

Opinie: Contant maken verplichtingen met risicovrije rente is onjuist

IPN van 29 Augustus 2012

Author: Erik Daae

Het ABP noemt de veel te lage rekenrente om de pensioenverplichtingen te berekenen als oorzaak van de te lage dekkingsgraad van het ABP (Volkskrant 22/8). Volgens mij kan het contant maken van pensioenverplichtingen op basis van een risicovrije rente helemaal niet, omdat een risicovrije rente nu eenmaal niet bestaat. Zelfs niet in de eurozone, zoals we hebben gezien in de afgelopen jaren.

De bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen moeten op basis van internationale afspraken op marktwaarde worden gewaardeerd om de dekkingsgraad te kunnen berekenen. Voor bezittingen bestaat vaak een markt waar een dagelijkse prijs voor die bezittingen wordt bepaald, behalve bij incurante beleggingen zoals een teakbomenplantage.

Pensioenverplichtingen worden echter niet verhandeld en daarom bestaat daar géén marktprijs voor. Daarom werd bedacht om de waarde van de verplichtingen te baseren op het contant maken van de huidige en toekomstige verplichtingen tegen het rendement van zogenaamd 'risicovrije' staatsleningen met looptijden die overeenkomen met de verplichtingen. Met de gedachte dat een dergelijk rendement altijd wel kan worden gemaakt.

Om de pensioenverplichtingen langer dan 20 jaar te kunnen disconteren voor de berekening van de dekkingsgraad heeft minister Kamp voorgesteld om een rentevoet als de Ultimate Forward Rate (UFR) te laten gebruiken. Diverse deskundigen hebben daar grote bezwaren tegen. Zelf pleit ik voor de erkenning dat er géén risicovrij rekenrente bestaat en de bestaande marktfluctuaties worden geaccepteerd. En dat bij de discontering van de verplichtingen wordt uitgegaan van een prudentieel gerealiseerd rendement met een verlaging van de zekerheidsmaatstaf van 97,5 procent in de Pensioenwet.

Dan kan er gewoon worden belegd met de bestaande risico's en onzekerheden met een kans op een goed rendement (belangrijk voor jongeren) en minder kans op (tijdelijk) korten evenals met meer kans op compensatie voor inflatie (goed voor ouderen). Dan zal de dekkingsgraad van het ABP wel een realistisch beeld geven.

Erik L. Daae is voorzitter van de Stichting Pensioenbehoud

Ontvangen reactie op de opinie van E.L. Daae in de IPN van 29.8.12 met als titel: "Opinie: contant maken verplichtingen met risicovrije rente onjuist."

Het disconteren tegen een risicovrije rente zo die al zou bestaan is fundamenteel onjuist omdat de creditzijde van de balans van een pensioenfonds simpel de risico's reflecteert van de beleggingen aan de debetzijde. Degenen die de swaprente verdedigen gaan uit van een beloofd rendement aan de pensioendeelnemers. Dat beloofd rendement is niet relevant voor de marktwaardering van aanspraken op pensioen. Mijn standpunt betekent dat op de markt de balanscreditzijde de cost of capital van de debetzijde weerspiegelt. Ik schat dat voor fondsen die fors in aandelen beleggen op ongeveer 7% en op obligaties ongeveer 4%. De mix (stel 50%/50%) is dus qua disconteringsvoet veel hoger dan de ridicule swaprente of UFR die nu weer is bedacht. Ik kom uit op pakweg 5,5% per jaar.

Mijn conclusie: het ontbreekt aan fundamentele financieel-economische kennis (zie mijn artikel samen met dr. Van Nunen in Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken in 2009, nr.5, oktober). Wat hierboven staat is algemeen aanvaard in de financierings- en beleggingsliteratuur: als toekomstige cashflows onzeker zijn (dat zijn de inkomsten uit beleggingen), disconteer deze dan tegen hun passende cost of capital die voor elke asset allocation dus anders is. De minister Kamp zou klassen van risico's moeten definiëren en daarbij telkens een eigen cost of capital berekening moeten voorschrijven. Wie riskant belegt krijgt een hogere disconteringsvoet aan de broek maar zal gemiddeld ook meer rendement behalen.

Dr.Piet Duffhues

Emeritus-hoogleraar Ondernemingsfinanciering Tilburg University