een 120-maands gemiddelde van de ingeprijsde forward rente tussen het 20- en 21-jaarspunt
- Voor looptijden langer dan 20-jaars worden niet meer de bijbehorende marktpunten gebruikt, maar een vaste combinatie van forward rentes tussen het 20-jaars punt en een aantal liquide rentepunten (25-jaars, 30-jaars, 40-jaars en 50-jaars)
- De weging tussen enerzijds de UFR en anderzijds de markttrentes verloopt volgens een exponentiële functie.
- Om tijdelijke uitslagen te voorkomen wordt de UFR gewogen met de UFR van de vorige dag. Het effect hiervan is beperkt voor een horizon van meer dan een week.

Het grootste effect gaat uit van de eerste aanpassing. Voor de rentestanden per ultimo juni 2014 leidt dit tot een daling in de UFR van 4,2% (de oude systematiek) naar 3,6%.

Voor onze analyse laten wij de marktrente met 75 basispunten dalen. Dit geeft dan op juni 2015 de volgende rentecurve.

De nieuwe UFR-methodologie kent een aantal aanpassingen ten opzichte van de oude methodologie. De belangrijkste aanpassing is dat de UFR niet langer een vast percentage is, maar een 10-jaars gemiddelde.

Figuur A5- Rentecurve na 75 basispunten rentedaling juni 2015

Bron: Robeco

We zien dat rentes per saldo gelijk aan nul zijn tot en met het 5-jaarspunt. Daarna laten rentes een stijgend verloop zien. Ten opzichte van figuur A4 zien we dat de rentedaling voor de marktcurve en de nieuwe UFR-curve groter is dan de daling voor de oude UFR curve. Tabel A1 laat de daling zien voor de verschillende curves voor een aantal looptijden.

Tabel A1 – Effect van een rentedaling van 75 basispunten op de rentetermijnstructuur (RTS)

	<i>5-jaar</i>	<i>10-jaar</i>	<i>20-jaar</i>	<i>30-jaar</i>	<i>40-jaar</i>	<i>50-jaar</i>
Juni 2015						
RTS Markt	-0,66%	-0,77%	-0,79%	-0,79%	-0,78%	-0,77%
RTS UFR (nieuw)	-0,66%	-0,77%	-0,79%	-0,73%	-0,65%	-0,58%
RTS UFR (oud)	-0,66%	-0,77%	-0,79%	-0,68%	-0,55%	-0,45%
Juni 2019						
RTS UFR (nieuw)	-0,66%	-0,77%	-0,79%	-0,85%	-0,92%	-0,98%

Bron: Robeco

De tabel laat het effect zien van de rentedaling voor een langere horizon. In dit geval hebben wij gekeken naar de rentecurve op juni 2019. Hierbij veronderstellen wij dat de rentecurve na de initiële daling in 2014 en 2015 niet meer verandert. Per definitie blijven de markt- en de oude UFR-curve gelijk, de nieuwe UFR-curve daalt echter verder. Deze daling wordt veroorzaakt door een daling in het niveau van de UFR. Met het verstrijken van de tijd convergeert deze naar de bijbehorende marktrente. Een gevolg hiervan in dit voorbeeld is dat de UFR-rentecurve op termijn zelfs harder daalt dan de marktrente voor looptijden langer dan 20 jaar.

Naast het effect op de rentecurve bekijken we het effect op de waardering van de verplichtingen als gevolg van de rentedaling. Tabel A2 laat dit effect zien.

Tabel A2 – Effect op waarde van de verplichtingen van fonds A (in miljoenen EUR)

	Marktwaaarde	Waarde o.b.v. oude UFR	Waarde o.b.v. nieuwe UFR
Juni 2014	560,8	519,0	532,0
Juni 2015	679,2	601,8	626,5
Juni 2019	679,2	601,8	652,9
Juni 2024	679,2	601,8	669,3

Bron: Robeco

Tabel A2 toont duidelijk aan dat de waardering van de verplichtingen tegen de nieuwe UFR op termijn (bij een curve die niet meer verandert) naar de marktwaaarde tendeert.

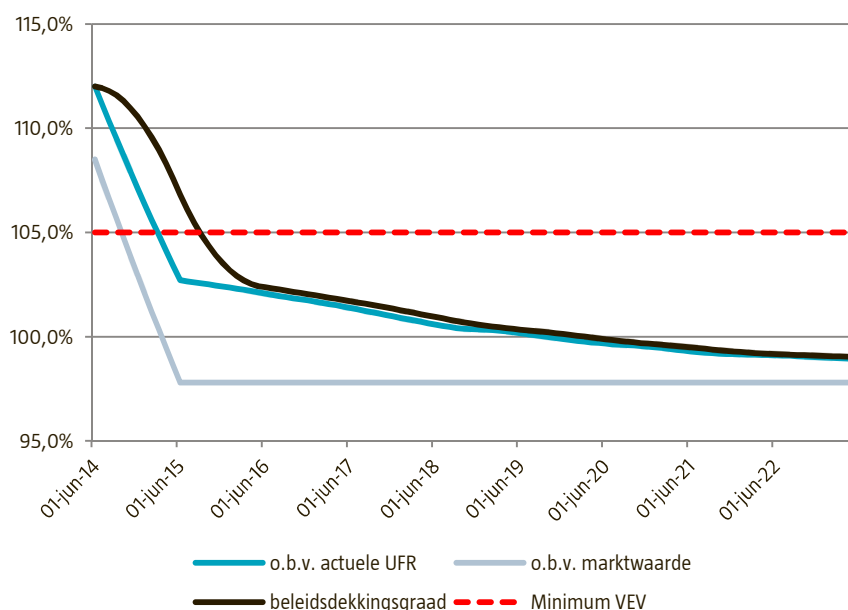
Terugkomend op onze oorspronkelijke vraag; op welke horizon dient fonds A haar rente-afdeckingsbeleid vorm te geven? De vraag is of fonds A haar rente-afdeckingsbeleid kan baseren op de nieuwe UFR-methodiek. Zo zullen de uitkomsten in tabel 2A er bijvoorbeeld anders uitzien indien de renteontwikkeling naar de uiteindelijke verlaging van 75 basispunten anders was geweest dan in dit voorbeeld. Sturing op basis van de nieuwe UFR-methodiek is zeker voor een langere horizon moeilijk te implementeren. Naar onze mening heeft sturing op marktwaaarde de voorkeur boven sturing op de nieuwe UFR-methodiek. Door op marktwaaarde te sturen is enerzijds de mate van gewenste afdekking uniform te definiëren en anderzijds is het in lijn met de UFR-methodiek indien schokken permanent blijken te zijn.

Rente-afdekking op basis van marktwaaarde blijft onze voorkeur houden

Hoe werkt een negatief scenario in zakelijke waarden en rentes door op de dekkingsgraad?

Het nieuwe FTK kent twee dekkingsgraden. De actuele dekkingsgraad en de beleidsdekkingsgraad. Deze laatste wordt afgeleid door het 12-maands gemiddelde van de actuele dekkingsgraad te nemen. De actuele dekkingsgraad wordt berekend door de marktwaaarde van de bezittingen te relateren aan de waarde van de verplichtingen op basis van de laatste rentetermijnstructuur van de DNB. Deze rentetermijnstructuur zal worden bepaald conform de nieuwe UFR-methodiek. In de voorgaande paragraaf zagen wij dat het effect van een renteschok in de loop van de tijd verandert. Dit zien we ook terug in de ontwikkeling van de actuele dekkingsgraad en daarmee de beleidsdekkingsgraad. Onderstaand figuur laat het verloop van dekkingsgraad zien voor het voorbeeldfonds in het eerdere scenario waar rentes met 75 basispunten dalen. Tevens veronderstellen we dat zakelijke waarden 5% in waarde verliezen over een periode van een jaar. De startdekkingsgraad van het fonds is 112%. Het fonds dekt 50% van het renterisico van de verplichtingen af tegen marktwaaarde en belegt voor 50% in zakelijke waarden.

Figuur A6 - Ontwikkeling in de dekkingsgraad van fonds A onder boven beschreven scenario



Bron: Robeco

Figuur A6 laat zien dat de actuele dekkingsgraad (op basis van de UFR) zich bijna een op een mee ontwikkelt met de dekkingsgraad op basis van de marktwaarde. Nadat de marktschokken zijn uitgewerkt daalt de actuele dekkingsgraad verder door het geleidelijk dalen van de UFR (zie eerdere paragraaf). De beleidsdekkingsgraad daalt door de middeling in eerste instantie langzamer dan de actuele dekkingsgraad. Het voorbeeld laat zien dat het bereiken van het minimum vereist eigen vermogen van 105% (minimum VEV) op verschillende data plaatsvindt. Op basis van de marktwaarde van de verplichtingen wordt dit niveau al in oktober 2014 bereikt. De actuele dekkingsgraad start op een hoger niveau, waardoor het minimum VEV pas in maart 2015 wordt bereikt. De beleidsdekkingsgraad kruist het minimum vereist eigen vermogen in september 2015.

Het voorbeeld laat zien dat de beleidsdekkingsgraad een ander beeld kan geven dan de actuele dekkingsgraad en de dekkingsgraad op basis van de marktwaarde. Zo laat de beleidsdekkingsgraad nog een beperkte ruimte voor indexatie in oktober 2014, terwijl de dekkingsgraad op basis van de marktwaarde al door het minimum VEV is gezakt. In de praktijk heeft het fonds voor haar sturing alle relevante dekkingsgraden tot haar beschikking. Strikt genomen hoeft het fonds zich alleen te beperken tot de beleidsdekkingsgraad en de actuele dekkingsgraad.

Solvabiliteitsbeslag van bedrijfsobligaties neemt fors toe

De parameters voor de bepaling van het vereist eigen vermogen (VEV) stijgen voor de meeste categorieën. Eén categorie die relatief hard wordt geraakt is bedrijfsobligaties. Momenteel wordt het solvabiliteitsbeslag van deze obligaties berekend door het verschil tussen het effectief rendement van een bedrijfsobligatie en een vergelijkbare swap (de creditspread ten opzichte van swaps) met 40% te laten toenemen. Het effect hiervan kan eenvoudig worden bepaald door de volgende berekeningen

1. Bepaal eerst de creditspread ten opzichte van swaps door onderstaande vergelijking op te lossen

Pensioenfondsen krijgen straks drie dekkingsgraden

$$\sum_{t=1}^{N-1} \frac{\text{Coupon}(t)}{(1 + \text{RTS}(t) + \text{spread})^t} + \frac{\text{Coupon}(N) + 100}{(1 + \text{RTS}(N) + \text{spread})^N} = \text{Prijs}$$

Hier veronderstellen we dat de obligatie N couponbetalingen heeft en dat de RTS de rentetermijnstructuur is zoals de DNB deze publiceert.

2. Laat vervolgens de spread met 40% toenemen

$$\sum_{t=1}^{N-1} \frac{\text{Coupon}(t)}{(1 + \text{RTS}(t) + \text{spread} * 140\%)^t} + \frac{\text{Coupon}(N) + 100}{(1 + \text{RTS}(N) + \text{spread} * 140\%)^N} = \text{Prijs}^*$$

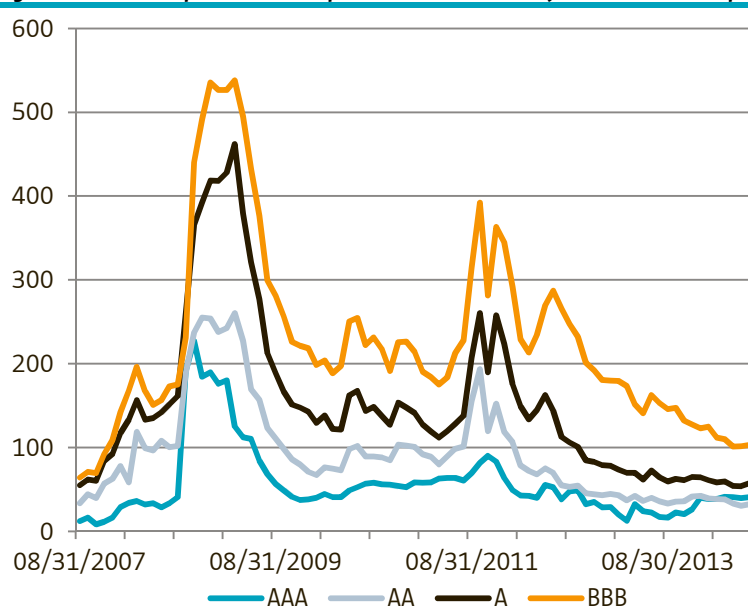
3. Het effect op de solvabiliteitsbuffer van deze obligatie is dan gelijk aan

$$\frac{\text{Prijs}^* - \text{Prijs}}{100} * \text{Hoofdsom van de obligatie}$$

Bovenstaande methodiek is zeer gevoelig voor de creditspread die in de markt opgaat. Onderstaande figuur laat de spread zien van de Barclays Euro Credit Corporate index. Hierbij de is spread opgedeeld naar rating categorie.

Figuur A7 laat duidelijk zien dat de creditspread en daarmee de opslag door de tijd flink kan variëren. Zo is de creditspread en opslag hoog ten tijde van crisis (financiële crisis in 2008/2009) en de Griekenlandcrisis in 2011/2012). Buiten de crisis is de creditspread lager en daarmee is de schok relatief beperkt. De schok is hiermee procyclisch van aard. In het nieuwe FTK wordt de variabele schok vervangen door een vaste schok (zie hoofdstuk 3).

Figuur A7 - Creditspread in basispunten van de Barclays Euro Credit Corporate Index

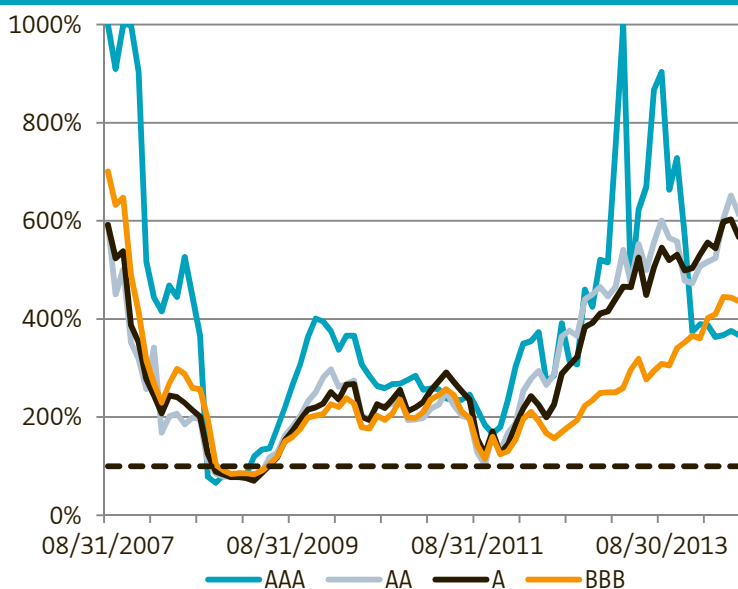


Bron: Barclays en Robeco

Figuur A8 laat zien wat de toename in de loop van de tijd is van deze aanpassing in de schok. De lijn geeft de ratio weer tussen de nieuwe vaste schok en de oude variabele schok. Hierbij de is ratio op 100% afgekapt. Ook is zichtbaar dat de ratio gedurende de financiële crisis en de Griekenlandcrisis rond de 100% ligt. Per ultimo juni is de nieuwe vaste schok beduidend hoger dan de oude variabele schok. Voor obligaties met een AA rating is dit bijvoorbeeld een factor 6 hoger. Dit leidt zoals eerder opgemerkt tot een forse toename in het solvabiliteitsbeslag van bedrijfsobligaties.

De solvabiliteits-
berekening voor het
kredietrisico zal
historisch gezien fors
toenemen

Figuur A8 - Ratio nieuwe schok versus oude variabele schok voor de Barclays Euro Credit Index



Bron: Barclays en Robeco

Belangrijke informatie

Dit document is samengesteld door Robeco Institutional Asset Management B.V. (Robeco). Het is bedoeld om de belegger te voorzien van informatie over Robeco's specifieke vaardigheden, maar is geen aanbeveling om financiële instrumenten te kopen of verkopen. De informatie in deze publicatie is mede ontleend aan betrouwbaar geachte externe bronnen.

De informatie in deze presentatie is uitsluitend bedoeld voor professionele partijen als bedoeld in de Wet op het Financieel Toezicht of personen die bevoegd zijn deze informatie te ontvangen op basis van andere van toepassing zijnde wetgeving. Aan de informatie in deze publicatie kunnen geen rechten worden ontleend. Er wordt geen garantie of verklaring omtrent de juistheid of volledigheid gegeven, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend.

Dit document is niet bedoeld voor distributie aan of gebruik door enig persoon of entiteit in enige jurisdictie of land waar de plaatselijk geldende wet- of regelgeving een dergelijke distributie of een dergelijk gebruik niet toestaat.

Alle copyrights, octrooien en andere rechten op de informatie in dit document zijn het eigendom van Robeco. Er worden geen rechten van welke aard dan ook in licentie gegeven of toegewezen of op andere wijze overgedragen aan personen die toegang hebben tot deze informatie.

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Handelsregister nummer 24123167) heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam.