

TEKST: ROBIN VAN DEN BROEK EN DIRK SYMON SIESLING

DISCONTERINGSVOET BIJ PENSIOENWAARDERINGEN

Wat veroorzaakt de (grote) verschillen in de door actuarissen gehanteerde disconteringsvoet?

Terwijl voorzitter Jean-Claude Trichet van de Europese Centrale Bank de rente sinds medio 2008 met 2,75%-punt heeft verlaagd, blijft de rente die voor pensioenwaarderingen voor de commerciële jaarrekening (in het vervolg verwijzen wij naar IFRS, meer specifiek IAS 19) wordt gehanteerd onverminderd hoog. Daarnaast loopt de disconteringsvoet die door verschillende ondernemingen wordt gehanteerd steeds verder uiteen.

Formeel gezien ligt de verantwoordelijkheid voor het vaststellen van de aannames voor een pensioenwaardering bij de onderneming voor wie de waardering wordt uitgevoerd. In de praktijk doet de pensioenactuaris / pensioenadviseur (hierna: de actuaire) ondernemingen echter vaak een voorstel voor de te hanteren aannames, vooral met betrekking tot de disconteringsvoet. Het zijn dus vooral actuarissen die belast zijn met het vaststellen van de disconteringsvoet. In het vervolg van dit artikel richten wij ons daarom op het afleiden van de disconteringsvoet door actuarissen.

In het verleden werd de disconteringsvoet voor pensioenwaarderingen onder IFRS door actuarissen vaak op een vergelijkbare wijze afgeleid. De afgelopen periode hebben actuarissen echter – mede onder invloed van de kredietcrisis – verfijningen op en veranderingen in hun methodieken aangebracht. Dit heeft ertoe geleid dat in de praktijk een veelvoud aan methodieken wordt gehanteerd om de disconteringsvoet vast te stellen. Deze methodieken leiden (onder de huidige marktomstandigheden) tot disconteringsvoeten die aanzienlijk uit elkaar kunnen liggen¹. Dit roept bij ondernemingen in de relatie onderneming – actuaire – accountant soms (terecht) de vraag op welke disconteringsvoet “de juiste” is. In dit artikel willen wij laten zien dat het afleiden van de rekenrente geen exacte wetenschap is; verschillende methodieken kunnen leiden tot verschillen in op zichzelf acceptabele disconteringsvoeten. We gaan in op de problemen die actuarissen tegenkomen bij het vaststellen van de disconteringsvoet en welke keuzes zij hierbij maken.

VEREISTEN REKENRENTE PENSIOENWAARDERING
De verslaggevingsrichtlijnen geven aan dat de rekenrente voor pensioenwaarderingen afgeleid moet worden van het rendement op hoogwaardige ondernemings-

obligaties, die qua looptijd en valuta overeenkomen met die van de verplichtingen die gewaardeerd worden (zie bijvoorbeeld IAS 19.78). De term ‘hoogwaardig’ is niet nader gespecificeerd. In de praktijk worden bedrijfsobligaties met een kredietwaardigheid van AA en beter in dit kader gezien als hoogwaardig.

De kredietwaardigheid van obligaties wordt beoordeeld door daarin gespecialiseerde bedrijven. Van deze kredietbeoordelaars zijn Standard & Poor's, Fitch Ratings en Moody's het meest bekend. Aangezien de kredietwaardering van een obligatie kan verschillen per beoordelaar wordt door de markt vaak uitgegaan van de gemiddelde waardering van een aantal beoordelaars.

Het rendement op bedrijfsobligaties wordt afgeleid van de marktprijs. Deze marktprijs wordt vaak bepaald als de gemiddelde prijs waarvoor de desbetreffende obligatie wordt verhandeld bij een aantal financiële instellingen. Uit deze gemiddelde marktprijs en het vaste uitkeringsschema van de obligatie (bestaande uit couponbetalingen en de uiteindelijke aflossing van de obligatie) wordt het rendement berekend als de interne opbrengstvoet (yield to maturity) van deze obligatie.

Voor informatie over bedrijfsobligaties, inclusief het rendement en de kredietwaardigheid kunnen actuarissen gebruik maken van een aantal (soms vrij toegankelijke) bronnen, zoals iBoxx en Bloomberg.

METHODES OM DISCONTERINGSVOET AF TE LEIDEN
Zoals al aangegeven, wordt in de markt een groot aantal methodieken gehanteerd om de disconteringsvoet af te leiden. Deze methodieken kunnen grofweg in twee categorieën worden ingedeeld.

De eerste groep actuarissen maakt gebruik van curves en/of geaggregeerde gegevens over het rendement op hoogwaardige ondernemingsobligaties die rechtstreeks beschikbaar zijn. Onder deze categorie valt bijvoorbeeld het rechtstreeks volgen van gegevens van de bronnen iBoxx of Bloomberg.

De tweede categorie maakt in meer of mindere mate gebruik van ruwe gegevens over hoogwaardige ondernemingsobligaties en stelt daaruit zelf een curve vast



Robin van den Broek (boven) en Dirk Symon Siesling zijn beiden lid van de IFRS-werkgroep van het Actuariel Genootschap

1 De disconteringsvoet is een van de aannames met de meeste invloed op de resultaten van de pensioenwaardering. Een verschil van 1%-punt leidt gemiddeld tot een 15% – 20% hogere of lagere pensioenverplichting.

die bij elke duur het bijbehorende rendement weer-geeft.

Het zelf vaststellen van een curve heeft als voordeel dat allerlei keuzes zelf gemaakt kunnen worden en geeft de actuaire dus meer flexibiliteit om de disconteringsvoet ook bij gewijzigde marktomstandigheden zoveel mogelijk in overeenstemming met IFRS te brengen. Het nadeel van deze methode is dat het afleiden van de curve relatief veel tijd en kennis vergt en daarmee dus vaak voorbehouden is aan de grotere actuariële bureaus. De vraag is echter of de andere actuariësen vast kunnen blijven houden aan de methode waarin uitgegaan wordt van kant-en-klare marktinformatie. Deze kant-en-klare informatie is immers niet samengesteld om de disconteringsvoet bij pensioenwaarderingen vast te stellen.

BEPERKINGEN STANDAARDMETHODES

De (gevolgen van de) kredietcrisis heeft inzichtelijk gemaakt dat de bron iBoxx, die door actuariësen het meest gebruikt wordt, twee grote nadelen heeft. Ten eerste wordt de kredietwaardering van obligaties maar één keer per maand aangepast. Obligaties waarvan de kredietwaardering verandert worden hierdoor pas op de eerste van de volgende maand toegevoegd of verwijderd. Door het grote aantal veranderingen in kredietbeoordelingen in de maanden december 2008 tot en met februari 2009 zou een methodiek zonder correctie hebben geleid tot een aanzienlijke overschatting van de disconteringsvoet in deze periode.

Het tweede nadeel van de standaard informatie van iBoxx is dat de onderliggende obligatieportefeuille een aantal obligaties bevat die converteerbaar of opvraagbaar zijn. Deze impliciete opties (in het voordeel van de uitgever van de obligatie) leiden tot een lagere marktprijs. Aangezien iBoxx bij het bepalen van het rendement hiermee geen rekening houdt, leidt de lagere marktprijs tot een hoger rendement. Deze 'afwijkende' obligaties leiden derhalve tot een overschatting van de disconteringsvoet.

Ook de standaard 'composite curve (F667)' van Bloomberg kent nadelen. Zo beschikken maar weinig ondernemingen over de terminal waarop informatie van Bloomberg geraadpleegd kan worden. Verder is Bloomberg niet erg open over de wijze waarop de curve wordt vastgesteld.

Daarnaast zijn er ook inhoudelijke bezwaren op de standaard curve van Bloomberg. De Bloomberg composite curve is opgebouwd uit 12 onderliggende curves (waarbij elke curve een (deel van een) sector representeert, zoals bijvoorbeeld Finance, Bank of Industrial). De samengestelde curve van Bloomberg wordt afgeleid als de ongewogen optelling van deze 12 curves. Dit leidt er

toe dat curves die een tiental obligaties vertegenwoordigt even zwaar wordt meegewogen als curves die gebaseerd zijn op meer dan 60 obligaties. Tot slot volgt uit het optellen van de 12 onderliggende curves met verschillende durren een schokkerig verloop van de Bloomberg composite curve.

Het is uiteindelijk de onderneming die, in overleg met de accountant, bepaalt of zij gebruik maakt van de 'kant-en-klare' marktinformatie. In de praktijk zien wij in ieder geval steeds meer actuariësen die door voortschrijdend inzicht – in meer of mindere mate – correcties in hun methodiek aanbrengen voor bovengenoemde problemen en ondernemingen adviseren dit over te nemen.

EXTRAPOLATIE

Bij alle hierboven beschreven methodieken om de disconteringsvoet af te leiden speelt het probleem dat er slechts enkele bedrijfsobligaties zijn die een resterende looptijd hebben van meer dan 10 jaar. Aangezien pensioenverplichtingen gemiddeld vaak aanzienlijk langer lopen dan 10 jaar zal een aanname gedaan moeten worden over het verloop van het rendement op hoogwaardige ondernemingsobligaties vanaf een duur van ongeveer 12 jaar. Veelgebruikte methoden hiervoor zijn:

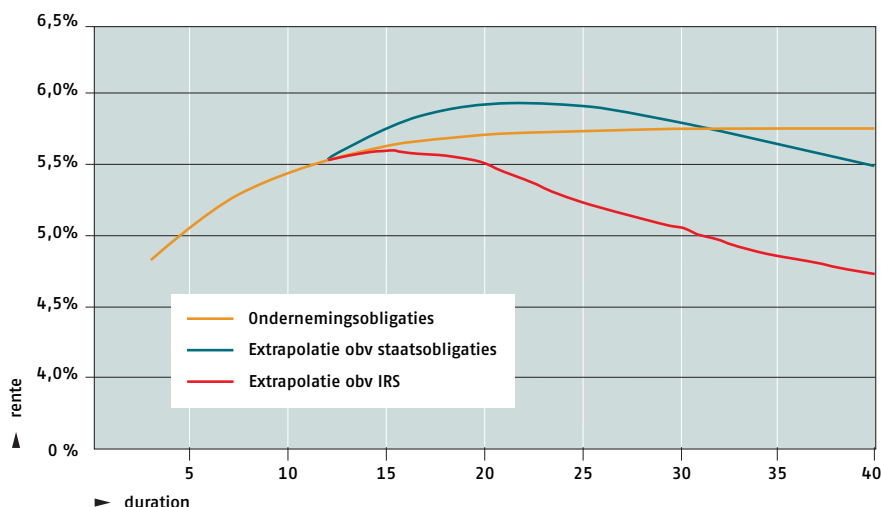
- 1 het verlengen met het verloop van het rendement op staatsobligaties;
- 2 het verlengen met het verloop van het rendement op interest rate swaps (IRS);
- 3 het verlengen op basis van hoogwaardige ondernemingsobligaties zelf, soms in combinatie met het rendement op andere ondernemingsobligaties (A en/of AAA).

In de eerste twee methodieken wordt de risicospreiding voor ondernemingsobligaties voor langere looptijden constant verondersteld vanaf het extrapolatiemoment. In de derde methodiek wordt verondersteld dat het rendement op hoogwaardige ondernemingsobligaties voor lange durren uit ondernemingsobligaties zelf geschat kan worden.

Alle drie de methodieken kennen hun voor- en nadelen. Zo is het verlengen met het verloop van het rendement op staatsobligaties en IRS makkelijker uit te voeren dan het verlengen op basis van ondernemingsobligaties zelf, omdat marktinformatie over het verloop van het rendement op staatsleningen en IRS voor langere looptijden goed verkrijgbaar is. Een ander voordeel van het verlengen op basis van het rendement op IRS is dat de IRS markt vrij liquide is voor langere looptijden. Hier staat als nadeel tegenover dat deze methodiek geen gebruik maakt van het rendement op obligaties en daarom misschien een minder goede schatter is voor het rendement op ondernemingsobligaties.

Onderstaande figuur laat zien dat het hanteren van de verschillende extrapolatietechnieken (vanaf een duur van 12 jaar) leidt tot aanzienlijke verschillen in de disconteringsvoet per 31 december 2008 voor pensioenverplichtingen met een gemiddelde duur die langer is dan 15 jaar.

Extrapolatie rentecurves per 31 december 2008



CONCLUSIE EN AANBEVELINGEN

Doordat de verslaggevingsrichtlijnen slechts op hoofdlijnen aangeven op welke wijze de disconteringsvoet bij pensioenwaarderingen moet worden afgeleid kunnen verschillende methodieken worden gehanteerd, die leiden tot een breed interval aan (acceptabele) rekenrentes.

Alhoewel de aangebrachte verfijningen in methodieken op zichzelf een vooruitgang zijn, ontstaat hierin ook direct een probleem. Door de aangebrachte verfijningen zal het vaststellen van de IAS 19 disconteringsvoet nog meer bij de actuaris in plaats van de onderneming komen te liggen, ook al is de onderneming uiteindelijk verantwoordelijk voor de gehanteerde aannames. Volgens ons dient de onderneming zelf zijn rentemethodiek te bepalen en vast te leggen. Dit leidt niet alleen tot een grotere betrokkenheid van de onderneming en een toename van de toetsbaarheid van de gehanteerde disconteringsvoet door de accountant, maar ook tot consistentie in de disconteringsvoet die van jaar tot jaar gehanteerd wordt, zelfs bij een overgang van actuaris. Zo wordt subjectiviteit en mogelijke manipulatie van de resultaten van de pensioenwaardering zoveel mogelijk voorkomen.

ANDERE OORZAKEN VAN VERSCHILLEN

Naast de hiervoor genoemde oorzaken kunnen verschillen in disconteringsvoet ook veroorzaakt worden door:

- Verschillen in de definitie van “hoogwaardig”. Sommige actuarissen gebruiken alleen AA obligaties, anderen AA en AAA obligaties en weer anderen maken zelfs een onderscheid in de AA categorie tussen AA-, AA en AA+. Het hanteren van obligaties met hogere kredietwaarderingen leidt c.p. tot een lagere disconteringsvoet;
- Het al dan niet verwijderen van uitschieters (obligaties waarbij het rendement, vergeleken met andere obligaties met een soortgelijke duur, veel hoger of lager is);
- Het al dan niet wegen van obligaties, bijvoorbeeld op basis van het totaal uitstaande bedrag;
- Verschillen in het afleiden van de kredietwaardering van obligaties. Sommige bronnen hanteren de gemiddelde kredietwaardering van een aantal kredietbeoordelaars als maatstaf, terwijl andere bronnen uitgaan van de laagste kredietwaardering.
- Verschillen in de gehanteerde marktprijs van obligaties. Sommige bronnen gebruiken de biedprijs als marktprijs, terwijl andere bronnen de gemiddelde prijs hanteren. Onder de huidige marktomstandigheden leiden deze verschillen in marktprijs tot verschillen in disconteringsvoet van ongeveer 25 basispunten.