

VOORZITTER

Michel Salden,  
Doctors Pension Funds Services

DEELNEMERS

Daniel Aksan, Citi  
Bart Oldenkamp, Cardano  
Bas Scholten, Syntrus Achmea  
Jan Willem van Stuijvenberg,  
Van Stuijvenberg Financial Services



# UFR IS MONSTER WAARVAN RISICO'S STERK OVEREENKOMEN MET EXOTISCHE PRODUCTEN

Door Hans Amesz

In de huidige Solvency II – voorstellen voor Europese verzekeraars wordt de rentecurve voor de waardering van de verplichtingen voor langere looptijden geëxtrapoleerd met behulp van de zogenoemde 'ultimate forward rate' (UFR) – methodiek. Deze methodiek wordt de komende tijd ook ingevoerd voor Nederlandse pensioenfondsen. Is dat nodig? Wat zijn de mogelijke voor- en nadelen van deze aanpak? Wat betekent dit voor de dekkingsgraad en de financiering van de pensioenregeling? Over deze en andere aspecten van de UFR organiseerde Financial Investigator een rondetafeldiscussie.

**Waarom wordt de UFR geïntroduceerd? Is de huidige swapcurve daadwerkelijk verstoord?**

**Bart Oldenkamp:** Op zich is het goed om te kijken of er iets aan de swapcurve kan worden gedaan: is er voldoende liquiditeit aan het lange eind? De UFR-methodiek is wel een aparte manier om daarmee om te gaan; het is slechts

één mogelijke invulling en die is zeer abrupt.

**Daniel Aksan:** Waar hebben we het over als we zeggen dat de curve verstoord is? Over het absolute niveau van rentes of de termijnstructuur? Ik geloof in marktaanbod en vraagdynamiek en denk niet dat op lange termijn is vol te houden dat er sprake is van een verstoring. Als je onze curve vergelijkt

met andere internationale curves - de Zwitserse, de Japanse en de Engelse - kun je niet zeggen dat het uniek is wat nu bij ons gebeurt. De centrale- bankrentes staan lager dan ooit en tevens werd er niets gezegd over een verstoring toen eind 2008 de spread tussen 10-jaars- en 30-jaars-swaprentes op -60 basispunten stond. Wellicht omdat het absolute niveau van 30-jaarsswaps toen hoger was dan vandaag. De term



verstoring lijkt subjectief te worden gebruikt.

**Jan Willem van Stuijvenberg:** Voor wat betreft de swapcurve wordt er naar mijn mening te snel gesproken van verstoring. Men spreekt van een verstoring, terwijl men eigenlijk bedoelt te zeggen dat de lage rente de dekkingsgraad drukt. Voor een marktverstoring is meer nodig. Bijvoorbeeld het ontbreken van liquiditeit of het ontstaan van extreme bid- and- ask spreads. De enig denkbare reden om af te wijken van marktwaardering is voor mij een situatie waarin partijen niet kunnen handelen en er geen correcte prijsvorming plaatsvindt.

**Bas Scholten:** Een verstoring gaat inderdaad wat ver, maar de swaps met looptijden voorbij de 30 jaar zijn zeker veel minder liquide. Dit hebben we de afgelopen weken goed kunnen zien aan de beweging in het lange deel van de swapcurve.

**De Nederlandsche Bank (DNB) neemt tegenwoordig een 3-maands gemiddelde rente. Wordt hiermee de kritiek weggenomen dat pensioenfondsen zich laten leiden door dagrentes?**

**Oldenkamp:** Je moet de behoefte om je dekkingsgraad te 'smoothen' en iets aan de swapcurve te doen uit elkaar houden. Door de dekkingsgraad

minder volatiel te maken, wil je vooral voorkomen direct overal op te moeten reageren.

**Van Stuijvenberg:** In het minder volatiel maken van de dekkingsgraad kan ik me tot op zekere hoogte wel vinden. Op dit moment echter middelt men aan de liabilitykant wel de discount rate op driemaandsbasis, terwijl aan de assetzijde de dagelijkse marktwaardering wordt gehanteerd. Een daling van de gemiddelde rente in combinatie met een rentestijging kort voor het einde

van de maand, geeft nu een stijging van de verplichtingen en een daling van de waarde van de rentehedge. Dit geeft een totaal verkeerd beeld, vooral voor goed afgedekte fondsen. Indien men aan 'smoothing' wil doen, dan is de enige optie wat mij betreft middeling van de dekkingsgraad.

**Er is de afgelopen 6 tot 8 jaar naartoe gewerkt om conform marktwaarde te gaan sturen. Hoe kun je het vertrouwen bij de deelnemers behouden als**

### > Michel Salden

is als portfolio manager bij DPFS verantwoordelijk voor actief beheer van de fixed income, global macro en commodities portefeuilles. Tevens is hij werkzaam als deputy treasurer. Voorheen was Salden als portfolio manager verantwoordelijk voor actief beheerde fixed income en commodities accounts bij GBF (Grafische Bedrijfsfondsen) en was hij verantwoordelijk voor actief beheerde



accounts in EM Equity, EM fixed income en EURO sovereigns bij APG. In alle functies / beleggingscategorieën heeft Salden positieve track records opgebouwd. Hij is afgestudeerd in financiële economie en kwantitatieve economie. Opinies weergegeven in dit artikel, reflecteren een persoonlijke visie en niet per se die van zijn werkgever.

> Daniel Aksan

is zijn carrière begonnen bij JPMorgan op de afdeling Exotic Credit Derivatives Structuring in 2003. Heeft vervolgens (2007) gewerkt op de afdeling Interest Rates Sales bij Lehman Brothers en is sinds november 2008 verantwoordelijk voor G10 Rates



Sales voor Nederlandse financiële instellingen bij Citigroup. Aksan is afgestudeerd met een 1st Class Honours bij Cass Business School (BSc) in 2003. Naast zijn huidige baan is Aksan CFO bij de Syriac Universal Alliance (NGO) en is hij adviseur geweest bij de Parlementaire Onderzoekscommissie De Wit.

> Bart Oldenkamp

werkt sinds 2008 bij Cardano, waar hij verantwoordelijk is voor de Nederlandse tak. Hij is betrokken bij het strategisch risicomanagement van een aantal grotere pensioenfondsen en draagt regelmatig bij aan onderzoek en innovatie op het gebied van risicomanagement. Hiervoor was Oldenkamp tien jaar lang werkzaam bij ABN Amro Asset Management, zowel in Amsterdam als Chicago, op het laatst als hoofd LDI en Fiduciair Management. In 1999 is hij gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam met een proefschrift over het gebruik van derivaten bij institutionele beleggers.



**je met zoveel woorden moet zeggen: 'de ambitie om in een kader van marktwaardering te opereren is niet haalbaar?'**

**Van Stuijvenberg:** De situatie van de Nederlandse pensioenfondsen is verkeerd gecommuniceerd. Internationaal doen wij het zeer goed. Buitenlandse pensioenfondsen zijn gemiddeld veel harder gezakt in dekkingsgraad. Eigenlijk had De Nederlandsche Bank (DNB) moeten zeggen: 'Financiële markten hebben in 2008 en 2009 enorme klappen gehad. Mede dankzij het nFTK (nieuw Financieel Toetsingskader) zijn deze zeer behoorlijk opgevangen. Dekkingsgraden zijn gemiddeld gedaald tot rond de 100 procent. Het nFTK heeft fondsen onbetwistbaar getriggerd om meer aan risicomanagement te doen.' We hadden ons dus op de borst moeten kloppen, maar in plaats daarvan zijn we gaan focussen op een gering aantal fondsen dat echt in de problemen is gekomen.

**Aksan:** Een vraag. Hoe zouden pensioenfondsen met hun economische risico's omgaan als ze niet per se aan een FTK-rentecurve waren gebonden?

**Scholten:** Door het FTK zijn besturen

zich nog meer bewust geworden van het renterisico en is er veel meer helderheid ontstaan over het gebruik van swaps en het verlengen van de duratie van de beleggingen.

**Wat kunnen de gevolgen zijn van het invoeren van een UFR? Wat zijn de voor- en nadelen?**

**Van Stuijvenberg:** Het effect zal enorm zijn. Ik zie dat er nu al op grote schaal wordt voorgesorteerd op de mogelijke implementatie van UFR. Er vinden door verschillende partijen trades plaats waarbij uit 50, 40, 30 en in 20-jaars swapcontracten wordt gegaan. Wanneer UFR er daadwerkelijk komt, zullen deze trades alleen maar toenemen. Anders dan voor brokers en consultants, zoals ikzelf, zie ik geen voordelen.

**Aksan:** Ik zie eigenlijk geen voordelen. Heel misschien is er indirect sprake van een economische stimulans, omdat er niet zo agressief op de pensioenen gekort hoeft te worden.

**Oldenkamp:** Zoals de UFR nu wordt voorgesteld, daar zie ik ook geen voordelen in, alleen maar heel grote nadelen. Wij hebben hierop ingespeeld

door met een alternatief te komen, dat geleidelijk aan minder gebruik maakt van marktinformatie voorbij een bepaald punt.

**Het beeld wordt geschetst dat de lage dekkingsgraden een gevolg zijn van sturen op basis van dagrentes. Daarbij zouden fondsen procyclisch moeten opereren. Zou dit met de UFR kunnen worden opgeheven?**

**Van Stuijvenberg:** De dagvolatiliteit blijft gewoon bestaan. UFR is gebaseerd op 20 punten van de swapcurve en deze 20 punten bewegen iedere dag. Je krijgt enkel een wat hogere dekkingsgraad die vervolgens minder voorspelbaar gaat bewegen. Dit komt vooral door de Smith Wilson extrapolatiemethode waarbij de one year forward van 19 op 20 jaar zeer veel invloed heeft.

**Oldenkamp:** Jonge fondsen gaan veel impact zien van de UFR. Oude fondsen, die weinig flexibel meer zijn en niet zo heel erg veel aan het lange eind van de curve zitten, gaan weinig effect zien van de UFR. Dus pensioenfondsen die eigenlijk in de hoek zitten waar de grote klappen vallen, zullen relatief weinig merken van de UFR.

**Scholten:** De amplitude van je rentebeweging wordt wat gedempt. Dat kan iets meer rust geven bij het sturen van de balans. Hoewel de extremen er meer uitgehaald worden, wordt de dagelijkse volatiliteit niet veel minder. Renterisico zal nog altijd het grootste risico blijven voor een pensioenfonds.

**Van Stuijvenberg:** Ik heb een simulatie gedaan op basis van 7 jaar historische data en kwam uit op een volatiliteit van 15,6 procent voor mark-to-market waardering en 11 procent bij waardering tegen UFR. Deze lagere volatiliteit van de verplichtingen is overigens wel moeilijker door middel van rentederivaten te volgen.

**Oldenkamp:** Stel dat we in een scenario terechtkomen dat de rente langdurig op een heel laag niveau blijft en de toezichthouder zegt: sorry, die 4,2 procent van de UFR is niet meer geloofwaardig, het moet 3,2 procent zijn. Dan krijg je in één keer een enorme klap die niemand had kunnen hedgen. Dat is niet uit te leggen en dan ben je het vertrouwen echt kwijt. Door de UFR komt er een groot risico bij.

**De vuistregel is dat de lange rente de som is van de verwachte reële groei, arbeidsproductiviteit en inflatieverwachtingen. Is het dan wel realistisch en prudent om uit te gaan van een UFR van 4,2 procent? Zou, gegeven de vergrijzing en globale deleveraging, een UFR van 3 procent niet realistischer zijn?**

**Oldenkamp:** Als je een UFR hanteert, maak er dan een voorspelbare regel van waarop je kunt acteren. Dus niet een discretionair bepaald iets. Relateer de hoogte van de UFR aan één of meerdere marktrentes, dusdanig dat partijen kunnen uitrekenen, dat als er iets in de markt gebeurt, hoe de UFR zal reageren. Dan kun je beslissen of je je daar tegen moet indekken of niet.

**Van Stuijvenberg:** Ik ben er tegen om de curve te manipuleren, maar als het

dan toch moet, vermenigvuldig dan alle punten op de curve met een vaste factor, waardoor de curve nagenoeg parallel omhoogschuift. Dat betekent dat er geen aanpassing van de renteafdekking nodig is, want wanneer de onderliggende swapcurve beweegt, beweegt de aangepaste curve geheel analoog. Ik denk dat men niet voor een dergelijke simpele oplossing heeft gekozen, omdat de aanpassing dan te veel opvalt als reglementair cadeautje voor de sector. Een complex academisch verhaal over de lange rente die uiteindelijk naar 4,2 procent gaat en de onnodig complexe methodiek van Smith Wilson is in deze overtuigender.

**Tot nu toe lijkt de UFR-discussie meer academisch van aard. Er wordt relatief weinig geschreven over de consequenties voor beleid en implementatie-issues. Kunnen jullie als experts in vastrentende waarden een advies geven?**

**Aksan:** Wij hebben een analyse van de UFR-curve gemaakt en geconcludeerd, dat er een monster is geschapen waarvan de risico's sterk overeenkomen met die van exotische producten. Het monster is bijna onmogelijk te hedgen. Als je het hebt over de implementatie van hedges, vragen wij ons af of dit klanten forceert om een soort overlay over een overlay te gebruiken, zeg maar een soort overlay-square-achtig iets. Wat gebeurt er als de consequenties hiervan voor pensioenfondsen heel negatief zijn en ze daar weer onder komen te lijden?

**Oldenkamp:** Wij zeggen tegen pensioenfondsen: gebruik de UFR om heel goed na te denken over wat je moet gaan doen. Denk eerst na over de consequenties voordat je abrupt bewegingen introduceert en een besluit neemt waardoor je misschien nogal wat problemen krijgt of bijvoorbeeld later heel veel transactiekosten gaat betalen.

**Scholten:** De UFR heeft absoluut ongewenste neveneffecten, zeker op het

gebied van rente-afdekking. Ik vind wel dat we soms doorslaan in het gedetailleerd bekijken van het renterisico. Je moet de grote lijn, zoals bijvoorbeeld een rentedaling, uiteraard fatsoenlijk in de gaten houden, maar niet alles hoeft tot op de delta nauwkeurig per looptijd te worden gematcht. Gezond verstand moet niet uit het oog verloren worden.

**Oldenkamp:** Door de UFR wordt bij wijze van spreken iedereen gevoelig voor de 20-jaars bucket. Daar gaan veel partijen op acteren met volumes die we eigenlijk nooit hebben gezien op één segment. Je krijgt dan een beetje een prisoners dilemma: als je meedoet met de UFR-hedge ben je minder gevoelig voor dat ene segment, maar als je zegt dat het om de grote beweging gaat en dus blijft zitten, dan word je juist gevoelig voor veranderingen in dat segment, waardoor je misschien wel echt dekkingsgraadpunten gaat verliezen.

**Dus de UFR creëert een verstoring?**

**Oldenkamp:** Ja, absoluut. Je krijgt concentratie van risico in één segment, één looptijd.

**Aksan:** Het curve-effect domineert het rente-effect. Waar zijn we mee bezig? Wat betreft het prisoners dilemma, Mervyn King, Governor van de Bank of England, zei eerder dat het niet rationeel is om een 'bankrun' te beginnen, maar wel rationeel 'to join a bankrun'.

**Van Stuijvenberg:** De afgelopen twee, drie maanden is door commerciële partijen goed verdiend aan de mogelijke invoering van UFR. Deze partijen adviseerden rondom UFR en hielpen pensioenfondsen te anticiperen op een stijging van de 50-jaarsrente ten opzichte van de 20-jaarsrente. Immers, UFR impliceert minder vraag naar 50-jaarsswapcontracten en meer vraag naar 20-jaarscontracten. Ondanks het feit dat deze partijen aan UFR verdienen, zijn ze toch van mening dat de UFR funest is en communiceren dat in de media. Dit maakt de kritiek zeer geloofwaardig en men kan wat mij betreft niet anders dan concluderen dat UFR een verstoring is.

### > Bas Scholten

is sinds 2011 Hoofd Balansmanagement Advies binnen Strategisch Pensioen Management van Syntus Achmea. Daarvoor heeft hij 2 jaar bij DNB gewerkt als Toezichthouder Banken, 3 jaar als senior proprietary trader bij ABN AMRO en 7 jaar bij ING waaronder 5 jaar bij Group Market Risk Management. Scholten heeft wiskunde gestudeerd aan de universiteit Groningen en hij heeft de FRM opleiding afgerond.



### > Jan Willem van Stuijvenberg

studeerde financiële economie in Tilburg. Na zijn afstuderen begon hij als strategist bij ABP en volgde een postdoc-opleiding econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfonds. In 2002 werd hij gevraagd om voor PME een risicomodel te ontwikkelen. Van Stuijvenberg Financial Services werd opgericht en is nu een belangrijke speler op het gebied van risk management. Gerenommeerde partijen zoals Mercer, Syntus Achmea en Pensioenfonds Vervoer nemen zijn diensten af.



**Scholten:** Vooralsnog zijn er geen geluiden dat de vreemde rentegevoeligheid ten opzichte van de 15-jaars swaprente – die door de UFR ontstaat – afgedekt gaat worden. Maar dit zou de verstoring van de swapcurve door de grote vraag naar 20-jaarsswaps kunnen vergroten.

**De UFR-methodiek lijkt qua implementatie dus dermate complex te worden dat een eenvoudige treasurer met kennis van swaps of kennis van futures het niet meer alleen aan kan.**

**Oldenkamp:** We hebben sowieso al te maken met het feit dat de wereld steeds complexer wordt. Wat ooit, tussen aanhangstekens, zeker leek, is dat nu niet meer. UFR maakt het er niet simpeler op, maar nog complexer. Die beweging is moeilijk uit te leggen.

**Aksan:** Moet je niet kijken naar een vijf- of tienjaars forward in plaats van naar een éénjaarsforward. Is dat niet de manier om de volatiliteit uit het model te halen? De éénjaarsforward is extreem volatiel en leveraged, met een langere forwardrate krijg je meer 'smoothing' door wijdere buckets op de curve te gebruiken die liquide zijn.

**Oldenkamp:** We zitten nu midden in het UFR-proces. De UFR komt er en we hebben niet meer de tijd om nog een jaar na te denken over een éénjaars of andere forward. Wij willen door middel van een pragmatische oplossing aangeven dat er een alternatief is, dat in de buurt komt van wat je probeert te bereiken en toch de ergste gevolgen weghaalt van wat nu op tafel ligt.

**Scholten:** Het wordt inderdaad complexer. Er ontstaan in feite twee dekkingsgraden, een op basis van een UFR-rekenrente en een op basis van marktwaarde. Dat is moeilijk uit te leggen en dan heb ik het nog niet over de complexiteit van de rekenrente zelf.

**Aksan:** Een van de grote zorgen zit voornamelijk aan de verzekeringskant. Hoe ga je om met embedded options die in bepaalde contracten zitten? Daar is niet genoeg over nagedacht. Voor de verzekeraars is dat een groot dilemma.

**Er wordt wel eens gesteld dat de UFR ongezien een generatie-overdracht creëert? Is dat zo?**

**Van Stuijvenberg:** Absoluut. Het is heel simpel. Wanneer UFR wordt ingevoerd voor de waardering van

pensioenverplichtingen, worden alle kasstromen tot en met die over 20 jaar correct gewaardeerd, terwijl de kasstromen na 20 jaar een forse afslag krijgen. Anders gezegd, de pensioenen van de ouderen worden correct gewaardeerd, terwijl de toekomstige pensioenen van de nog werkende jongeren er tegen een forse afslag in zitten. Dit is niet anders dan ordinaire herverdeling. Het gevolg kan zijn dat men meer gaat uitkeren dan er daadwerkelijk is, terwijl de verantwoordelijke minister roept: 'Het komt wel goed, we zijn nog nooit zo rijk geweest.'

**Aksan:** Waar ik mij over verbaas, is dat alle problemen van pensioenfondsen worden afgeschoven op de discountcurve. Alles ligt aan de liabilities. Maar in hoeverre hebben de problemen ook te maken met management aan de assetkant, waar niet genoeg know-how en expertise aanwezig is om goede resultaten te halen? En in hoeverre wordt er geen misbruik gemaakt van de liabilitydiscussie om andere problemen te verbergen?

**Oldenkamp:** Pas op dat je geen karikatuur maakt van pensioenfondsen. Waar je tegen aanloopt is dat we met een heel erg incompleet contract te maken

hebben, waarvan het niet duidelijk is bij wie de risico's liggen. Als je de risico's niet meer kunt uitleggen, is het een normale reactie om te gaan kijken of dat niet komt door externe oorzaken. Daarom is het ook heel gezond dat er gekeken wordt naar hoe we het contract kunnen aanpassen, want als dat contract beter is, kun je gemakkelijker op risico's reageren en ze beheersen.

**De financiële sector heeft te lijden onder verlies van vertrouwen. Niet alleen bankiers en verzekeraars, maar ook pensioenfondsen worden steeds meer aangesproken op hun integriteit. Kan de UFR vertrouwen terugwinnen bij de deelnemers en andere stakeholders?**

**Scholten:** Het idee dat er met de UFR wellicht niet of minder gekort hoeft te worden, zal wel een rol gaan spelen. Het woord 'korten' heeft een heel negatieve impact. Als dat niet hoeft, door een aanpassing of een truc, zal dat in ieder geval voor opluchting zorgen.

**Door Solvency II wordt bij verzekeraars niet alleen een andere rentecurve geïntroduceerd, maar zijn er ook veel hogere buffers vereist aan de activakant. Klopt de suggestie dat pensioenfondsen selectief de voordelen van UFR overnemen, maar niet de hogere reserve voor schokken?**

**Aksan:** Ik denk dat de pensioenfondsen over het algemeen minder professioneel zijn dan verzekeraars die ook veel expertise hebben op het gebied van riskmanagement en tail-riskmanagement. Als het gaat om de actieve kant van de balans kan risicomanagement daar ook veel impact hebben. Pensioenfondsen moeten een beter risicomanagement voor hun assetkant ontwikkelen. Wellicht moeten ze daar wat meer stresstest-achtige scenario's voor de kiezen krijgen.

**Oldenkamp:** Pensioenfondsen worstelen terecht met heel complexe pensioencontracten, waardoor het risico-management ook echt ingewikkeld is. Een verzekeringscontract laat zich meer als een financieel contract managen.

**Scholten:** Pensioenfondsen moeten vaak noodgedwongen andere keuzes maken dan verzekeraars. De verzekeraar heeft eigenlijk een makkelijker doel voor ogen. Een pensioenfonds kent twee doelen: het veiligstellen van nominale pensioenen en liefst indexeren. Dat is een lastige combinatie.

**Aksan:** Bij een verzekeraar zit over het algemeen veel meer financiële expertise dan bij een pensioenfonds in de hogere lagen van de organisatie.

**Oldenkamp:** Veel pensioenfondsen besteden activiteiten uit. Als je een goede governance neerzet en je stuurt als pensioenfondsbestuur op de goede uitgangspunten, kun je, zonder dat je zelf over alle benodigde financiële kennis beschikt, prima uitbesteden aan een partij, die net zo origineel kan zijn als een verzekeraar.

**Van Stuijvenberg:** Pensioenfondsbestuurders hoeven niet van alle technische details op de hoogte te zijn. Ze moeten vooral goede bestuurders zijn. De CEO van Philips weet ook niet hoe een dvd-speler precies in elkaar zit en wordt daarover ook niet in detail ondervraagd door de toezichthouder.

**Oldenkamp:** Laten we eerlijk zijn. Financiële expertise was de afgelopen vijf jaar bij financiële instellingen bepaald geen garantie voor succes. Je moet niet overdrijven met het eisen stellen aan pensioenfondsbestuurders. Bestuurders moeten weten waarop zij moeten sturen en ze moeten de partijen waaraan ze werk uitbesteden, kunnen vertrouwen en controleren.

**Scholten:** Iemand die niet alle details beheerst, is daarmee niet per se een slecht bestuurder en vice versa. Soms zie je dat de specialist bij wijze van spreken last heeft van een tunnelvisie

en de niet-specialist met de beste vragen komt. Maar een bestuurder moet uiteraard wel begrijpen hoe renterisico werkt en meer gedetailleerde kennis over renterisico moet ook zeker aanwezig zijn binnen een bestuur. Als de UFR doorgaat, zal vanwege de toenomen complexiteit het basisniveau van bestuurders wel wat opgekrikt moeten worden. <

## CONCLUSIE

Dat de 'ultimate forward rate' (UFR) er moet komen omdat de huidige swap-curve daadwerkelijk verstoord is, is volgens bijna alle discussiedeelnemers een drogreden. Er is hoogstens sprake van onvoldoende liquiditeit aan het lange eind van de curve, maar voor een marktverstoring is meer nodig, bijvoorbeeld het ontbreken van liquiditeit of het ontstaan van extreme spreads. Volgens een deelnemer is de enig denkbare reden om af te wijken van marktwaardering een situatie waarin partijen niet kunnen handelen en er geen correcte prijsvorming plaatsvindt.

Over de voor- en nadelen van het invoeren van de UFR zijn de discussiedeelnemers duidelijk: ze zien eigenlijk geen voordelen in het voorstel dat er nu ligt, alleen maar grote nadelen. Vooral jonge fondsen gaan veel nadelige gevolgen zien van de UFR, in de zin dat hierdoor een generatie-overdracht gecreëerd wordt. Immers, wanneer de UFR wordt ingevoerd worden alle kasstromen tot en met die over 20 jaar correct gewaardeerd, terwijl de kasstromen na 20 jaar een forse afslag krijgen.

Ook werd geconcludeerd dat de UFR zelf een verstoring is en dat de UFR-methodiek dermate complex lijkt te worden, dat een eenvoudige treasurer met kennis van swaps of kennis van futures het niet meer alleen aan kan.