

Arbitragevrije waardering moet in de wet

TEKST Sweder van Wijnbergen, Theo Kocken, Theo Nijman, Lans Bovenberg

In de uitwerking van het pensioenakkoord dient te worden gekozen voor marktconforme, arbitragevrije waardering van de pensioenverplichtingen. Dit stellen Sweder van Wijnbergen, Theo Kocken, Theo Nijman en Lans Bovenberg.

Het pensioenakkoord zoals dat op 10 juni wereldkundig is gemaakt is eerlijk over het feit dat garanties voor de toekomstige koopkracht van het pensioen nu eenmaal niet zijn te geven. Maar dat betekent nog niet dat deelnemers op niets mogen rekenen. Juist omdat pensioenen onzeker zijn, is het essentieel dat deelnemers niet alleen goed worden geïnformeerd over hoe hun pensioen meebeweegt met de algemene economische ontwikkelingen, maar ook dat individuele eigendomsrechten goed gedefinieerd en beschermd zijn. En juist op dat laatste punt is het pensioenakkoord onvoldoende uitgewerkt. Mede daarom is er onrust ontstaan of bepaalde groepen zoals jongeren of ouderen wel voldoende beschermd worden.

Om deelnemers vertrouwen te geven dat hun belangen niet worden geschaad en dat hun ingelegde gelden op economisch eerlijke wijze worden belegd en verdeeld, hechten wij aan drie principes.

1. Er moet gedoseerd risico worden genomen, in lijn met wat de deelnemers kunnen absorberen
2. Het geld moet eerlijk worden verdeeld tussen generaties. Schokken moeten worden verdeeld op een manier die het pensioeninkomen voldoende stabiliseert, maar op zo'n manier dat de verwerking van de schokken niet er toe leidt dat de inleg van deelnemers vooraf al in ver-

wachting terechtkomt bij het pensioeninkomen van andere generaties

3. Het bestuur moet prikkels krijgen die deze twee doelstellingen stimuleren

Op deze drie principes biedt het pensioenakkoord nog onvoldoende garanties. Met name de in het pensioenakkoord gesuggereerde methode van het waarderen van de verwachte pensioenen tegen het huidige verwachte portefeuillerendement biedt onvoldoende garantie dat de drie principes geen geweld wordt aangedaan.

De methode om te disconteren tegen het verwachte rendement op de huidige portefeuille verschaft een prikkel om meer risico te nemen dan rationeel gezien acceptabel is. Het laatste wat een bestuur wil is een prikkel om zaken zo uit te voeren dat dit conflicteert met het doel van het fonds. Het wil juist instrumenten om de gewenste risico's van jongeren en ouderen in één systeem te kunnen faciliteren. De mogelijkheid om door meer beleggingsrisico te nemen instantaan de dekkingsgraad te veranderen zonder dat daar meer vermogen tegenover staat, maakt het besturen moeilijker de juiste dingen te doen en de deelnemer onzekerder over het eindresultaat. Dit bezwaar kan opgelost worden door in de regelgeving op te nemen dat gewaardeerd moet worden tegen een arbitragevrije disconteringsvoet en dat bij beleidsaanpassingen de marktwaarde van individuele pensioenrechten niet verandert.

Het akkoord spreekt over een prudente waardering, maar daarvan is in de uitgewerkte numerieke voorbeelden in de bijlage bij het pensioenakkoord geen sprake. Met dezelfde pot geld en verwachte rendementen kunnen de huidige pensioenuitkeringen opeens aanzienlijk meer worden geïndexeerd, zonder dat het extra risico dat ouderen lopen hiertegen opweegt. En daarmee verdwijnt er geld uit de reserveringen die bedoeld waren voor de actieven.

Waarderen tegen verwacht rendement in combinatie met een risicodelend instrument als een uitsmeermethode komt er op neer dat extra indexatie die aan huidige gepensioneerden wordt gegeven zekerder is dan de waardering aangeeft. Dat is niet marktconform. De oplossing is om marktconform te werken, waarbij elke uitbetaling wordt gewaardeerd op basis van de onzekerheid die met deze uitbetaling gepaard gaat. Er mag geen geld weglekken tussen generaties door opgebouwde waarde over te hevelen, waarbij bijvoorbeeld actieven beter af zouden zijn zonder deze collectieve risicodeling.

Er zijn verschillende methoden om de marktconforme waarde van zachte pensioenrechten te bepalen. Maar alle hebben ze dezelfde waardering per individu als uitkomst. Dit wordt wel aangeduid als de waardering van pensioenrechten niet arbitragevrij zou zijn, zou een generatie beter af zijn als ze exact dezelfde beleggingen

buiten het risicodelende collectief van het pensioenfonds zou uitvoeren.

Deze arbitragevrije aanpak heeft een groot aantal voordelen. De prikkel voor besturen valt weg om het risico om on-eigenlijke redenen (bijvoorbeeld directe indexatie voor ouderen ten laste van jongeren) vast te stellen. Veranderingen in asset allocatie en risicoprofiel resulteren ook niet in aanpassing van de marktwaarde van individuele aanspraken en daarmee wordt verschuiving van vermogen tussen generaties door ander beleggingsbeleid voorkomen. Jongeren kunnen zich veilig voelen in een pensioenstelsel indien deze randvoorwaarde wordt opgelegd.

De marktwaarde aanpak levert tevens een faire waardeoverdracht voor deelnemers naar een ander pensioenfonds of naar een verzekeraar, hetgeen arbeidsmobiliteit vergroot en fusies tussen pensioenfondsen vereenvoudigt. Ook de kostendekkende premie kan zo marktconform bepaald worden. Belangrijk is ook dat de marktconforme waardering volledig aansluit bij Europese regelgeving.

In het nieuwe contract zal duidelijk gecommuniceerd dienen te worden over onzekerheid. Dat had in het huidige contract ook moeten gebeuren, maar nu wordt onderkend dat er geen hoge garanties zijn, dient te worden aangegeven waar bijvoorbeeld het verwachte reële pensioenniveau uitkomt waar 50% van de uitkomsten onder en boven liggen, rekening houdend met de risicopremie van de beleggingen. Daarnaast zal de koopkracht van het pensioen in een pessimistisch scenario moeten worden vermeld, bijvoorbeeld het niveau waar het pensioen met 5% kans onder komt. Daarbij dient dus rekening gehouden te worden met de onzekerheid van beleggingen, inflatie, etcetera.

Een van de methodes voor het bepalen van de arbitragevrije marktwaarde neemt bovengenoemde verwachtingswaarde inclusief risicopremie als uitgangspunt en garandeert dat de disconteringsvoet deze risicopremie incorporeert bovenop de risicoloze swapcurve. Dit dient dusdanig te gebeuren dat rekening wordt gehouden met bijvoorbeeld de prijs van extra zekerheid voor uitbetalingen op een korte horizon, zoals verschaft door de uitsmeerperiode. Nijman, Bovenberg en Werker hebben hier een methode voor uitgewerkt.

De andere methode voor het bepalen van de arbitragevrije marktwaarde werkt met

een verwachtingswaarde zonder risicopremie en disconteert tegen de swapcurve. Zowel teller (de verwachte uitkeringen in de toekomst) als noemer (de disconteringsvoet) in de vergelijking voor waardebeoordeling zijn dus anders dan in de eerste methode. Benadrukt dient te worden dat de tweede methode absoluut niet impliceert dat er risicoloos belegd moet worden. Integendeel, risicovol beleggen is een kwestie van de balans vinden van verwacht extra pensioenresultaat versus acceptabel minimum pensioenresultaat. Dit staat geheel los van

het vaststellen van de opgebouwde waarde van de pensioendeelnemers.

Alle vier zijn wij het eens dat arbitragevrije waardering op deze twee manieren altijd op hetzelfde uit moet komen. De manier waarop de arbitragevrije waarde van het pensioenrecht wordt bepaald is dus niet van wezenlijk belang. Waar het om gaat is dat de regelgeving zo wordt ingericht dat deelnemers er op kunnen rekenen dat de waarde van hun pensioenrechten niet door aanpassingen in de regeling kunnen worden aangetast. ■

BETOOG TOEGELICHT

"In het pensioenakkoord wordt voorgesteld om het verwachte rendement te gebruiken als discontovoet. Wij zeggen: als je dat doet, laat je hogere maar onzekere verwachtingswaardes deel uitmaken van je rekenvoet. Dan moet je die onzekere maar hogere verwachtingswaardes ook meenemen in je toekomstige pensioentoezeggingen," zegt Theo Kocken.

Als het onzekerder wordt wat er binnen komt, wordt het ook in dezelfde mate onzekerder wat je kunt uitbetalen. Tot zover is het betoog simpel. "Maar dan komt de uitsmeerperiode, en die maakt het heel erg complex," zegt Kocken.

Onder het pensioenakkoord mogen pensioenfondsen financiële klappen namelijk opvangen door ze uit te smeren over een periode van maximaal tien jaar. "Door die verevening ga je ouderen een stuk minder risico geven dan jongeren," legt Theo Nijman uit. Het risico op korte termijn wordt verminderd. Daar hebben ouderen baat bij. Maar jongeren hebben een langere horizon, en voor hen is het risico hoger.

"Om het systeem fair te maken, vinden we dat je daar op een marktconsistente manier rekening mee moet houden," zegt Nijman. "Als je gebruik maakt van die vereveningsmethodiek mag je voor een reëel pensioencontract nog steeds wel degelijk een stukje van het verwacht rendement inprijzen in je berekeningen – maar niet meer de volle mep. Je houdt immers welbewust een bepaalde groep deelnemers – de gepensioneerden – uit de wind."

Als er groepen deelnemers zijn die je niet het volledige risico toerekent, mag je ook niet de volledige risicopremie hanteren in de disconteringsvoet, vult Kocken aan. "Om het systeem eerlijk te houden, moet je in dat geval dus bij de gepensioneerden een zekere afslag doen van de risicopremie die je denkt te verdienen. En de crux zit 'em erin dat je die afslag dan ook moet doorvoeren in de pensioentoezeggingen die je doet." Want als er wat afgaat van wat er binnen komt, moet dat er natuurlijk ook af bij wat er uit gaat.

Kocken: "Naarmate je meer zekerheid geeft aan gepensioneerden, moet je de rendementsverwachtingen naar beneden aanpassen en gaat de teller (pensioenverwachting) dus omlaag. Maar dan moet je ook hetzelfde doorvoeren in de noemer – dus in de disconteringsvoet van die pensioenverwachting. Ik spreek iedere week nog mensen die zeggen: we kunnen straks met een hogere disconteringsvoet aan de slag en dan gaan de verplichtingen omlaag. Dat is dus niet zo."

Mede in reactie op deze problematiek wil De Nederlandsche Bank nu toe naar "een heldere, uniforme en objectieve disconteringsvoet" en een risicogebonden verplichte egaliseringsreserve. Met DNB's discontovoetidee is men echter niet gelukkig. Nijman: "Wij vinden een uniforme disconteringsvoet juist geen goed idee, ten eerste omdat het ene pensioenfonds meer beleggingsrisico neemt dan het andere en ten tweede omdat het ene fonds grijzer is dan het andere."

Ook bij de egaliseringsreserve zet men vraagtekens. "Zoals gezegd wordt disconteren met het verwachte rendement problematisch als je een uitsmeerperiode hebt. Er zijn twee manieren om daar wat aan te doen. Ofwel je gaat een afslag toepassen op het verwachte rendement – of een opslag op de reële rente, hoe je het ook wilt formuleren – waardoor je de verplichtingen navenant laat stijgen. Ofwel je gaat een extra buffervereiste invoeren, waarmee je zegt: we gaan pas indexeren als de dekkinggraad op een bepaald niveau ligt, bijvoorbeeld 125%. Het idee van DNB valt in die laatste oplossingscategorie," zegt Lans Bovenberg. "Ons lijkt het echter beter om dit niet te corrigeren via een reserve, maar direct te verrekenen in de verplichtingen. Een reserve wordt psychologisch snel opgevat als extraatje, waardoor eerder de neiging ontstaat om toch te vroeg of teveel uit te gaan delen."

Mariska van der Westen