



Ach, die rekenrente: heeft de ander ongelijk?



Nu ook met het pensioenakkoord pensioenkortingen niet van tafel zijn laait de discussie over de rekenrente weer opnieuw op. Waarom staan partijen toch zo onverzoenlijk tegenover elkaar als het om de rekenrente gaat?

Dat heeft te maken met het perspectief van waaruit naar pensioenverplichtingen wordt gekeken. Verschillende partijen kijken met een verschillend perspectief naar pensioenverplichtingen en de rekenrente en begrijpen niets van mensen die vanuit een ander perspectief kijken. Ik onderscheid er in dit artikel drie: het omgekeerd perspectief, actuariel perspectief en beleggersperspectief.

OMGEKEERD PERSPECTIEF

Om een en ander te begrijpen is een stukje historie nodig. De rekenrente is niet altijd zo gereguleerd als nu het geval is. Ik heb mij laten vertellen, dat in het begin van de vorige eeuw de rekenrente vrij was. Verzekeraars bepaalden een gewenste financiële positie, bijvoorbeeld wat we nu een dekkingsgraad van 100% zouden noemen. Mogelijk een wat hoger percentage om wat marge te hebben. De rekenrente werd vervolgens zo gekozen, dat die positie eruit kwam. Dat was geen omfloerste manier om naar het gewenste antwoord toe te rekenen, maar een erkende manier van werken. De rekenrente werd daarmee – anders dan tegenwoordig – gezien als uitkomst van de berekening, namelijk het rendement dat een verzekeraar gegeven de financiële middelen moest maken om de doelstellingen veilig te stellen. Ik noem dit het omgekeerd perspectief. Dividenduitkeringen en winstdelingen ten behoeve van indexatie konden plaatsvinden indien en voor zover het feitelijk rendement hoger was dan de rekenrente. De gezondheid van een verzekeraar werd niet afgelezen aan de hand van de solvabiliteitsratio of de dekkingsgraad zoals nu, maar aan de hand van de rekenrente. Welk resultaat heeft een verzekeraar nodig om haar doelstellingen waar te maken? Een maatschappij met een rekenrente van 2,5% was gezonder dan een maatschappij met een rekenrente van 3,0%, omdat laatstgenoemde partij pas bij een 0,5% hoger rendement zijn doelstellingen waar kon maken.

Ik heb dit uit de tweede hand en kan dus niet instaan voor de historische juistheid ervan. Daarom ga ik niet verder op dit voorbeeld in. Maar het is interessant om te zien hoe op een totaal andere manier dan tegenwoordig met rekenrente omgegaan kon worden, terwijl het toch een verantwoord en sluitend systeem was.

Drs. A.C. Eijgenraam AAG is zelfstandig actuaar. Dit artikel is eerder gepubliceerd op 29 augustus op LinkedIn.



ACTUARIEEL PERSPECTIEF

De Actuariële Principes Pensioenfondsen (APP) uit 1997 worden gezien als de voorganger van het FTK. Feitelijk was het een aanscherping van regelgeving die al min of meer vanaf het begin van de jaren zeventig gold. De APP zijn gebouwd vanuit wat ik het actuariële perspectief noem. In het actuariële perspectief wordt een pensioenverplichting gezien als niet-overdraagbare verplichting die onlosmakelijk met de pensioenuitvoerder is verbonden. De rekenrente is net als sterfte, kosten, aannames over nabestaanden en eventueel invaliditeit een actuariële grondslag. Een actuariële grondslag is niet meer of minder dan een basis voor een meerjarige begroting voor deze specifieke pensioenuitvoerder. Dat moet dus een prudente inschatting zijn van wat de desbetreffende instelling kan realiseren.

Nu was de rekenrente onder APP ook weer niet heel fonds-specifiek bepaald. Er was een rekenrente voor verplichtingen die werden gedekt door zakelijke waarden en een rekenrente voor verplichtingen die werden gedekt door vastrentende waarden. Het verschil was overigens subtiel: het betrof de snelheid waarmee de rekenrente daalde van de marktrente (waarvoor toen het u-rendement werd gebruikt) naar de veilig geachte 4%. Daarnaast mocht een fonds zeker gestelde rente-inkomsten uit vastrentende waarden meenemen in de rekenrente. Het belangrijkste fonds-specifieke aspect in de rekenrente was de verdeling in de beleggingsportefeuille tussen zakelijke waarden en vastrentende waarden.

Rond de eeuwwisseling werd vastgesteld dat er onlogische verschillen zaten tussen de Actuariële Principes voor enerzijds verzekeraars en anderzijds pensioenfondsen. Er moest één kader komen met alleen verklaarbare verschillen. Er is toen binnen de Verzekeringskamer (later: DNB) een harmonisatietraject opgestart. Door het Europese aspect van het verzekeringstoezicht (wat niet van toepassing was op pensioenfondsen) zijn de resultaten van dit traject later overigens toch weer uit elkaar gevallen in FTK voor pensioenfondsen en Solvency II voor verzekeraars.

BELEGGERSPERSPECTIEF

Het harmonisatietraject is aangegrepen om meteen wat innovatie door te voeren. Op dat moment was het risicobeheer bij beleggingsfondsen veel geavanceerder dan bij verzekeraars en pensioenfondsen. De innovatie kreeg daarom vorm door beleggers bij het project te halen. De voorsprong op het gebied van risicobeheer bij beleggers was zo groot, dat de toezichhouders op verzekeraars en pensioenfondsen (waaronder ikzelf) met open mond en vol bewondering keken naar die nieuwkomers. Het gevolg was, dat de beleggers het project feitelijk overnamen.

Beleggers zetten een model voor waardering en risicobeheer neer op basis van wat zij bij beleggingsfondsen gewend waren. Dat ging zelfs zo ver, dat er een begrip marktrisico werd geïntroduceerd gericht op hun markt (de beleggingsmarkt) en niet op de markt waar de verzekeraar of het pensioenfonds op opereerde.

Beleggingsfondsen moeten elke dag een koers publiceren en handelen elke dag. Hun referentiekader is dus de markt van liquide handelbaarheid. Zo ontstond de marktwaardering van activa, het risicoprofiel (Vereist Eigen Vermogen) gericht op korte termijn risico's en de maandelijkse rapportage van de dekkingsgraad.

De beleggers introduceerden ook het beleggingsperspectief op pensioenverplichtingen. In het beleggingsperspectief is een pensioenverplichting een liquide handelbaar product dat los gezien moet worden van de pensioenuitvoerder. Vanuit dat perspectief bestaat een pensioenverplichting uit een verplichting om een serie vaststaande uitkeringen te doen op vooraf bepaalde tijdstippen. Dit is een vastrentend product waarop de pensioenuitvoerder short gaat. Een short positie is als het ware een negatieve belegging.

Een vastrentende waarde wordt door beleggers gewaardeerd met behulp van een rekenrente die wordt afgeleid uit de risicovrije rente en de kredietwaardigheid van de debiteur. Nu gaat het hier om een short positie en is de debiteur de pensioenuitvoerder zelf.

Nu zijn er (onder IFRS) waarderingsmodellen waarin de eigen kredietwaardigheid een rol speelt, maar over het algemeen worden die als nogal incestueus gezien. 'Ik ben jou € 1.000 schuldig. Maar ik vind mezelf nogal onbetrouwbaar als het op betalen aankomt. Je mag blij zijn als je van die € 1.000 nog € 800 terugziet. Ik herwaardeer mijn verplichtingen op basis van mijn eigen beperkte kredietwaardigheid en nu ben ik je ineens nog maar € 800 schuldig'. Zo'n waarderings-techniek achtte men niet geschikt voor het waarderen van pensioenverplichtingen. Om deze reden wordt de kredietwaardigheid van de debiteur op 100% gesteld en wordt de verplichting gewaardeerd op basis van de risicovrije rente. Voor beleggers is dat de enig juiste rente voor vaststaande kasstromen.

Indexatie was voor beleggers een vreemd fenomeen. Ze kenden verplichtingen en schulden, maar geen intentie. Onzekere toekomstige kasstromen waren altijd afhankelijk van objectief meetbare grootheden. Het dichtst in de buurt kwam nog dividend. Maar dividend was een zelfstandige uitkering aan aandeelhouders, die los stond van overige verplichtingen aan dezelfde partij. Al met al werd indexatie te ingewikkeld gevonden en daarom buiten het model gelaten. Die benadering van indexatie als te ingewikkeld en daarom ongewenst kwam later terug in het nieuwe Financieel Toetsings Kader (nFTK) van 2015, waarin regels werden gesteld om indexatie af te remmen.

PENSIOENINGEWIJDEN: BELEGGERSPERSPECTIEF

Pensioeningewijden, zoals DNB, de beleidsmakers van het ministerie en een groot deel van de pensioenmarkt, hebben nu tien à twintig jaar ervaring met het beleggingsperspectief op pensioenverplichtingen. Sommigen zullen nog vage herinneringen hebben aan het actuariële perspectief, maar zij zullen dat vooral associëren met een primitieve, prehistorische vorm van risicomanagement. Alle vormen van verantwoord risicomanagement naar hedendaagse maatstaven gebeuren vanuit het beleggersperspectief. Het is dus logisch, dat zij het beleggingsperspectief inmiddels zijn gaan zien als enig mogelijk perspectief en bijgevolg de risicovrije rente als enig juiste rente.

NIEUWKOMERS: ACTUARIEEL PERSPECTIEF

Mensen buiten het directe pensioenveld, zoals oppositiepartijen en ouderenorganisaties, hebben deze geschiedenis niet (bewust) meegemaakt en kijken met een frisse blik naar de discussie. Wie aan een buitenstaander moet uitleggen hoe een pensioenverplichting wordt berekend zal dat doen vanuit het actuariële perspectief, omdat dat perspectief nu eenmaal gemakkelijker uit te leggen is. De rekenrente zal worden uitgelegd als een voorzichtige inschatting van het rendement dat pensioenuitvoerders zullen maken op beleggingen. Mensen van buiten het directe pensioenveld zullen de rekenrente ook vanuit die visie benaderen.

Vanuit het actuariële perspectief zal de risicovrije rente als overprudent worden ervaren, gezien de rendementen die pensioenuitvoerders daadwerkelijk maken. Nu zijn die rendementen in het recente verleden voornamelijk gemaakt door de koerswinst op vastrentende waarden als gevolg van de dalende marktrente. Het is niet waarschijnlijk dat koerswinsten uit een dalende marktrente zich in de toekomst vanuit de huidige rentestand zullen continueren. Maar zelfs als daarvoor wordt

gecorrigeerd, dan lijkt de risicovrije rente vanuit actuariel perspectief wel heel voorzichtig gekozen.

AFWEGING TUSSEN PERSPECTIEVEN

Zo zijn er minimaal twee perspectieven van waaruit naar pensioenverplichtingen gekeken kan worden. Het beleggersperspectief, waarbij pensioenverplichtingen worden gezien als liquide handelbaar financieel product en waarbij de risicovrije rente als enig juiste rekenrente naar voren komt. En daartegenover het actuariële perspectief, waarbij pensioenverplichtingen worden gezien als niet-overdraagbare verplichtingen van een bepaalde uitvoerder, waarbij een rekenrente die afgeleid wordt uit werkelijk te behalen rendementen logisch is.

Beide perspectieven kennen hun aanhangers. Effectieve communicatie tussen beide kampen is vooralsnog in de praktijk niet mogelijk. Beide kampen begrijpen elkaar niet en praten over elkaar in termen die ik hier niet wil herhalen.

Om hieruit te komen is een wat afstandelijke blik op beide perspectieven noodzakelijk.

Het beleggersperspectief heeft begin deze eeuw gezorgd voor een grote doorbraak in het risicodenken rondom pensioenen en dat risicodenken op een veel hoger plan gebracht. De pensioenwereld is de beleggers van die tijd daarom grote dank verschuldigd. Maar een grote bijdrage van zo'n vijftien jaar geleden hoeft nog niet zaligmakend te zijn voor keuzes van nu.

Het beleggersperspectief modelleert een pensioenverplichting als liquide handelbaar product. In de praktijk is een pensioenverplichting echter helemaal niet liquide handelbaar. Er wordt weinig gehandeld in pensioenverplichtingen en als dat al gebeurt, dan gebeurt dat niet door een koers van een scherm af te lezen, maar na (al dan niet stevige) onderhandelingen tussen partijen. En indexatie moge dan te ingewikkeld zijn om in een beleggersmodel op te nemen; het is wel degelijk een relevant onderdeel van een pensioenregeling. Het uitgangspunt van het beleggersperspectief klopt dus niet met de werkelijkheid.

Het uitgangspunt van het actuariële perspectief doet dat wel. Pensioen is een verplichting van één bepaalde partij die hij in principe zelf moet nakomen. Als een pensioenuitvoerder van zijn verplichtingen af wil zal dat een situatie van discontinuïteit opleveren waar alleen door onderhandelingen met verschillende partijen uitgekomen kan worden. Alleen was er tot voor kort geen goed model voor risicobeheersing vanuit het actuariële perspectief. Risicobeheer van APP was niet meer dan nattevingerwerk en moderne bespiegelingen vanuit het actuariële perspectief gaan veelal alleen in op de rekenrente en niet op de risico's die bij pensioenen komen kijken.

ROL PENSIOENFONDSEN

ROL Pensioenfondsen (Risicobeheer Op Lange termijn) is wel een model voor risicobeheersing vanuit het actuariële perspectief. Het is een innovatieve doorontwikkeling van het FTK risicomodel, maar dan gericht op het nakomen van de verplichtingen door de pensioenuitvoerder zelf. Het combineert zo de geavanceerde risicobeheersing uit FTK met de juiste focus. Het begrip risico heeft onder de ROL geen betrekking op beleggingsrisico's van een schommelende marktwaarde, maar het heeft betrekking op het pensioen van de deelnemer. Onder de ROL hoeven dan ook geen grote bedragen uitgegeven te worden aan de demping van die schommelingen.

Daardoor komt de ROL tot betere resultaten dan zowel het FTK als het pensioenakkoord. ROL kan namelijk de nominale garantie op pensioenen handhaven en toch veel sneller volledige indexatie bereiken dan de huidige interpretatie van het pensioenakkoord. ROL doet dit zonder de belangen van jonge pensioendeelnemers in de waagschaal te stellen. Hoe dit in zijn werk gaat is terug te vinden in verschillende artikelen over de ROL op <http://www.actuaris-eijgenraam.nl/publicaties/> ■