

## Pensioenfondsen waarderen tegen marktwaarde

Voor de ingang van het nieuw financieel toetsingskader (nFTK) werden de toekomstige pensioenuitkeringen verdisconteerd tegen een vaste, door de toezichthouder gekozen rekenrente en had de omvang van de verplichtingen een statisch karakter. Omdat aan de activazijde van de pensioenfondsbalans de beleggingen voor het nFTK al wel tegen marktwaarde werden genoteerd kwam de toezichthouder op een gegeven moment tot de conclusie dat dit voor de passiva ook zou moeten gelden. Dat was een zeer logische stap. Sinds de ingang van het nFTK worden de verplichtingen van pensioenfondsen gewaardeerd tegen marktwaarde. Een pensioenfonds dat tegen marktwaarde meer bezittingen dan verplichtingen heeft zou in principe alle toekomstige kasstromen op de kapitaalmarkt kunnen inkopen en zo de toegezegde uitkeringen op ieder moment kunnen verzilveren. Dit in tegenstelling tot het geval van een vaste rekenrente, waar een dekkingsgraad van honderd procent niet hoeft te impliceren dat er voldoende bezittingen zijn om de verplichtingen een-op-een te kunnen inkopen.

Het nFTK was een grote stap voorwaarts omdat het heeft bijgedragen aan een beter inzicht in de daadwerkelijke balanspositie van pensioenfondsen. Men ging immers over van een statische waardering van de verplichtingen naar een waardering op basis van een op de kapitaalmarkt gebaseerde rentetermijnstructuur. Omdat de verplichtingen van pensioenfondsen voor een groot gedeelte ver in de toekomst liggen is de rentegevoeligheid hoog. Voor een gemiddeld pensioenfonds geeft een één procent parallelle daling van de rentetermijnstructuur een stijging van de verplichtingen met vijftien procent. Terecht, omdat wanneer het fonds de verplichtingen bij deze lagere rente zou willen inkopen op de kapitaalmarkt, een vijftien procent hoger vermogen vereist is.

Omdat het nFTK eisen stelt aan de maximale kans op onderdekking besloten veel fondsen om de rentegevoeligheid van de bezittingen meer in lijn te brengen met de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Doorgaans hebben de obligaties in de beleggingsportefeuille minder langjarige kasstromen dan de verplichtingen en verschilt dus de rentegevoeligheid. Dit kan eenvoudig worden opgelost met lange renteswaps. Deze contracten keren bijvoorbeeld veertig jaar lang een vaste coupon uit terwijl het fonds over dezelfde periode een variabel geldmarkttarief betaalt. Omdat op lange termijn en bij aanvang dergelijke contracten een verwacht rendement van nul hebben, is dit geen schadelijke strategie en resulteert een juist rentebeleid in een lage rentegevoeligheid van de dekkingsgraad. Of anders gezegd: de rentegevoeligheid van de beleggingen wordt in lijn gebracht met de rentegevoeligheid van de verplichtingen.

Nu dekkingsgraden ten gevolge van de kredietcrisis zijn gedaald en de toezichthouder de nadruk blijft leggen op een maximale kans op onderdekking, ontstaat er veel kritiek op de waardering tegen marktwaarde van de verplichtingen. Omdat de risicodragende beleggingen in waarde zijn gedaald en de verplichtingen ten gevolge van de gedaalde rente sterk zijn gestegen is de crisis bijzonder hard aangekomen bij veel pensioenfondsen. Pensioenfondsen worden door de lage dekkingsgraad gedwongen om aandelen en andere risicodragende beleggingen te verkopen en staatsobligaties te kopen. Deze mutatie in de portefeuille redu-

ceert het risico en brengt zo de kans op onderdekking terug tot het gestelde maximum van 2,5 procent. Indien men nog steeds tegen een vaste rekenrente zou waarderen, zou het plaatje er een stuk beter uitzien en hoeft de portefeuille niet te worden aangepast. Dit is althans de redenatie die recentelijk veel opgeld doet. Waar men aan voorbijgaat is dat zonder het nFTK de rentegevoeligheid van de beleggingen niet zou zijn vergroot en dus ook niet in lijn zou zijn gebracht met de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Voorts geeft juist de waardering tegen marktwaarde voor zowel de beleggingen als de verplichtingen een veel beter inzicht in de daadwerkelijke solvabiliteit en de risicokarakteristieken van pensioenfondsen.

Het nFTK heeft dus een goede invloed gehad, maar verbeteringen zijn wel mogelijk. De huidige nadruk op de maximale kans op onderdekking impliceert dat fondsen bij een hoge dekkingsgraad veel risico, en bij een lage dekkingsgraad vrijwel geen risico kunnen nemen. Zo worden zij als het ware door een lage dekkingsgraad gevangen. Zonder voldoende risicodragende beleggingen is het vrijwel onmogelijk om te herstellen, aangezien rendement en risico samenhangen. Een oplossing kan zijn om niet langer toe te zien op de kans op onderdekking, maar een maximum te stellen aan de *mismatch error*, de volatiliteit van het rendementsverschil tussen de beleggingen en de verplichtingen. Indien hier de nadruk op wordt gelegd zullen fondsen bij iedere dekkingsgraad een welafgewogen allocatie over beleggingscategorieën kiezen die voor elk risico een zo hoog mogelijk rendement oplevert, exact wat men van een pensioenfonds mag verwachten. Ook zullen fondsen met een hoge dekkingsgraad niet verleid worden tot het nemen van grote risico's omdat de mismatch error enkel afhangt van de samenstelling van de beleggingen en niet van de omvang of solvabiliteit. Omdat pensioenfondsen als primaire taak hebben om pensioenen uit te keren en de premies laag en constant te houden, is het te hopen dat de verplichtingen gewaardeerd tegen marktwaarde in de toekomst de enige norm zullen zijn waartegen de beleggingen worden afgezet. Wat op dit moment zou moeten veranderen is de te sterke focus van de toezichthouder op de kans op onderdekking.

---

JAN WILLEM VAN STUIJVENBERG  
Onafhankelijk consultant