

Inleiding: een groot deel van de verwarring in dit debat lijkt terug te voeren op het feit dat niet alle protagonisten dezelfde vraag beantwoorden en dan onvermijdelijk op ogenschijnlijk andere antwoorden uitkomen. Daarom is het nuttig om de hoofdvraag die speelt bij pensioen gtoezicht eerst scherp op te stellen. Daarna zal ik beargumenteren dat die vraagstelling onvermijdelijk leidt tot de procedure die DNB volgt bij het inschatten van de dekingsgraad.

I: De vraag die DNB moet beantwoorden: zijn op de peildatum de activa van de PFs voldoende om aan de verplichtingen (die staan aan de passiva kant) tegemoet te komen.

A/ consistentie vereist dat DNB NIET uitgaat van eventueel discontinuïteits risico (default risk).

De goede benadering is: neem aan dat er GEEN default komt, de vraag wordt dan: is de kapitaals structuur zo dat die aanname ook werkelijk klopt. Als je default risk wel op een of andere manier meeneemt, zoals sommigen recent beweerd hebben, willen, dan kom je in een cirkel redenering terecht. Er is altijd een default risk waarbij de activa precies genoeg zijn gegeven de verplichtingen incl default risk, namelijk een constant default risk gelijk aan het onderdekings percentage. Maar dan beantwoordt je de DNB vraag niet.

B/ DNB beantwoordt die vraag VOOR DE HUIDIGE PENSIOEN STRUKTUUR. Dat wil zeggen nominale uitspraken in ruil voor je bijdragen uit het verleden.

- *Er wordt dus GEEN rekening gehouden met recht op indexatie, dat heb je niet onder het huidige contract. Dit is een voorbeeld waar sommigen een andere vraag beantwoorden, zij willen reële aanspraken gewaardeerd willen zien. Overigens mag je ook dan niet met verwacht rendement rekenen, waarover hieronder meer.*
- *Dit betekent ook dat de kritiek van sommigen (inflatie risico is unhedgeable/heeft geen markt prijs) wel klopt maar voor de DNB vraag niet relevant is. Overigens is dat sowieso niet zo'n heel groot probleem omdat Nederlandse inflatie verregaand gecorreleerd is met Eurozone HICP inflatie, en die is wel hedgeable. Dus niet iets om je erg druk over te maken, mochten er ooit reële contracten komen zijn die redelijk accuraat te waarderen (zou wel meteen de onderdekking met zo'n 30% punt doen oplopen!!).*

C/ De vraag moeten beantwoorden OP DE PEILDATUM zoals het FTK stipuleert heeft ook consequenties:

- *Het dicteert de DNB/FTK benadering ("liquidatie waarde", i.e. je vergelijkt de waarde van de activa op de peildatum met de dagwaarde van de verplichtingen, ook op die peildatum). Discussies over toekomstige aanpassingen, indexatie etc zijn allemaal irrelevant voor de DNB vraag, de waarde van de verwachte uitkeringen is niets meer en niets minder dan de*

dagwaarde van de activa op de peildatum. Die discussie over aanpassingen, indexatie rechten etc zijn wel interessant wanneer je het hebt over contract redesign maar dat mag de DNB bij haar toezichts taak niet meenemen.

- *Waardering aan de activa kant is grosso modo simpel omdat de activa grotendeels marketable securities zijn waarvan je de dagprijzen weet. Vandaar dat de stelling van sommigen (je mag ook met verwacht rendement rekenen bij de waardering van de activa als je dat dan ook maar met de discontovoet doet) wel waar is maar irrelevant, dat hoef je allemaal niet te doen, je zoekt bij wijze van spreken de dagwaarde gewoon in de krant op.*
- *Aan de passiva kant heb je die vrijheid niet, juist omdat je wil testen of die nominale verplichtingen adequaat gedekt zijn. De enige juiste manier is die op dagwaarde brengen met de markt prijs waartegen nominale verplichtingen in de markt uitgeruild worden. Voor leningstructuren (met tussenliggende rente betalingen) is dat de SWAP curve, die moet je nog omrekenen naar de omruilprijs van twee verplichtingen op 2 specifieke momenten, dat wordt dan de RTS curve, zoals DNB dat doet.*

II: Andere tegenargumenten:

A/ Maar de SWAP curve is een slechte voorspeller van toekomstige rentes:

Er is een argument ingebracht tegen de swap curve en de daaruit afgeleide RTS curve omdat dat niet de beste voorspelling van toekomstige rentes is. Dat laatste klopt wel maar dat is niet relevant. Je wil de marktprijs OP DE PEILDATUM weten waartegen je twee nominale verplichtingen op verschillende momenten in de toekomst VANDAAG uit kan ruilen, i.e. OP DE PEILDATUM, zodat je alles op peildatum kan waarderen, en dat is precies wat de RTS curve je geeft. Dat die marktprijs in de toekomst kan veranderen klopt maar doet er niet toe, je moet een uitspraak doen op de peildatum.

B/ Pensioenen zijn onzekerder aan het worden:

Sommige critici denken dat als je grotere onzekerheid accepteert je een andere rente mag gebruiken bij die dagwaarde berekening van de verplichtingen. Maar het goede antwoord is dat als je meer zekerheid wil je meer collateral/onderpand moet vragen, zo doet een markt partij dat ook (grotere haircut, oftewel meer activa voor gegeven verplichtingen). Europa vereist een Minimum Eigen Vermogen (i.e. een buffer) van 4% waarbij DNB nog wat toevoegt afhankelijk van je activa risico profiel. Dat is dus ongeveer een 4% haircut om een bepaalde zekerheids graad te bereiken. Dus als je meer zekerheid wil, vraag je om hogere activa vergeleken met de dagwaarde van de verplichtingen, met andere woorden een hogere buffer. Het boekhoudkundig verlagen van de dagwaarde van de verplichtingen is natuurlijk precies de verkeerde reactie.

C/Zijn PFs niet zo groot/slim dat ze altijd de risicopremie binnenhalen op hun aandelen?

Veel critici beweren dat PFs zulke goede beleggers zijn dat ze altijd de risico premie binnen halen. Als dat werkelijk zo was zou daarmee de risico premie meteen verdwijnen want dan is er geen risico. Die is een beloning tegen marktprijs voor het nemen van risico maar die krijg je alleen als dat risico er ook werkelijk is, i.e. als het bij tijd en wijle ook echt misgaat. En kijk maar eens naar het laatste kwartaal en hoe de aandelen crash de PFs geraakt heeft!

D/ Leidt een ander (bijvoorbeeld meer risicovol) beleggingsbeleid tot een andere rekenrente?

- *Nee. Als je een ander beleggingsbeleid volgt verandert de waarde van de activa niet: het beleggingsbeleid veranderen doe je door een deel van je beleggingen te verkopen en daarvoor een ander pakket met een ander risico profiel te kopen. Bijvoorbeeld honderd euro obligaties verkopen en daarmee honderd euro aandelen aankopen. Daarmee verandert de waarde van de activa niet en dus bij gelijkblijvende verplichtingen ook niet de dekkingsgraad. Een ander beleggingsbeleid is dus geen reden om aan de passiva kant een andere rekenrente te gebruiken.*

III: Laatste observatie: Afwijken van de marktprijs ondermijnt de solidariteit die de basis is van ons pensioenstelsel: dan zijn jongeren beter af buiten het pensioenstelsel.

- Gebruik van marktprijzen is NIET gebaseerd op een of andere ideologische preferentie voor marktwerking maar simpelweg om te voorkomen dat een groep benadeeld wordt ten koste van een andere groep; want afwijking van marktprijzen betekent dat de benadeelde partij buiten de PFs om voor dezelfde bijdragen een hoger pensioen kan krijgen. Het volgende voorbeeld maakt dat duidelijk:
- Als je verdisconteert tegen een hogere rente dan de veilige marktrente kan een jongere buiten het pensioenfonds om een betere deal krijgen dan hij/zij zal krijgen door erin te blijven:
 - o Verkoop je default-risk-vrije claim buiten het PF om (dat kan per definitie tegen de marktprijs, dus je krijgt meer dan het PF je geeft vanwege het gebruik door het PDF van die hogere rente)
 - o Beleg alles in precies dezelfde portefeuille als het PF.
 - o Je krijgt dan een betere uitkomst zonder geld toe te leggen. Dit is wat economen bedoelen wanneer ze zeggen dat andere rentes dan de RTS curve leiden tot arbitrage mogelijkheden (in vakjargon: een hogere rente gebruiken dan volgt uit de RTS curve is niet *arbitrage free*)
- Als je dat structureel toelaat, blaas je het hele stelsel op, jongeren zullen dan terecht uit het systeem willen stappen.