



De modelfout in het Financieel ToetsingsKader

Mijn artikel in De Actuaris van maart 2015, *De kortzichtigheid van FTK en Solvency II sloot af met de conclusie: FTK en Solvency II zijn misschien prima stelsels, men moet ze alleen niet op pensioenen en verzekeringen toepassen. Inmiddels ben ik in die mening gesterkt. Ik neem u graag mee in mijn analyse.*

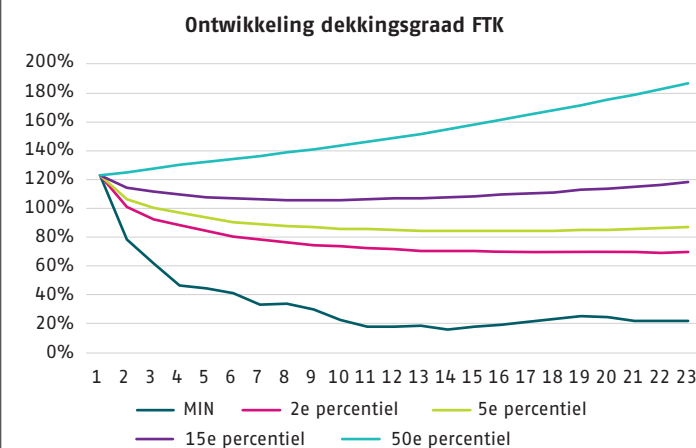
Op 4 januari 2024 verscheen mijn rapport *De haalbaarheid van een koopkrachtig pensioen*¹. Het analogon naar Solvency II laat ik aan u, lezer. U hoeft alleen wat vakjargon te vertalen. In dit artikel concentreer ik mij op de conclusie ten aanzien van het FTK-model². Met het FTK-model bedoel ik de conceptuele onderbouwing van de FTK-regels.

OPZET VAN HET ONDERZOEK

Met een extreem voorbeeld als gedachtenexperiment zien we hoe het FTK een pensioenfonds afhoudt van een zinnig beleggingsbeleid. Kijkt u mee?

We zijn uitgegaan van de economische werkelijkheid van een gemiddeld fonds per 30 september 2023: 123,2% dekkingsgraad en 73% premiedekkingsgraad. We hebben gekeken wat er gebeurt als we een met CPI geïndexeerd pensioen uitkeren. Er wordt voor 50% belegd in aandelen en voor de andere 50% in volledig gematchte vastrentende waarden. Dit is doorgerekend op de 20.000 scenario's die DNB voor Q4 2023 heeft vastgesteld. Onze focus lag op de stress-scenario's.

Dit was het resultaat.



Het 50e percentiel loopt gestaag op. Het 15e percentiel daalt naar iets boven de 100% en loopt dan ook op. In normale tot licht pessimistische scenario's is er dus helemaal niets aan de hand.

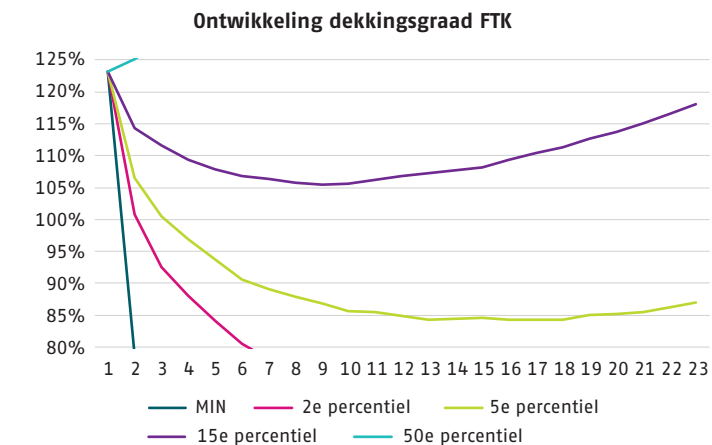
Maar ook in de lagere percentielen, is na een aanvankelijke daling een stabilisatie te zien. Zelfs het allerslechtste scenario (MIN in de grafiek) bereikt na zo'n tien jaar weliswaar bijna de bodem, maar verbetert rond vijf jaar daarna weer.



Drs. A.C. Eijgenraam AAG is zelfstandig actuaris.

HET TEGENBEWIJS

Laten we het vergrootglas eens leggen op een willekeurig stress-scenario, bijvoorbeeld het 5e percentiel, de groene lijn in de grafiek.



De grafiek loopt aanvankelijk straf naar beneden. In jaar 12 wordt het minimum bereikt van 84,23%. Tien jaar later is de dekkingsgraad weer geklommen naar 86,96%.

We zoomen verder in op de situatie in het 12e jaar en de dekkingsgraad van 84,23%. Volgens het FTK model is 100% dekkingsgraad nodig om in verwachtingswaarde de verplichtingen te kunnen nakomen. We hebben dus een fors tekort om ook zonder indexatie de pensioenen te blijven uitkeren. We voegen dan ook nog eens nieuwe aanspraken toe met een nog lagere dekkingsgraad, 73%. En we keren bovendien pensioenen uit tegen een dekkingsgraad van meer dan 100% (volledig geïndexeerd). Volgens het FTK model kan dit niet goed gaan; de dekkingsgraad gaat een vrije val maken, zeker als we niet kijken naar de verwachtingswaarde maar naar een stress-scenario als het 5e percentiel.

Maar dit is niet wat we waarnemen. Na de vrije val zien we juist een opleving van de dekkingsgraad. De dekkingsgraad is (ver) onder de 100%. Dat betekent dat we op dat moment natuurlijk niet moeten liquideren. Maar waarom zouden we dat doen? De scenario's leren ons dat verbetering in zicht is.

VERKLARING VAN DE FOUT

Waar is het dan precies fout gegaan? Voor het bouwen van de modellen zijn modelbouwers uit de wereld van beleggingsfondsen aangetrokken. Die waren in modelbouwen veel professioneler dan wij.³ De model-lering van pensioenverplichtingen was een nieuw element. Dat gebeurde met replicerende portefeuilles: beleggingen die de kasstromen van de pensioentoezegging afdekken. Het teken van de verplichtingen is negatief vanuit het perspectief van het eigen vermogen.

Risicomanagement voor beleggingsfondsen is echter gericht op de risico's voor de belegger. Voor de belegger gaat het dan om de waardeveranderingen op korte termijn van het eigen vermogen, oftewel wat men kan zien als aandeelhouderswaarde van het fonds. Door de risicomodellen voor beleggingsfondsen (met een kleine aanpassing voor sterfterisico) één op één over te zetten naar pensioenfonds is ook daar het risicobeheer vanuit het aandeelhoudersbelang geïntroduceerd.

Nu heeft een pensioenfonds geen aandeelhouder. Deelnemers hebben een belang bij de voorziening pensioenverplichtingen. Voor deelnemers ontstaat pas een belang bij het eigen vermogen als het wordt gebruikt om die voorziening op te hogen. Maar niemand heeft een direct belang bij het eigen vermogen.

Toch zijn de FTK-regels erop gericht op bescherming van het eigen vermogen. Dit wordt geïllustreerd door bijvoorbeeld de MVEV-korting.

Hierbij worden pensioenen gekort ter bescherming van de buffers en dus worden de belangen van de aandeelhouder gesteld boven de belangen van de deelnemers. Hetzelfde kan gezegd worden over de regels die een *maximum* stellen aan indexering.

Dat het FTK dus de belangen van een niet-bestaande aandeelhouder beschermt maakt duidelijk, dat het hier niet gaat om opzet, maar om een vaktechnische vergissing.

De onbedoelde focus op de aandeelhouderswaarde heeft vaktechnische consequenties gehad. De balans op liquidatiewaarde staat nu centraal. Logisch als men dit bekijkt met de ogen van een beleggingsfonds dat elke dag handelt op basis van de marktwaarde van stukken. Voor de deelnemer in het pensioenfonds gaat het echter om een balans op going concern basis. Zijn belang is immers de vraag of een fonds op going concern basis zijn verplichtingen kan nakomen.

Het komt ook terug in de modeldoelstelling van het FTK: een fonds moet de komende twaalf maanden zijn verplichtingen kunnen overdragen aan een andere pensioenuitvoerder. Dat is een andere modeldoelstelling dan de vorige: een pensioenfonds moet zelf zijn verplichtingen jegens deelnemers kunnen nakomen.

Stresstesten worden onder FTK altijd uitgerekend door de het eigen vermogen op $t + 1$ te vergelijken met die op t . Voor de deelnemer is die vergelijking niet interessant. Hem gaat het om de beschikbare kasstroom wanneer zijn pensioen uitkeert. Voor een werkelijke meting van het risico voor de deelnemer zouden dus eigenlijk 30 van deze stresstesten achter elkaar uitgevoerd moeten worden. Maar bij een gecombineerde risicometing kan diversificatie worden toegepast. Voor de deelnemer relevant risicomanagement kent dus diversificatie over de jaren heen.

CONSEQUENTIES

Voor mij toont bovenstaande afdoende aan dat het FTK niet geschikt is voor toezicht op langetermijnverplichtingen als pensioenen. Daarmee vervallen ook alle conclusies die op dit model steunen, zoals het uitblijven van indexatie tussen 2008 en 2021. Of de basis voor de pensioenhervorming – de stelling 'Een zeker en een koopkrachtig pensioen gaan niet samen'.

In onze benadering laten we de eis vallen dat de pensioenambitie op ieder tussentijds moment met replicerende financiële instrumenten afgefinancierd kan worden. In plaats daarvan gebruiken we de langetermijnkansverdeling van de uitkomsten bij pensionering, waarmee het mogelijk wordt om te beleggen in instrumenten die de kasstromen niet repliceren, maar met voldoende maatschappelijke zekerheid tot de gewenste uitkering leiden. Hiermee wordt risico niet opgehangen aan de kortetermijnfluctuaties van het fondsvermogen, maar aan de capaciteit om op lange termijn de pensioenen te kunnen blijven uitkeren.

Als wij de financiering rond krijgen willen wij een wetsvoorstel schrijven dat een derde pensioenvariant mogelijk maakt: het Koopkrachtig Solidaire contract. Dat zal zeker zijn met een reëel uitzicht op koopkrachtbehoud. 'Zeker' is daarbij maatschappelijk bedoeld: de kans op korten is niet nul, maar kleiner dan een maatschappelijk aanvaarde ϵ . ■

1 – Het rapport is uitgebracht door de stichting Koopkrachtig Solidair Pensioen. De berekeningen van het onderzoek zijn uitgevoerd door Henk Bets van Confident BV.

2 – Geïnteresseerden kunnen het rapport opvragen op info@koopkrachtig-solidair-pensioen.nl

3 – Ik heb zelf meegebouwd aan de Actuariële Principes, de voorganger van FTK.