



## De Amerikaanse 'pension deal'

**Auteur(s):**

Ambachtsheer, K.

*De auteur is werkzaam als President van KPA Advisory Services in Toronto, Canada*

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D19, 6 september 2000

**Rubriek:**

Dossier Transparante pensioenfondsen

**Trefwoord(en):**

verenigde, staten

Vanuit een werkgever-werknemer relatie gezien zijn pensioenaanspraken een uitgestelde vorm van looncompensatie. Voor een goed functionerende arbeidsmarkt is het zeer belangrijk om deze aanspraken op een juiste wijze te waarderen. Anders zou noch de werkgever noch de werknemer de waarde weten van de totale compensatie die hij betaalt en ontvangt. De economische waardering van uitgesteld loon in de vorm van pensioenaanspraken kan dus gezien worden als een centrale spil in de moderne economie.

Helaas is de stap van theorie naar praktijk ontmoedigend. Eerst moet er een duidelijk antwoord worden gevonden op de vraag wat de 'pension deal' precies inhoudt. Te denken valt aan vragen zoals hoe de pensioentegoeden tijdens de actieve periode worden opgebouwd, of de tegoeden belegd zijn, of ze overdraagbaar zijn en als ze overdraagbaar zijn op welke wijze de waarde ervan wordt bepaald, de mate van inflatiebescherming voor gepensioneerden en of de toegenomen pensioenaanspraken verzekerd zijn bij de afzonderlijke trustfondsen.

Een ander kritiek element van de pensioen-regeling is het ontbreken van duidelijkheid over de vraag wie nu eigenlijk beloften maakt aan wie. Aan werknemerszijde zijn er drie belangengroepen: de actieven, de slapers en de gepensioneerden. Aan werkgeverszijde zijn dat uiteindelijk de aandeelhouders. Pensioenregelingen zijn doorlopende regelingen met een onbepaalde levensduur. Er is daarom ook een 'impliciete deal' tussen opeenvolgende generaties.

Een essentieel element van het besturen van een pensioenfonds is de marktconforme waardering van de pensioenverplichtingen. M.a.w. gegeven de huidige pensioentoezeggingen en de termijnstructuur van de rente, hoeveel geld is dan vandaag nodig om volledig tegemoet te komen aan de pensioentoezeggingen. De meest brandende vraag is welke discontovoet moet worden gebruikt. Er is een denkrichting die het gebruik van de risico-vrije rente beargumenteert. Een andere benadering is om uit te gaan van de verwachte opbrengst op het pensioenvermogen. Mijn mening is dat het antwoord gevonden wordt in de vraag: wat is afgesproken in de 'deal' met de deelnemers. Als de bedoeling is om een risicovrije pensioentoezegging te doen, dan is dat ook de manier om een pensioentoezegging te waarderen. In dat geval zijn obligatie yield curves voor de Amerikaanse Treasuries bijvoorbeeld een prachtig hulpmiddel.

Het idee van een financieringsbeleid dat expliciet is gericht op een verhoudingsgetal tussen activa en verplichtingen heeft alleen zin als beide kanten van de balans op marktwaarde zijn gewaardeerd. In de meeste gevallen in de VS wordt gekozen van een dekkingsbijdrage van precies 100%. Bij sommige ondernemingspensioenfondsen gaat het bijna om een hypothetische vraagstelling, aangezien zij soms ratio's kennen van 150% of meer. Pensioenpremies zijn dan eigenlijk niet meer nodig. De Amerikaanse overheid heeft het echter buitengewoon onaantrekkelijk gemaakt om middelen aan het surplus te onttrekken.

In het algemeen gaat het om de vraag wat te doen als de ratio van activa en verplichtingen afwijkt van 1,0. In dat geval is er behoefte aan zgn 'smoothing'-technieken, die de bijdrage van contributies aan het fonds de goede kant opsturen, zonder te zorgen voor meer volatiliteit. Dergelijke technieken gaan uit van het middelen van de marktwaarde van activa en passiva over een langere periode. Belangrijk bij 'smoothing' is het uitgangspunt van redelijkheid. Redelijkheid is gebaseerd op het beginsel dat het dragen van risico en het genieten van opbrengsten met elkaar in evenwicht horen te zijn.

### Voorbeeld

Als voorbeeld van de praktijk in de VS neem ik het pensioenfonds SERS (State Employee Retirement System). Het voorbeeld belicht de toepassing van economische waarderingsmethoden. SERS voorziet in relatief kleine 'defined benefit'-pensioenen. Het fonds kende lange tijd een financieringsratio kleiner dan 1, namelijk 0,7. Echter, door een hoge pensioenpremie en zeer gunstige ontwikkeling op de kapitaalmarkt is de ratio inmiddels opgelopen tot 1,0 geheel volgens het actuariële plan. De laatste actuariële waardering resulteerde in een waarde van \$ 20 mrd zowel voor de activa als de verplichtingen. De deelnemers van SERS bespraken onlangs de volgende onderwerpen: (1) de marktwaarde van de beleggingen is \$ 25 mrd. Betekent dit een surplus van \$ 5 mrd?; (2) als er inderdaad een surplus is moet de pensioenpremie dan omlaag of zouden de pensioen-uitkeringen omhoog kunnen? Of beide; (3) moet het beleggingsbeleid worden aangepast?; en (4) wat is de invloed van de wettelijke vereiste "to maintain a stable contribution rate" op de voorafgaande vragen?

De deelnemers wisten dat als je de activa op marktwaarde waardeert, je dat ook moet doen met de passiva van het pensioenfonds. Een schatting van de verplichtingen met behulp van yield curves voor Amerikaanse overheidsobligaties leverde op dat de marktwaarde van

de verplichtingen \$ 22,5 mrd was. Er was dus sprake van een dekkingsgraad van 111% en een surplus van \$ 2,5 mrd. De deelnemers waren het er over eens dat de dekkingsgraad op de lange termijn 100% zou moeten zijn. Een hogere dekkingsbijdrage zou een conflict creëren over de vraag van wie het surplus is. Een lagere dekkingsbijdrage zou betekenen dat de huidige werknemers niet bereid zouden zijn om hun 'fair share' te betalen van de kosten van de pensioentoezeggingen, daarmee leunend op toekomstige generaties om de dekkingsbijdrage op peil te brengen.

Rekening houden met de wettelijke vereiste om een de pensioenpremie stabiel en op peil te houden, keken de deelnemers naar de middelen om hun doelstelling van 100% dekkingsgraad alsnog te bereiken. Het ging om 'smoothing' van de waarde van de activa en om 'smoothing' van de waarde van de pensioentoezeggingen. Een eventueel surplus kan worden geamortiseerd over een lange periode; bij SERS is dit 27 jaar.

Door toepassing van de economische beginselen zagen de deelnemers in welke financieringsbeslissingen ze konden nemen.

---

## **ESB-Dossier Transparante pensioenfondsen:**

---

### *Ten geleide:*

J.H.R. van de Poel, [Transparante pensioenfondsen](#)

E.H.M. Ponds en T.B.M. Steenkamp, [Van vuistregels naar risico-analyse](#)

H.P. van Dalen, [De vloek en zegen van pensioeninformatie](#)

### *Reactie:*

E. de Laat, [Intransparantie, een veelkoppig monster](#)

S. Head, [Marktwaaarde van pensioenen in het Verenigd Koninkrijk](#)

A. Oosenbrug, [Uitgangspunten voor het jaarverslag](#)

K. Ambachtsheer, [De Amerikaanse 'pension deal'](#)

K. Koedijk en M. Tamminga, [Oogsttijd in pensioenland?](#)

### *Reactie:*

H.A.A. Verbon, [Na ons de zondvloed](#)

G.C.M. Siegelaer, [Van waardering naar toetsing](#)

C.G.E. Boender, S. van Hoogdalem, M. Vos en H. Steehouwer, [Solvabiliteit en marktwaaarde van verplichtingen](#)

### *Epiloog:*

F.R. Valkenburg, [Het debat](#)

---