

## De grenzen van marktwaardering in de pensioensector

Door Laurens Swinkels, lid van de Raad van Advies van de European Pension Academy



De financieel economen leken de zege binnen te hebben gehaald op de accountants: marktwaardering (of *fair value accounting*) is tegenwoordig algemeen gebruik bij het waarderen van de bezittingen en schulden van een onderneming. Een prachtige ontwikkeling, want hiermee is de wereld in één klap verlost van de subjectieve en (voor mij) lastig te doorgronden waarderingmethoden van accountants. Dat dacht ik tenminste. Ik ben er steeds meer van overtuigd geraakt dat er belangrijke nadelen kleven aan het blind toepassen van zogenaamde marktwaardering. Mijn voorstel is dan ook om marktwaardering voortaan wat minder serieus te nemen bij het nemen van belangrijke beslissingen. Ik wil dit illustreren aan de hand van recente ontwikkelingen in de pensioensector.

Pensioenfondsen en ondernemingen met een pensioenregeling moeten hun verplichtingen sinds enkele jaren waarderen op basis van de actuele markttrente. Het eerste probleem hiermee is dat dit in imperfecte markten niet noodzakelijk leidt tot een *fair value*. Een tweede probleem is dat de keuze welke markttrente te gebruiken een grote invloed heeft op de waarde, waardoor het in hoge mate subjectief en lastig te doorgronden blijft.

Marktwaardering of de waarde in het economische verkeer is de basis van de financiële economie. Zonder economisch verkeer kan de waarde dus lastig op een efficiënte manier bepaald worden. Pensioenaanspraken – de toezegging die de onderneming aan haar werknemers doet voor uitgesteld loon – worden slechts in zeer beperkte mate verhandeld. Een pensioenfonds kan niet gaan winkelen en haar pensioenverplichtingen verkopen aan een andere partij, zonder dat hier hoge transactiekosten mee gemoeid zijn. Er is hier dus zeker geen sprake van een perfecte markt. Deze perfecte markten gaan er verder vanuit dat er een groot aantal (potentiële) aanbieders en vragers in de markt zijn die allemaal klein genoeg zijn om de marktprijs niet te beïnvloeden. Ook dit lijkt niet het geval te zijn; het ABP is met haar ruwweg € 200 miljard aan pensioenverplichtingen een te belangrijke speler in de markt om geen invloed te hebben op de marktprijzen, zeker nu de investment banks het sinds de crisis wat rustiger aan zijn gaan doen. We hebben al eerder gezien in het Verenigd Koninkrijk dat wanneer pensioenfondsen gedwongen worden allemaal tegelijk hun risico's te verkleinen dit leidt tot hogere prijzen voor langlopende obligaties. Hierdoor kwamen andere pensioenfondsen in de solvabiliteitsproblemen, die vervolgens risico moesten afbouwen en de prijzen nog meer opdreven. Een vicieuze cirkel dus. Hetzelfde lijkt in Nederland te gebeuren, nu pensioenfondsen door de crisis in zwaar

weer terecht zijn gekomen. Het gebrek aan perfecte markten voor pensioenverplichtingen pleit dus tegen het al te serieus nemen van het principe van marktwaardering.

Een bijkomend nadeel van de implementatie is dat er subjectief een rente gekozen dient te worden om de marktwaarde uit te rekenen. De Nederlandse toezichthouder voor pensioenfondsen heeft ervoor gekozen de Europese interbancaire swaprente te gebruiken. De internationale verslaggevingsstandaarden die van toepassing zijn op Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen kiezen voor de rente op Europese bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid, meestal ingevuld met een rating van AA of beter. Beide keuzes zijn te verdedigen, maar leiden sinds de crisis tot dramatisch verschillende uitkomsten. Zo gebruikt het Ahold Pensioenfonds een rente van 3,5% om zijn pensioenverplichtingen te verdisconteren, en de onderneming een rente van 5,6% om dezelfde verplichtingen te waarderen per eind 2008. Dit heeft een effect op de waardering van meer dan 30%! Volgens de onderneming is er een overschot op de pensioenbalans, terwijl het pensioenfonds een herstelplan moet indienen vanwege tekorten. Blijkbaar is de ene marktwaarde de andere niet. Een verschil van deze omvang geeft aan dat een transparante en objectieve *fair value* niet bestaat.

Deze subjectieve waardering leidt tot discussie. Het ABP heeft al aangekondigd dat het liever wil overstappen op een langjarig gemiddelde marktrente. Anderen stellen dat een gemiddelde tussen marktwaardering en fundamenteel economische waardering uitkomst kan brengen. Het lijkt erop dat economische waardering steeds meer op emotionele waardering begint te lijken. Mensen willen nu eenmaal verliezen graag uitstellen of uitsmeren. De markt heeft alleen gelijk als het de beslisser goed uitkomt. Om nieuwe regels vast te gaan stellen die één *fair-dere value* tot gevolg hebben zie ik niet zitten, aangezien de houdbaarheid hiervan zeer beperkt zal zijn.

Een eenduidige oplossing voor de waarderingsproblematiek heb ik helaas niet, wel een alternatief ter verbetering van de huidige methodes. We kunnen er ons beter bij neerleggen dat er geen transparante en objectieve *fair value* voor pensioenverplichtingen bestaat. In plaats daarvan kunnen toezichthouders beter een boven- en ondergrens vaststellen waarbinnen de werkelijke *fair value* zich waarschijnlijk zal bevinden. Alle waarderingsbinnen deze grenzen zijn, mits gemotiveerd, correct en kunnen gebruikt worden in de verslaggeving. Een dergelijke aanpak wordt door economen al toegepast wanneer markten niet compleet zijn. Een toepassing op de pensioensector ligt mijns inziens voor de hand.

Regelgevers en toezichthouders op imperfecte markten zouden expliciet rekening moeten houden met het gebrek aan het bestaan van één *fair value* en hun kaders daarop aan moeten passen, zodat de deelnemers in pensioenfondsen de toekomst vol vertrouwen tegemoet kunnen blijven zien.

---