



## De kosten van pensioenen

**Auteur(s):**

Klein Haneveld, H.A.

*De auteur is werkzaam als beleggingsadviseur bij Nederlandse pensioenfondsen.*

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4313, pagina 489, 8 juni 2001

**Rubriek:**

Actualiteit

**Trefwoord(en):**

**Het toepassen van transparantie, objectiviteit en consistentie op solvabiliteitsvraagstukken en solvabiliteitscriteria heeft geleid tot de consensus in de pensioenwereld dat de balans van een pensioenfonds moet worden gewaardeerd op basis van marktwaarde ofwel 'fair value'. De fair value van de verplichtingen van een pensioenfonds wordt bepaald door middel van de discontering van de toekomstige pensioenuitkeringen met behulp van de zogeheten pensioen-disconteringsvoeten.**

**Gebruikte methoden**

Twee methoden zijn voorgesteld voor de waardering van pensioenverplichtingen in het kader van de solvabiliteitsanalyse van pensioenfondsen. De 'indexobligatie-methode' hanteert als pensioendisconteringsvoeten de disconteringsvoeten van staats(index) obligaties, op basis van een enge interpretatie van het 'matchportefeuille'-uitgangspunt. Dit houdt in dat pensioenverplichtingen worden gedisconteerd zoals de matchportefeuille, de portefeuille die de beste match heeft met de pensioenverplichtingen. Voor de implementatie van dit uitgangspunt is belangrijk hoe wordt beoordeeld of er een goede match is. Een eng criterium is kasstroommatching: er is een goede match als er een kasinstroom bij de beleggingen is op het moment waarop er een kasuitstroom (de pensioen-betaling) plaatsvindt, en de inkomende en uitgaande kasstromen op dezelfde wijze worden geïndexeerd.

Indexobligaties zijn volgens dit criterium geen goede match omdat de pensioenverplichtingen van de actieve deelnemers van een pensioenfonds worden geïndexeerd op basis van de looninflatie, terwijl indexobligaties worden geïndexeerd op basis van de prijsinflatie. Ze nemen de reële looninflatie dus niet mee<sup>1</sup>. Omdat kasstroom-matching bovendien vaak niet mogelijk is, zou een ruimer matching-begrip kunnen worden gehanteerd: er is een goede match als er een vergelijkbare groei op lange termijn en volatiliteit is. (Zo vindt bij obligatieportefeuilles matching vaak plaats op basis van rentegevoeligheid.) Volgens deze definitie van matching is er op korte termijn een match tussen pensioenverplichtingen en obligaties. Naarmate de beschouwde periode langer wordt, is er evenwel een betere match tussen de ontwikkeling van pensioenverplichtingen en aandelen. Dit ruimere matching-criterium resulteert in een aanpak die overeenstemt met de tweede benadering.

Bij deze synthesebenadering<sup>2</sup> zijn de pensioen-disconteringsvoeten een combinatie van de disconteringsvoeten van aandelen en staatsobligaties. Naarmate de looptijd langer is, is het percentage aandelendisconteringsvoeten groter<sup>3</sup>. De synthese-benadering is gebaseerd op het minimumrisico-uitgangspunt. Dit houdt in dat de pensioen-disconteringsvoeten gelijk zijn aan de disconteringsvoeten van beleggingen die het laagste risico hebben, omdat "de pensioenbetalingen risicoloos dienen te zijn"<sup>4</sup>. Over korte beleggingsperioden hebben kortlopende staatsindexobligaties het laagste risico, omdat die geen kredietwaardigheidsrisico hebben en weinig in waarde fluctueren. Onderzoek toont aan dat in het verleden het verschil in het risico van aandelen en het risico van obligaties minder was naarmate de lengte van de beschouwde periode groter was. Over lange perioden waren aandelenrendementen minder riskant dan obligatierendementen, omdat aandelenrendementen 'mean reversion' zijn (zie het artikel van Ponds), terwijl obligatierendementen onderhevig zijn aan inflatieschokken.

Beide methoden zijn toegepast in de uitgangspuntennotitie van de Pensioen- en Verzekeringskamer<sup>5</sup>. Ze maken gebruik van termijnstructuren in plaats van een specifieke disconteringsvoet zoals bij de accountingmethode: de discontering vindt dus plaats met een pensioencurve die bestaat uit een combinatie van termijnstructuren van obligaties en aandelen. Beide methoden voldoen aan de arbitrageconditie<sup>6</sup>, mits de gehanteerde termijnstructuren, disconteringsvoeten en risicopremies zijn afgeleid van de actuele koersen die op een gegeven moment gelden in de kapitaalmarkt.

Bij beide methoden moeten bij de implementatie subjectieve keuzen worden gemaakt. Zo bestaan er geen indexobligaties die zijn gerelateerd aan de Nederlandse inflatie, en dus ook geen relevante arbitragevrije disconteringsvoeten terzake. Men maakt gebruik van schattingen op basis van de koersen van Franse indexobligaties. Dit creëert afwijkingen omdat de verwachte inflatie in Frankrijk soms sterk afwijkt van die in Nederland (voor 2001 1,4 procent in Frankrijk versus 3,2 procent in Nederland<sup>7</sup>). De synthese pensioencurve kan worden geschat op basis van de termijnstructuur van staatsobligaties en die van aandelen. De gegevens voor de benodigde dividend-disconteringsmodellen kunnen worden verkregen van onafhankelijke onderzoeksinstituten en effectenhuisen. Omdat alle pensioenfondsen dezelfde gegevens nodig hebben bij de toepassing van een waarderingmethode, kan een consistente waardering van hun pensioenverplichtingen worden gerealiseerd door een onafhankelijke instelling te laten zorgen voor de bepaling en publicatie van de actuele synthese pensioencurve, die vervolgens door alle pensioenfondsen wordt gebruikt.

## Implicaties: minder aandelen en voorfinanciering?

De keuze van de waarderingmethode van de pensioenverplichtingen bepaalt de hoogte van het mismatchrisico van pensioenfondsen. Mismatch betekent dat in de loop van de tijd de beleggingen een andere ontwikkeling hebben dan de verplichtingen. Aangezien de beleggingsportefeuilles van Nederlandse fondsen gemiddeld voor ruim veertig procent uit aandelen bestaan, wordt de mate van mismatch bepaald door het percentage aandelen in de matchportefeuille van de verplichtingen. De matchportefeuille bestaat bij de accountingmethode geheel of voornamelijk uit bedrijfsobligaties, bij de indexobligatiemethode geheel of voornamelijk uit staatsobligaties, en bij de synthesebenadering uit een combinatie van obligaties en aandelen. Bij een jong pensioenfonds met langere pensioenverplichtingen resulteert een hoger percentage aandelen dan bij een grijs pensioenfonds met gemiddeld kortere pensioenverplichtingen. Dit betekent dat de grote mismatch die bij de twee eerstgenoemde methoden aanwezig is, niet aanwezig is bij de synthese-benadering. Een grotere mismatch betekent een hogere volatiliteit van het eigen vermogen van een pensioenfonds en dus een groter solvabiliteitsrisico. Het betrokken pensioenfonds zal daarom een grotere buffer moeten aanhouden.

Het is niet verwonderlijk dat pensioenfondsen de neiging vertonen hun mismatch te beperken. Dat wil zeggen dat in de loop van de tijd de samenstelling van hun beleggingsportefeuille tendeert naar de samenstelling van de gehanteerde matchportefeuille. De overgang van de rekenrente van vier procent naar een fair value-waardering op basis van de synthese-benadering zal geen invloed hebben op het beleggingsbeleid van Nederlandse pensioenfondsen. Een fair value-benadering op basis van de twee andere methoden, waarbij de matchportefeuille voornamelijk uit obligaties bestaat, zal daarentegen in lijn met ervaringen in Engeland kunnen leiden tot een verlaging van het percentage aandelen in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. Minder beleggen in aandelen betekent bij ongewijzigd beleid lagere beleggingsrendementen en hogere kosten van de pensioenregelingen. Algemeen wordt immers aangenomen dat de toekomstige aandelenrendementen hoger zullen zijn dan die van obligaties. Een andere keuze dan de synthese-benadering zou dus tot gevolg kunnen hebben dat de pensioenregelingen duurder worden. Dit is in strijd met het pensioenconvenant dat is gesloten om de kosten van de pensioenen te beperken.

### Stille reserve met diepe gronden

De indexobligatiemethode waardeert de pensioenverplichtingen van pensioenfondsen op een wijze die geen rekening houdt met de gunstige implicaties van tijddiversificatie<sup>8</sup>, en die van de solidariteit binnen een pensioenfonds tussen groepen en generaties van deelnemers. Met andere woorden, bij de indexobligatiemethode wordt de 'tijddiversificatie en solidariteitskorting' genegeerd en is de fair value van de pensioenverplichtingen daarom hoger dan bij de synthese-benadering. Bij een gegeven solvabiliteitsnorm moeten ceteris paribus de pensioenpremies aanvankelijk hoger zijn teneinde de hogere verplichtingen te financieren. De sponsors van pensioenfondsen worden in feite gedwongen hun pensioenfondsen versneld voor te financieren. Vanuit de optiek van de synthese-benadering is hier sprake van een stille reserve. Simulatieanalyses laten zien dat in deze situatie het eigen vermogen van pensioenfondsen sterk zal oplopen, zodat een grote restwaarde resteert nadat alle deelnemers van een pensioenfonds zijn overleden. Deze implicaties van de indexobligatiemethode roepen vragen op. Waarom is voorfinanciering gewenst? In hoeverre worden belangentegenstellingen tussen jongere en oudere generaties deelnemers gecreëerd? Zijn er fiscale risico's voor dergelijke stille reserves van pensioenfondsen? En is het logisch dat de 'tijddiversificatie en solidariteitspremie' die bij de indexobligatiemethode in een pensioenfonds aanwezig zou zijn, zou toevallen aan de verzekeraar waaraan een pensioenfonds op enig moment zijn pensioenverplichtingen zou moeten overdragen conform de huidige interpretatie van de Pensioen- en Spaarfondsenwet?

De beperkte ervaring met collectieve waardeoverdrachten waarbij geen vaste regels gelden (dus vrije koersvorming) lijkt te bevestigen dat verzekeraars in dergelijke omstandigheden hun waardering van collectieve pensioenverplichtingen baseren op de synthesemethode: zij zijn bereid de pensioenverplichtingen inclusief indexaties over te nemen voor een lagere prijs dan die van de indexobligatiemethode.

Zie ook het artikel van E.H.M. Ponds, [Waardering verplicht](#), *esb*, 8 juni 2001, blz. 488-492

---

<sup>1</sup> D. Blake, *UK pension fund management: how is asset allocation influenced by the valuation of liabilities*, University of London, 2001.

<sup>2</sup> Deze methode wordt in de bijdrage van Ponds aangeduid als 'looptijd-matching benadering'.

<sup>3</sup> Deze methode wordt onder meer gehanteerd door William M. Mercer. Zie William M. Mercer, *Waardering, de synthesepensioencurve*, *Mercer Signaal*, 2001, blz. 14-15.

<sup>4</sup> C.C.P. Wolff en Th. Ooms, [Een variabele rekenrente voor pensioenfondsen](#), *ESB*, 9 oktober 1998, blz. 752-755, 760.

<sup>5</sup> Pensioen- en Verzekeringskamer, *Uitgangspuntennotitie voor de Nieuwe Actuariële Principes (NAP)*, Apeldoorn, 2000.

<sup>6</sup> Zie het artikel van E.H.M. Ponds, [Waardering verplicht](#), *ESB*, 8 juni 2001, blz. 488-492, voor een definitie van dit begrip.

<sup>7</sup> *The Economist*, 2 juni 2001.