Position Paper Tweede Kamer, 21 januari 2019

J M G Frijns

*Inleiding*

Het doel van de bijeenkomst is een gedachtewisseling met de Vaste Kamercommissie SZW over het standpunt ‘dat ook voor zachtere pensioenaanspraken de risicovrije rente moet gelden’. Dit standpunt is verwoord in de brief van DNB aan Minister Koolmees van 19 september 2018.

In dit paper ga ik kort in op de positie van DNB en op de bezwaren tegen een rekenrente gelijk aan de vigerende rentetermijncurve. Vervolgens pleit ik voor een andere manier om naar de rekenrente te kijken om af te sluiten met een korte paragraaf over de eisen te stellen aan een prudente rekenrente.

*Positie DNB en rekenrente op basis marktwaarde*

Op de positie DNB over de aard van pensioenaanspraken is heel wat af te dingen. DNB stelt dat “voor het waarderen van nominale pensioenaanspraken en –rechten de risicovrije rentetermijnstructuur de passende discontocurve is”, ongeacht “de mate van zekerheid waarmee deze pensioenaanspraken –en rechten naar de toekomst worden nagekomen”. Die logica ontgaat mij.[[1]](#footnote-1) Wijziging van de aard der aanspraken zou toch, zeker vanuit marktwaarde invalshoek, tot een andere waardering moeten leiden[[2]](#footnote-2). Het pensioenresultaat hangt af van vermogen om risico te nemen. Het pensioencontract is gericht op een betaalbaar en dus tot op zekere hoogte onzeker pensioen. Dat dient terug te komen in de balanswaardering en in de premiebepaling. Merk op dat het aan de wetgever is de aard van de aanspraken in de wet te verankeren.

DNB lijkt rekening te willen houden met de wens om bij de pensioenuitkering rekening te houden met het verwachte rendement. In bovengenoemde brief, bladzijde 2, wordt gesteld: “Het waarderen van een pensioenuitkering kan op twee manieren: het verwacht rendement wordt wel of niet meegenomen in zowel de verwachte pensioenuitkering alsook de disconteringsvoet. Bij een consistente toepassing (..) leiden beide keuzes tot dezelfde waarde, en deze is gelijk aan de marktwaarde.” Hier hanteert DNB een truc: als je teller en noemer met hetzelfde getal vermenigvuldigt, verandert er niks. Het is bijna een wiskundige tautologie maar ook niet meer dan dat. De pijn zit echter in de waardering van de nominale aanspraken. Als de nominale aanspraak contant gemaakt met de risicovrije rente geen goede maatstaf is voor de marktwaarde van aanspraken die niet hard zijn dan is de tweede methode dat ook niet[[3]](#footnote-3).

In dezelfde brief stelt DNB op zichzelf terecht dat “de verwachte pensioenuitkering afhankelijk is van hoe de dekkingsgraad zich ontwikkelt in relatie tot de afgesproken regels voor korten en toeslagverlening”. Impliciet zegt DNB dat de ontwikkeling van de dekkingsgraad en dus van de verwachte pensioenuitkering in hoge mate afhangt van de ontwikkeling van de rekenrente. Stijgt deze dan vallen grote delen van het nu beklemde vermogen vrij; bij een rentestijging van zeg 2 %-punt gaat het om honderden miljarden Euro’s. Bij de bepaling van de “marktwaarde” (lees balanswaarde) wordt uitgegaan van een rentetermijnstructuur die deze rentes extrapoleert over de toekomstige 50 jaar. Is de rente laag, zoals nu, dat werkt dat niveau door in de waardering van aanspraken die pas over zeer lange termijn tot uitkering komen. Is de rente hoog, dan gebeurt dit ook, maar dan vanuit deze hoge niveaus. Pensioenwaarderingen bij zeer hoge of lage rentes leiden tot extreme uitkomsten. Gevolg van veranderingen van de rente zijn forse *windfall profits* of *windfall losses* voor de generaties die dan in het pensioenfonds zitten. Het solvabiliteitstoezicht bevordert daarmee het ontstaan van 'pech en gelukgeneraties'. Dat zouden wij niet moeten willen.

Elders zijn de bezwaren tegen het hanteren van de actuele rentetermijnstructuur voor de rekenrente al uitvoerig beschreven. Deze bezwaren gelden vrijwel onverkort tegen de positie zoals verwoord in de brief van DNB. Het gebruik van de actuele marktrente voor rekenrente leidt tot extra volatiliteit; het is navrant dat een institutioneel arrangement dat bedoeld is de deelnemers zoveel als mogelijk te vrijwaren voor marktrisico’s langs de achterdeur van de balanswaardering grote en deels onnodige risico’s binnen haalt. Het FTK zet bovendien aan tot verkeerd risicomanagement: zie bijvoorbeeld de kanttekeningen van Eloy Lindeijer (PensioenPro 2018). De focus in het beleid komt, zeker bij lage dekkingsgraden, steeds meer te liggen op het insluiten van de huidige lage rente tot in de verre toekomst. Dat maakt het pensioen duur en introduceert extra inflatierisico’s. Voor het afdekken van deze renterisico’s wordt noodgedwongen op grote schaal gebruik van gemaakt van derivaten. Dat creëert extra risico’s en legt een groot beslag op liquiditeiten.

Er is vanuit prudentieel oogpunt geen unieke rekenrente, toch lijkt het in de discussie in Nederland alsof de risicovrije rekenrente die in het Financiële Toetsingskader (FTK) in 2007 bij wet is vastgelegd, daar de claim oplegt. De marktrente als waarderingsmaatstaf is eind jaren negentig van de vorige eeuw geïntroduceerd vanuit een accountantsinvalshoek (voor verplichtingen van het bedrijfsleven). De charme zit in de objectiviteit maar impliciet gaat men uit van het gelijk van de financiële markten. De waardering van lange termijn verplichtingen van het pensioenfonds wordt gedicteerd door de actuele rente. Deze rente is onderhevig aan de (korte termijn) volatiliteit van financiële markten. Via de hefboom van de duration van de lange termijnverplichtingen werkt dat extra hard door op de dekkingsgraad. Voor pensioenfonds contracten die looptijden van een halve eeuw of meer hebben is dat een discutabele zaak (to put it mildly)[[4]](#footnote-4). Die benadering staat bovendien op gespannen voet met de opdracht aan DNB in de Pensioenwet: Prudentieel toezicht is toezicht gericht op de normen ten aanzien van de financiële soliditeit van pensioenfondsen (micro) en het bijdragen aan de financiële stabiliteit van de sector van pensioenfondsen (macro).[[5]](#footnote-5) Met haar opvatting bereikt DNB noch de micro- noch de macrodoelstelling.

*Een rekenrente die de pensioenambitie en beleggingsportefeuille centraal stelt*

De zekerheid en hoogte van de pensioenuitkering hangt af van de kwaliteit van de beleggingen en de hoogte van de rendementen en niet van een balansmaatstaf. Daarom zoek ik bij de bepaling van de rekenrente aansluiting bij wat op lange termijn de rendementsverwachting is voor een beleggingsportefeuille die past bij het gekozen risicoprofiel voor het pensioenfonds. En hoe doe je dat?

De aldus bepaalde rekenrente kijkt vooruit, rekening houdend met een voor het betreffende fonds acceptabel risicoprofiel. De bepaling daarvan is in eerste instantie aan de contractpartijen zelf; de toezichthouder ziet toe op consistentie met het vigerende economische regime en op prudentie. Indien dat in de Nederlandse toezichttraditie een stap te ver is kan de wet een uniforme bovengrens aan de door pensioenfondsen te hanteren rekenrente voorschrijven. Een vooruitkijkende rekenrente zal redelijk stabiel zijn maar daarmee niet ongevoelig voor het vigerende economische regiem; substantiële wijzigingen in economische omgeving kunnen nopen tot aanpassing van de parameters. Stress tests (financiële gezondheid onder andere economische regimes) en cash flow analyses kunnen daarbij helpen[[6]](#footnote-6) om het solvabiliteits- en liquiditeitsrisico in beeld te brengen.

*Waar moet een prudente rekenrente aan voldoen?*

De rekenrente discussie is belast, en belandt in een impasse; toch is het nodig uit deze impasse te komen. We zetten daaraan de eisen waaraan een goede rekenrente moet voldoen op een rijtje. Dat zijn er nogal wat:

* aansluiting bij de aard van de aanspraken: in een reëel pensioencontract zijn dat risicovolle aanspraken maar wel gericht op behoud koopkracht;
* prudent, dat wil zeggen de kans dat de aanspraken niet kunnen worden nagekomen klein dient te zijn. Hoe klein hangt af van de risicovoorkeur van de deelnemers;
* fair naar alle groepen deelnemers; hoe lager de rekenrente, hoe hoger het vereiste vermogen en hoe zekerder en hoger het verwachte pensioen voor jongeren maar is dat fair naar de ouderen? De rekenrente moet dus ook niet hoger zijn dan nodig;
* stabiel maar wel meebewegend met de wijzigingen in de economische omgeving. Bij de voorbereiding van het nieuwe FTK in 2013 was nauwelijks oog voor de effecten van neerwaartse renteschokken op het pensioen. Het CPB onderzoek naar een macro-stabiele discontovoet concludeerde: “het effect van een meer stabiele discontovoet op het pensioenresultaat is uiterst beperkt”. (CPB notitie, 12 september 2013). In januari 2015 werd het nieuwe FTK ingevoerd en in maart 2015 meldde DNB dat “vanwege de sterk gedaalde rente moeten veel pensioenfondsen deze zomer een herstelplan indienen”. Het kan verkeren. Opvallend was dat in 2014 wel veel aandacht was voor premiestabilisatie; de staatssecretaris deelde blijkbaar deze zorgen (brief SZW aan Tweede Kamer, 1 oktober 2013) met als gevolg dat een aparte meer stabiele en hogere rekenrente voor de premiestelling mag worden gehanteerd. Of dat generationeel fair was maakte niemand zich zorgen.
* zoveel als mogelijk objectief vast te stellen.

Een mogelijkheid is het hanteren van het gemiddeld rendement over het verleden. Het grote bezwaar hiertegen is dat wijzigingen in de economische omgeving, bijvoorbeeld de overgang naar een lage rente regiem, pas met grote vertraging doorwerken. Dat is niet handig. Een alternatief is het gebruik van de huidige risicovrije rente plus risico-opslag maar dat geeft een te groot gewicht aan korte termijn marktfluctuaties. Een enigszins toekomstbestendige aanpassing zou zijn het hanteren van een lange termijn evenwichtswaarde voor de rente: dat leidt tot meer stabiliteit en sluit aan bij de best practices in lange termijn beleggen en met ontwikkelingen in het buitenland[[7]](#footnote-7) Een andere mogelijkheid is de rekenrente die gebruikt wordt voor de premiebepaling ook te gebruiken voor de waardering van de aanspraken[[8]](#footnote-8). Dat is transparant, generationeel fair en draagt bij aan de stabiliteit van het stelsel.

Jean Frijns, 15 januari 2019

Jeanfrijns2@gmail.com

Kort CV J Frijns

Dr J M G Frijns (1947) is econometrist en begon zijn loopbaan bij de Universiteit Tilburg en het Centraal Planbureau. Van 1988 tot 2005 was hij werkzaam bij het ABP, de laatste 12 jaar als directeur beleggingen. Van 1993 tot 2005 was hij deeltijdhoogleraar Beleggingsleer aan de VU. Na zijn vertrek bij ABP is hij werkzaam geweest als adviseur en commissaris in de financiële sector.

1. En met mij anderen: Zie Frijns, Maatman en Mensonides (Ondernemingsrecht, 2018/122) en Teulings (FD 19 oktober 2019). [↑](#footnote-ref-1)
2. Zoals wel is gebeurd in 2013 in het concept van de Wet invoering reële ambitieovereenkomst; daarin is voor de rekenrente uitgegaan van een risico-opslag op de risicovrije rente. [↑](#footnote-ref-2)
3. Ik ben overigens om nog een andere reden niet ingenomen met de praktijk nominale aanspraken contant te maken met een nominale rente. Impliciet wordt dan aangenomen dat de te verdienen risicopremie kan worden gebruikt voor indexatie en koopkrachtbehoud. Is deze risicopremie hoger dan de verwachte inflatie dan zal de verwachte vervangingsratio (= pensioenuitkering/target uitkering) hoger zijn naarmate de deelnemer jonger is. Is de risicopremie lager dan de verwachte inflatie dan geldt het omgekeerde. [↑](#footnote-ref-3)
4. De huidige rentetermijnstructuur en daarvan afgeleide grootheden als de “forward” rentes zijn bovendien notoir slechte voorspellers van de rente over 20 jaar en verder. De rente is regiem-afhankelijk en over een periode van 50 jaar en verder zijn regiemwisselingen meer dan waarschijnlijk. [↑](#footnote-ref-4)
5. Art. 151 PW. Het derde lid bepaalt dat DNB is belast met het prudentieel toezicht en het materieel toezicht. [↑](#footnote-ref-5)
6. . Pensioenfondsbesturen zien zich ook nu gesteld voor de vraag hoe een evenwichtige behandeling van de verschillende (leeftijds)groepen vorm te geven. Veelal maken zij daarbij gebruik van een modellering van de pensioenuitkeringen over de tijd en per groep. In deze methode wordt met simulaties onder verschillende economische scenario’s de onzekere toekomst zo goed mogelijk verkend. Toetsen op evenwichtigheid worden gebaseerd op de uitkomsten van deze simulatie/scenario studies. [↑](#footnote-ref-6)
7. Te overwegen is ook het gebruik van het voortschrijdend gemiddelde van de groei van het bruto nationaal product. Zie hiervoor het artikel van Frijns, van de Klundert en van Nunen (ESB, 2017). [↑](#footnote-ref-7)
8. Voor premiedemping, zie art.128 lid 2 Pw [↑](#footnote-ref-8)