

COMMISSIE PARAMETERS ZET AAN TOT NIEUW BELEID

Door Rik Albrecht en Henk Bets

De Commissie Parameters geeft op grond van artikel 144 van de Pensioenwet eens in de drie jaar advies over de maximale rendementen en minimale inflatie die een pensioenfonds mag gebruiken voor het berekenen van de voorziening pensioenverplichtingen, de kostendeckende premie, (evaluatie van) herstelplannen, continuïteitsanalyses en de consistentietoets of haalbaarheidstoets in het nieuwe FTK. In maart 2014 kwam de commissie met een nieuw advies. Het advies staat samengevat in figuur 1.

De vorige commissie kwam in 2010 met een verdeeld advies. Daarom is de commissie dit keer anders samengesteld. Het

advies was dit keer unaniem. Het kabinet is voornemens om het advies over te nemen. Helaas heeft de commissie de parameters niet kunnen toetsen op het nieuwe FTK. Het zou een goede zaak zijn als bij de invoering van het nieuwe FTK de hoognodige consistentie tussen beleid en verantwoording tot stand komt. Er zijn een aantal opvallende verschillen met het advies van de vorige commissie. In de volgende hoofdstukken gaan we in op deze verschillen.

MAXIMUM OF REALISTISCHE PARAMETERS?

Het eerste verschil dat opvalt, is dat de commissie van mening is dat de parameters realistisch zijn. Ze ziet de parameters dus niet als maximum (of minimum) parameters. Dit komt overeen met de zienswijze van de meeste pensioenfondsen. De meeste pensioenfondsen gingen voor hun herstelplannen immers uit van de maximale rendementen en de minimale inflatie. Deze keuze is mogelijk ingegeven door de wens niet te hoeven korten. Immers hoe hoger het verwachte rendement, des te lager de verwachte korting en des te lager de kans dat er voortijdig gekort moet worden.

CLASSIFICATIE VAN BELEGGINGEN

De indeling in beleggingscategorieën is op twee plaatsen gewijzigd. Allereerst zijn de vastrentende waarden gesplitst in twee categorieën, te weten AAA-staatsobligaties en credits. Door de vorige commissies werd dit onderscheid niet gemaakt.

Het tweede verschil betreft de indeling van vastgoed. Beursgenoteerd vastgoed wordt voortaan ingedeeld bij aandelen. Niet-beursgenoteerd indirect vastgoed en direct vastgoed worden samenge-

Het zou een goede zaak zijn als bij de invoering van het nieuwe FTK de hoognodige consistentie tussen beleid en verantwoording tot stand komt.

voegd tot niet-beursgenoteerd vastgoed. Dit zal maar voor weinig fondsen van grote invloed zijn.

MINIMUM INFLATIE

De verwachting voor de prijsinflatie voor de lange termijn is ongewijzigd gebleven op 2%. Dit is gelijk aan de doelstelling van de ECB. De verwachting voor de looninflatie op lange termijn is met 0,5% verlaagd naar 2,5%.

Nieuw is dat de inflatie in vijf jaar toegroeit van het huidige niveau naar de langetermijnverwachting. Deze methode, waarbij gestart wordt op het actuele niveau en de inflatie toegroeit naar een vaste waarde, is vergelijkbaar met de ultimate forward rate (UFR) voor de rente. Het belangrijkste verschil met de UFR is de veel kortere duur waarin de vaste waarde bereikt wordt.

VERWACHT RENDEMENT VASTRENTENDE WAARDEN

In het vorige advies was het maximaal verwacht rendement op vastrentende waarden 4,5%. Dit is opvallend, omdat de rentetermijnstructuur van DNB beduidend onder dit niveau lag. In het nieuwe



Rik Albrecht

advies wordt het rendement op AAA-staatsobligaties gelijkgesteld aan de vigerende forwards. Het lijkt erop dat daarmee de rentetermijnstructuur van DNB wordt bedoeld. Deze werkwijze is marktconform en kan daarom, los van de UFR, inderdaad als realistisch worden beschouwd. Een groot voordeel is dat de beleggingen en pensioenverplichtingen evenwichtig worden beoordeeld.

Nieuw is dat de credits een ander maximaal rendement krijgen dan AAA-staatsobligaties. De commissie introduceert een mappingtabel waarbij het verwacht rendement op credits een combinatie is van het rendement op AAA-staatsobligaties en het verwacht rendement op beursgenoteerde aandelen. Hoe lager de rating, des te hoger het gewicht van het aandelenrendement. Er wordt verondersteld dat de risicopremie op credits ook geïncasseerd wordt. De keuze voor de mapping methode is meer een pragmatische en transparante methode die makkelijk te implementeren is, dan een theoretisch goed onderbouwde methode. Het overrendement op credits loopt bij een veilige rente van 2,5% op van 0,45%

voor AA-leningen tot 2,7% voor High Yield obligaties. Het relatief hoge mappinggewicht voor High Yield obligaties kan fondsen ertoe aanzetten om deze obligaties los van de andere credits te beoordelen en kan aanzetten tot het omzetten van BBB-obligaties in AA-obligaties en High Yield obligaties.

Het door de commissie genoemde rendement op credits van circa 3% kan bij de door haar genoemde uitgangspunten bereikt worden bij een mix van 80% in leningen met AA-rating en 20% in leningen met een A-rating, of door een mix van 98% in leningen met een AA-rating en 2% in High Yield. De meeste fondsen hanteren een risicovollere beleggingsmix. Uitgaande van een creditportefeuille van het gemiddelde pensioenfonds eind 2013 zoals gepubliceerd door DNB en de door de commissie gehanteerde rente van 2,5% voor AAA-staatsobligaties, bedraagt het verwacht rendement op credits 3,55%. Het verwacht rendement op vastrentende waarde voor een gemiddeld pensioenfonds wordt dan 3,12%. Dit is 0,62% boven het verwacht rendement op AAA-staatsobligaties van 2,5%.



Foto: Confident BV

Henk Bets

VERWACHT RENDEMENT ZAKELIJKE WAARDEN

Waar de vorige commissies het rendement op zakelijke waarden nog bepaalden door het vaststellen van een risicopremie op de vastrentende waarden, heeft deze commissie het rendement onafhankelijk van de rentestand vastgesteld. Het gevolg is dat een pensioenfonds bij een lage rentestand gestimuleerd wordt in zakelijke waarden te beleggen en bij een hoge rentestand gestimuleerd wordt in vastrentende waarden te beleggen. Dit was bij de oude parameters niet het geval. Meer nog dan de vraag welke parameters een pensioenfonds wenst te gebruiken, dient het bestuur van een pensioenfonds over dit uitgangspunt na te denken.

KOSTENAFSLAG

De kostenafslag wordt niet meer aan de fondsen overgelaten, maar uniform vastgesteld. Dit betekent dat schaalvoordelen genegeerd worden en dat impliciet verondersteld wordt dat de hogere kosten van actief beheer gecompenseerd worden door de hogere opbrengst. Actief beheer levert

Figuur 1: Kabinetsreactie Commissie Parameters

categorie	bruto meekundig parameter	kostenafslag	standaarddeviatie	opmerking
Minimum verwachtingswaarden				
Prijsinflatie	2,0%	n.v.t.	n.v.t.	Ingroepad van 5 jaar
Contractloonsstijging	2,5%	n.v.t.	n.v.t.	Ingroepad van 5 jaar
Maximum verwachtingswaarden				
Staatsobligaties AAA	circa 2,5%	15bp	8%	Conform vigerende forwards
Credits	circa 3%	circa 15bp	circa 8%	Combinatie forwards en aandelen, afhankelijk van kredietrisico in portefeuille
Beursgenoteerde aandelen	7,0%	25bp	20%	
Overige zakelijke waarden	7,5%	25bp	25%	
Niet beursgenoteerd-vastgoed	6,0%	80bp	15%	
Grondstoffen	5,0%	40bp	20%	
Diversificatie-effect	circa 50bp	n.v.t.	n.v.t.	Afhankelijk van portefeuille, op basis van benaderingsformule

Bron: Kamerbrief van 21 maart 2014

Nieuw is dat de credits een ander maximaal rendement krijgen dan AAA-staatsobligaties.

ten opzichte van passief beheer in deze veronderstelling noch voordelen noch nadelen op. Dit geldt zowel voor het verwachte rendement als voor het verwachte risico.

De meest opvallende afslag is de afslag voor overige zakelijke waarden. De werkelijke kosten voor deze categorie lijken op grond van het rapport van de commissie zo'n 2% hoger te zijn. Dit komt impliciet neer op een verwacht rendement voor deze categorie van 9,5%, na aftrek van de performance fee. Op dit punt wijkt de commissie ook expliciet af van haar eerdere veronderstelling dat de parameters gezien moeten worden als meest realistische en niet als minimale parameter.

STOCHASTISCHE SCENARIOSET

De commissie wil een uniforme scenario-set voorschrijven voor de haalbaarheids-toets, die naar verwachting in het nieuwe FTK geïntroduceerd wordt. Dit betekent dat de haalbaarheidstoets vooral gezien wordt als een voor alle pensioenfondsen

vergelijkbaar communicatiemiddel voor de ambities, verwachtingen en risico's en niet als een instrument voor het bestuur om zijn beleid op te beoordelen.

VOLATILITEIT EN DIVERSIFICATIE-EFFECT

De commissie vermeldt dat de vorige commissie impliciet uitging van een standaarddeviatie van 18% voor de volatilititeit op alle zakelijke waarden. De nieuwe commissie gaat uit van een eigen standaarddeviatie voor elke beleggingscategorie. Dit is duidelijk een verbetering ten opzichte van de oude situatie. Nieuw is het diversificatie-effect. Het diversificatie-effect leidt tot een hoger verwacht rendement van circa 50 basispunten als gevolg van diversificatie van de beleggingsportefeuille. In het vorige rapport werd er nog onderscheid gemaakt tussen rekenkundige en meetkundige rendementen. Het verschil tussen die twee wordt veroorzaakt door de volatilititeit van de beleggingen. Dit verschil was 1,5% voor de portefeuille zakelijke waarden. Het negatieve effect van de volatilititeit wordt dus voor tweederde gecompenseerd door de diversificatie.

EFFECT NIEUWE PARAMETERS

De verwachte rendementen op basis van de nieuwe parameters zijn lager dan de oude verwachte rendementen. De commissie stelt vast dat de ontwikkeling van de verwachte dekkinggraad over een periode van vijf jaar 5% achterblijft in vergelijking met die op de oude parameters. Bovendien zal door het nieuwe FTK de vereiste dekkinggraad naar verwach-

ting met 5% toenemen. De relatieve dekkinggraad, dit is de aanwezige dekkinggraad minus de vereiste dekkinggraad, wordt dus dubbel geraakt. Enerzijds door de minder gunstige ontwikkeling van de aanwezige dekkinggraad en anderzijds door de verzwarende van de vereiste dekkinggraad.

De meeste herstelplannen lopen over tien jaar af. Op basis van de bovengenoemde cijfers zal de verwachte relatieve dekkinggraad ongeveer 15% lager zijn dan in de huidige herstelplannen. Dit maakt voor de meeste pensioenfondsen een herziening van het langetermijnherstelplan noodzakelijk en betekent voor de deelnemers een slechtere verwachting van de toekomstige indexatie.

CONCLUSIE

De nieuwe parameters hebben gevolgen voor de lopende herstelplannen. Elk pensioenfonds zal moeten beoordelen of zijn herstelplan, het daaraan ten grondslag liggende beleid en de uitgesproken (indexatie)verwachting naar de deelnemers, herzien moeten worden. Het zou een goede zaak zijn indien niet alleen de plannen en toetsing van het beleid met consistente parameters worden uitgevoerd, maar ook de verantwoording over de realisatie, oftewel het jaarverslag. Hiervoor is het nodig dat ook de vaststelling van het vereist eigen vermogen consistent wordt met de parameters. Dit betekent niet alleen dat de beleggingscategorieën op elkaar moeten aansluiten, maar dat ook de gebruikte volatilititeiten en de gevolgen van het diversificatie-effect dat moeten doen. «

Figuur 2: Verwacht rendement bij verschillende creditportefeuilles

Credit portefeuille	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3
AA	98%	80%	39%
A	0%	20%	15%
BBB	0%	0%	26%
High Yield	2%	0%	20%
Totaal	100%	100%	100%
Verwacht rendement	3,00%	3,00%	3,55%

Dit artikel is geschreven door drs. Henk Bets, AAG, Directeur Actuariel Adviesbureau Confident B.V. en drs. Rik Albrecht CFA, Fiduciair Investment Consultant en professioneel pensioenfondsbestuurder