

van Stuijvenberg Financial Services
Jan Willem van Stuijvenberg
Icaruslaan 3
5631LH Eindhoven
the Netherlands
+31651087163
jw@van-stuijvenberg.com
www.van-stuijvenberg.com



Jan Willem van Stuijvenberg is oprichter en eigenaar van 'van Stuijvenberg Financial Services'. Van Stuijvenberg Financial Services levert risk management oplossingen aan een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen.

De Benchmark voor Pensioenfondsen: 'Mark to Market Liabilities'.

Voor de ingang van het NFK - nieuw financieel toetsingskader - werden de toekomstige pensioenuitkeringen verdisconteerd tegen een vaste, door de toezichthouder gekozen rekenrente en had de omvang van de verplichtingen een statisch karakter. Sinds de ingang van het NFK worden de verplichtingen van pensioenfondsen gewaardeerd tegen marktwaarde. Dit gebeurt aan de hand van de euro swap curve die zowel qua niveau als vorm veel op de euro staat curve lijkt. De keuze voor deze curve impliceert dat er geen onzekerheid verondersteld wordt in zake de hoogte en tijdigheid van toekomstige pensioenuitkeringen. Vanuit de pensioengerechtigden een volstrekt valide insteek. Omdat aan de activa zijde van de pensioenfondsbalans de beleggingen voor het NFK al wel 'mark to market' 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. Een pensioenfonds dat 'mark to market' meer assets dan liabilities heeft zou in principe alle toekomstige kasstromen op de internationale kapitaalmarkt kunnen inkopen en zo de toegezegde uitkeringen voorgoed kunnen vastleggen. In het geval van een vaste rekenrente hoeft een dekkingsgraad van 100% niet te impliceren dat er voldoende assets zijn om daadwerkelijk de verplichtingen één op één te kunnen inkopen.

Het NFK was een grote stap voorwaarts en heeft bijgedragen aan een beter inzicht in de balanspositie van pensioenfondsen. Omdat de verplichtingen van pensioenfondsen voor een groot gedeelte ver in te toekomst liggen is de rentegevoeligheid / duration hoog. Veelal ligt deze rond de 15 wat betekent dat bij een 1% parallele daling van de yieldcurve de verplichtingen 15% stijgen. Terecht, want indien het fonds de verplichtingen op dat moment zou willen inkopen is daar ook daadwerkelijk 15% meer vermogen voor nodig.

Omdat de toezichthouder ook eisen stelt aan de maximale kans op onderdekking besloten veel fondsen om de rentegevoeligheid van de assets meer in lijn te brengen met de rentegevoeligheid van de liabilities. Dit wordt veelal gedaan met 'interest rate swaps'. Deze contracten keren bijvoorbeeld 30 jaar lang een vaste coupon uit terwijl het fonds over dezelfde periode het variabele libor tarief 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 duration beleid in een lage rentegevoeligheid van de dekkingsgraad.

Nu dekkingsgraden t.g.v. de creditcrisis zijn gedaald en de toezichthouder de nadruk blijft leggen op een maximale kans op onderdekking ontstaat er veel kritiek op de 'mark to market' waardering van de verplichtingen. Omdat zowel de risicodragende assets als de rente zijn gedaald (liabilities gestegen) is de crisis bijzonder hard aangekomen bij veel pensioenfondsen. Dit was in extreme mate het geval bij pensioenfondsen met een zeer beperkt of geheel afwezig duration beleid. Pensioenfondsen worden nu 'gedwongen' om 'goedkope' aandelen en andere risicodragende assets te verkopen en in te stappen in 'dure' staatsobligaties. Indien men nog steeds tegen een vaste rekenrente zou meten, zou het plaatje er een stuk beter uit zien en hoeft de asset mix dus niet te worden aangepast. Dit is althans de redenatie die recentelijk veel opgeld doet. Waar men aan voorbij gaat is dat zonder het NFTK de rentegevoeligheid van de assets niet zou zijn vergroot en dus ook het resultaat op de renteafdekking / swaps er niet zou zijn. Er zijn fondsen die zonder de renteafdekking een 10% lager rendement over 2008 zouden hebben. Voorts geeft juist de 'mark to market' methodiek voor zowel de assets als de liabilities een veel beter inzicht in de daadwerkelijke achteruitgang van de solvabiliteit en de risicokarakteristieken van pensioenfondsen.

Het NFTK heeft een goede invloed gehad, maar verbeteringen zijn naar mijn inzicht wel mogelijk. De huidige focus op de maximale kans op onderdekking impliceert dat fondsen bij een hoge dekkingsgraad veel risico kunnen nemen en bij een lage dekkingsgraad vrijwel niet en zo als het ware door een lage dekkingsgraad worden 'gevangen'. Immers zonder voldoende risicodragende assets is het vrijwel onmogelijk om te herstellen. Een oplossing zou kunnen zijn om niet langer de kans op onderdekking te monitoren, maar een maximum te stellen aan de 'mismatch error'. Mismatch error is niets anders dan de volatiliteit van het rendementsverschil tussen de assets en de liabilities. Indien hier de focus op wordt gelegd zullen fondsen bij iedere dekkingsgraad een welafgewogen asset mix kiezen die per eenheid risico versus de verplichtingen 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 procentele verdeling van de asset mix en niet van de solvabiliteit c.q. dekkingsgraad. Wanneer men terug gaat naar een vaste rekenrente zullen de incentives uiteraard geheel anders liggen. In dat geval gaat men voor een zo hoog mogelijk rendement per eenheid absoluut risico. Beide werelden geven een sterk verschillende asset mix. In de volledige 'mark to market' omgeving zal de daadwerkelijke dekkingsgraad dan ook veel stabielere zijn en de incentivestructuur meer in lijn liggen met de stakeholders. Omdat pensioenfondsen als primaire taak hebben om pensioenen uit te keren en de premies laag en constant te houden hoop ik dat de 'mark to market liabilities' in de toekomst de enige benchmark zullen zijn waartegen de assets worden belegd. Wat op dit moment zou moeten veranderen is de te sterke focus van de toezichthouder op de kans op onderdekking.

Jan Willem van Stuijvenberg.