



Een variabele rekenrente voor pensioenfondsen

Auteur(s):

Wolff, C.C.P.

Ooms, Th.

De auteurs zijn hoogleraar Financieel Management en Financiële Markten aan de Universiteit Maastricht en programmadirecteur van de Stichting Amsterdam Institute of Finance, resp. medewerker stafdirectie Financieel Economische Zaken bij de Stichting Pensioenfonds ABP te Heerlen.

Dank gaat uit naar J.H.R. van de Poel (ABP) voor zijn nuttige suggesties.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4171, pagina 752, 9 oktober 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

pensioenen, vergrijzing

Volgens de Raad voor de Jaarverslaggeving moeten pensioenfondsen hun beleggingen gaan waarderen op basis van de actuele, in plaats van de historische waarde. Consistentie met de waardering van de verplichtingen vereist nu, dat hiervoor niet langer de starre rekenrente wordt gebruikt, maar een variabele, marktconforme rekenrente. Zo wordt voorkomen dat de nieuwe waardering van de bezittingen leidt tot een toename van de fondspositie die economisch geen betekenis heeft.

Recentelijk is onder de verantwoordelijkheid van de Raad voor de Jaarverslaggeving de "Ontwerp-Richtlijn Pensioenfondsen" gepubliceerd. De definitieve versie van deze Richtlijn zal binnenkort van toepassing zijn op de verslaggeving door pensioenfondsen. In het kader van de genoemde Ontwerp Richtlijn dient de waardering van de verplichtingen prudent te geschieden en heeft actuele waardering van de beleggingen de voorkeur. Wanneer de aanbevelingen in de Ontwerp Richtlijn door de Stichting Pensioenfonds ABP recht toe recht aan worden gevolgd, impliceert dit een belangrijke verandering ten opzichte van het heden. Het doel van dit artikel is om deze verandering te evalueren en om na te gaan welke implicaties de verandering zou hebben. We doen dit door de waarderingseffecten van de Ontwerp Richtlijn gedetailleerd in kaart te brengen. Vervolgens stellen we een concreet alternatief voor de huidige rekenrente voor.

Verplichtingen en beleggingen

Pensioenfondsen beleggen middelen met het oog op het nakomen van pensioenverplichtingen aan (toekomstige) pensioengerechtigden. Bij het opstellen van een balans voor een pensioenfonds, kunnen de beleggingen en de verplichtingen op diverse manieren worden gewaardeerd. Een vergelijking van de waarde van de beleggingen met de contante waarde van de verplichtingen geeft antwoord op de vraag of een fonds over voldoende middelen beschikt.

De huidige waardering door het ABP

Bij het vaststellen van de waarderingsgrondslagen streeft het ABP naar consistentie tussen de waarderingsgrondslagen van activa en passiva. Daarbij staan in de verslaggeving van het ABP de verplichtingen centraal. Deze verplichtingen worden berekend als de contante waarde van de opgebouwde pensioenrechten. De disconteringsvoet die hiervoor gebruikt wordt, is de rekenrente. De rekenrente betreft het effect van indexatie en discontering (tijdvoorkeur) in één keer in de berekening van de contante waarde van de opgebouwde pensioenrechten. Momenteel wordt voor de rekenrente een vaste waarde van vier procent gehanteerd (zie [tabel 1](#)). Hieronder beargumenteren wij dat deze rekenrente in het licht van de genoemde Ontwerp Richtlijn momenteel te hoog is.

Tabel 1. De waarderingsgrondslagen van het ABP

Zakelijke waarden: aandelen en onroerend goed

Gemodificeerde actuele waarde, dit is de actuele waarde respectievelijk taxatiewaarde onder aftrek van een buffer voor het opvangen van waardefluctuaties. De buffer wordt gevoed uit ongerealiseerde waardestijgingen en is gemaximeerd. Bedragen die dit maximum overschrijden worden toegevoegd aan het beleggingsresultaat.

Vastrentende waarden: obligaties, hypothecaire leningen en onderhandse leningen

Aflossingswaarde, gecorrigeerd voor nog niet vrijgevallen agio/disagio, respectievelijk opgebouwd spaarkapitaal en geactiveerde klimrente

Verplichtingen

Contante waarde opgebouwde rechten;

rekenrente 4%;

actuariële grondslagen ontleend aan eigen deelnemersbestand.

Deze waardering van de verplichtingen is vervolgens uitgangspunt geweest voor het waarderen van de beleggingen. Opvallend is de voorzichtige waardering van de beleggingen door het ABP: vastrentend tegen aflossingswaarde, en zakelijk na aftrek van een buffer. Daarnaast geldt dat de verplichtingen 'zeker' zijn in die zin dat zij praktisch alleen een opwaarts (indexatie) risico kennen, terwijl de beleggingen niet alleen een opwaarts maar ook een neerwaarts risico van waardefluctuaties kennen.

Voorstellen Ontwerp Richtlijn Pensioenfondsen

In de Ontwerp Richtlijn wordt de waardering van de afzonderlijke beleggingscategorieën gedetailleerd besproken. In [tabel 2](#) worden de aanbevelingen van de Raad voor de Jaarverslaggeving weergegeven. De lijn is duidelijk: gestreefd wordt naar waardering van de beleggingen op actuele of marktwaarde, in het Engels 'marking to market'. Men dient zich echter af te vragen hoe een dergelijke overstap naar waardering op actuele waarde zich verhoudt tot de verplichtingenkant van de balans. De waarderingsvoorschriften van de Raad beperken zich voor de verplichtingen tot het voorschrift van 'prudentie'. Vraag is wat dat in het geval van marktconform waarderen van de beleggingen is. Hierop gaan wij hieronder nader in.

Tabel 2. Waarderingsgrondslagen volgens de Raad voor de Jaarverslaggeving (Ontwerp Richtlijn Pensioenfondsen)

Zakelijke waarden (aandelen, onroerend goed)

Voorkeur: actuele waarde. Indien beschikbaar beurswaarde, anders de contante waarde van de toekomstige kasstromen (of eventueel taxatiewaarde) dan wel een evenredig deel van de netto vermogenswaarde.

Alternatief: verkrijgingsprijs (bij onroerend goed na afschrijvingen). Afwaardering indien actuele waarde lager uitvalt.

Vastrentende waarden: (obligaties) hypothecaire en onderhandse leningen

Voorkeur: actuele waarde. Indien beschikbaar beurswaarde, anders de contante waarde van de toekomstige kasstromen.

Alternatief: aflossingswaarde, waarbij het verschil met de verkrijgingsprijs jaarlijks wordt geamortiseerd.

Verplichtingen

Waardering volgens prudente actuariële methoden, grondslagen en veronderstellingen.

Qua presentatie:

voorkeur: eigen vermogenmethode (opgebouwde rechten)

alternatief: pensioenvermogenmethode (lasten min baten)

Consequenties van de Ontwerp Richtlijn voor het ABP

Het is interessant om na te gaan wat de gevolgen voor het ABP zouden zijn van een volledige overstap naar actuele waarde van de beleggingen, zoals de Ontwerp Richtlijn voorstelt. Een dergelijke stap zou de diverse buffers voor zakelijke waarden in één keer opheffen. Gegeven de rente-ontwikkeling op de financiële markten in recente jaren zouden ook de vastrentende waarden ten opzichte van de jaarrekening 1997 fors hoger worden gewaardeerd. Wordt zo'n overstap doorgevoerd zonder aanpassingen in de waardering van de verplichtingen, dan zullen merkwaardige effecten optreden in toekomstige jaarverslagen, zoals:

» een opvallende toename - op papier - van de dekkingsgraad, zonder dat hieraan economisch relevante gebeurtenissen ten grondslag liggen;

» een niet erg consequente balans, omdat aan de actiefkant gestreefd wordt naar een zo goed mogelijke benadering van de marktwaarde of actuele waarde, terwijl bij de waardering aan de passiefkant een niet-marktconforme rekenrente zou worden gebruikt om de pensioenaanspraken contant te maken. De eenheid van presentatie zou daardoor ontbreken.

In hetgeen volgt willen we laten zien dat de rekenrente kan worden aangepast om deze ongewenste effecten tegen te gaan.

Prudent waarderen van verplichtingen

Om de verplichtingen van een fonds te waarderen is het van groot belang vast te stellen aan welke risico's deze blootstaan. Dit zijn met name:

» indexatie (pensioenverplichtingen zijn 'waardevast'; ze bieden bescherming tegen prijsstijgingen),

» (wijzigingen in) de 'kapitaalkosten' (de marktrente),

» bestandsontwikkelingen;

» ontwikkelingen in kansreeksen.

Beide eerstgenoemde risico's zijn dominant, doch te vangen in de rekenrente.

Indexatie

Voor het ABP is het van groot belang om in de beschouwing te betrekken dat de pensioenverplichtingen zijn geïndexeerd. Het Pensioenreglement van de Stichting Pensioenfonds ABP (artikel 12.1) zegt hierover het volgende:

"De berekeningsgrondslag (...) van een ingegaan pensioen dan wel een aanspraak op pensioen van een gewezen deelnemer dan wel een gewezen partner wordt aangepast overeenkomstig de algemene bezoldigingswijzigingen van het overheids personeel teneinde een aan die bezoldigingswijziging evenredige aanpassing van de pensioenen te bewerkstelligen, tenzij de financiële positie van het fonds zich dwingend tegen die aanpassing verzet."

Het bovenstaande impliceert dat de pensioenverplichtingen van ABP een reële karakter hebben: het zijn geïndexeerde aanspraken. De financierings- en beleggingstheorie geeft aan dat reële kasstromen dienen te worden gediscoteerd (contant gemaakt) tegen een reële (in tegenstelling tot nominale) disconteringsvoet om de actuele waarde van deze kasstromen te berekenen. Een dergelijke reële disconteringsvoet dient in principe gelijk te zijn aan een lange rente minus (voor het ABP) de verwachte jaarlijkse procentuele verhoging van de ambtenarenlonen in de toekomst. Indien wij ervan kunnen uitgaan dat de pensioenbetalingen risicoloos dienen te zijn, kan in deze calculatie de rente op langlopende staatsobligaties als startpunt worden gebruikt. Risicoloos betekent in deze context dan dat ABP er naar streeft de deelnemers voor eenmaal gedane toezeggingen dezelfde zekerheid te bieden als de staat (tevens sponsor van het ABP) zijn obligatiehouders biedt. Nakoming daarvan moet desnoods worden gefinancierd uit premieverhogingen, interen op de (over) dekkingsgraad of het (gedeeltelijk) achterwege laten van latere indexaties.

In principe zou men elke kasstroom moeten disconteren tegen dié disconteringsvoet die qua looptijd exact aansluit bij de datering van die kasstroom. In de praktijk levert dit zoveel dataproblemen op dat men hiervan gewoonlijk afziet en één disconteringsvoet kiest die op alle kasstromen wordt toegepast. In het onderstaande zullen wij deze conventie volgen.

De Verzekeringkamer staat ook toe af te wijken van een rekenrente van 4%. Ze zegt hierover: "Indien de regeling voorziet in een (...) indexatie van de aanspraken volgens een voor het bestuur van het fonds niet-stuurbare index (...), dient daarmee bij de vaststelling van de voorziening voor pensioenverplichtingen rekening te worden gehouden. Dit kan door een rekenrente te hanteren lager dan 4%". De noodzakelijke verlaging is volgens de Actuariële Principes Pensioenfonds (februari 1997) onder meer afhankelijk van:

- » de verwachte hoogte van de index en de verwachtingen omtrent de ontwikkeling daarvan;
- » een eventuele samenhang met de resultaten op de belegde middelen;
- » een eventuele maximering in de index

In [tabel 3](#) worden cijfers gepresenteerd van de omvang en de variatie van de lange rente, loon- en prijsinflatie, en de hoogte van de rekenrente; in dit verband relevante grootheden.

Tabel 3. Benodigde en gehanteerde rekenrente, periode 1956-1996

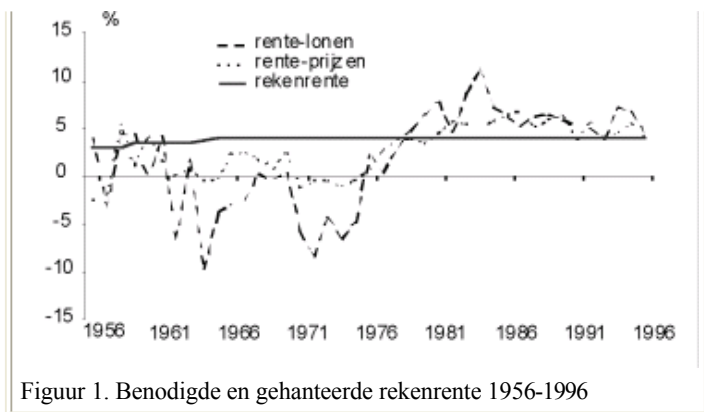
	Gem. niveau 1956-1996	Standaard deviatie
Kapitaalmarktrente	7,10	1,84
Looninflatie ambtenaren	5,16	5,03
Ex post rekenrente	1,94	5,13
ABP rekenrente	3,86	0,29
Prijsinflatie	4,30	2,77

Bronnen: ABP, BZW Research, CBS

Uit de eerste kolom kunnen we opmaken dat de kapitaalmarktrente in de onderhavige periode gemiddeld 7,10% per jaar bedroeg en de stijging van de ambtenarenlonen (de berekeningsgrondslag voor de pensioenindexatie bij ABP) gemiddeld 5,16% per jaar. Het verschil hiertussen, de 'ex post rekenrente' bedroeg 1,94%. Dit getal kunnen we interpreteren als een rekenrente die, achteraf gezien, voor ABP marktconform was geweest. Natuurlijk kan een rekenrente, die moet dienen om toekomstige geïndexeerde kasstromen te disconteren, niet direct worden geënt op ex post reële rendementen, maar de resultaten zijn wel illustratief: ze maken duidelijk dat de 'benodigde' rekenrente voor deze periode veel lager was dan de door het ABP gehanteerde rekenrente van gemiddeld 3,86% (sinds 1965 hanteert ABP een rekenrente van 4%, in de periode 1945-1965 werden rekenrentes van 3%, 3,5% en 3,75% gebruikt). Door een rekenrente te hanteren die hoger was dan de 'ex post rekenrente' heeft het ABP de verplichtingen laag ingeschat, hetgeen natuurlijk aansloot bij de voorzichtige waardering van de beleggingen.

Dit gold niet alleen voor het ABP. De consumptieprijsindex steeg met gemiddeld 4,30% per jaar, het algemene loonindexcijfer regelingslonen met 5,80%. Ook voor pensioenfonds in de private sector is de ex post rekenrente dus lager dan 4%.

De gegevens over de benodigde en gehanteerde rekenrente zijn ook weergegeven in [figuur 1](#). Hierin zijn drie belangrijke grootheden weergegeven: de reële rekenrente op basis van de looninflatie voor ambtenaren, de reële rekenrente op basis van de prijsinflatie en de rekenrente van het ABP. Deze figuur bevestigt het beeld dat ook is af te leiden uit [tabel 3](#): de hoge standaarddeviaties van de inflatiecijfers leiden tot relatief beweeglijke reële rentes. De relatief lage standaarddeviatie voor de door het ABP gehanteerde rekenrente wordt natuurlijk verklaard door de geringe wijzigingsfrequentie en de beperkte omvang van de wijzigingen. De samenhang tussen de looninflatie voor ambtenaren en de kapitaalmarktrente is gering; de correlatie bedraagt slechts 0,13. De prijsinflatie en de looninflatie bij ambtenaren vertonen met een correlatiecoëfficiënt van 0,75 wel een relatief grote samenhang. De kapitaalmarktrente en de prijsinflatie tenslotte kennen een gematigd positieve samenhang, hetgeen ook blijkt uit een correlatiecoëfficiënt van 0,40.



Figuur 1. Benodigde en gehanteerde rekenrente 1956-1996

Welke rekenrente?

Hoe kan nu vooraf een rekenrente worden gehanteerd die minder verschil vertoont met de achteraf benodigde rekenrente? Een marktconforme rekenrente, die kan fungeren om geïndexeerde kasstromen contant te maken bij de berekening van de actuele waarde van de verplichtingen, kan worden bepaald door de door de markt verwachte looninflatie in mindering te brengen op de lange rente. In formule:

marktconforme rekenrente =

huidige lange rente -/- verwachte looninflatie

Het is belangrijk om niet uit het oog te verliezen dat de financierings- en beleggingsleer aangeeft dat wij de verwachte looninflatie in mindering moeten brengen op de huidige lange rente. Het gaat immers om het disconteren van toekomstige reële kasstromen naar het heden op basis van de alternatieve kapitaalkosten ('opportunity cost of capital'). Het is dus niet zinvol om uit te gaan van een verwacht toekomstig niveau van de lange rente of fondsrendementen. De huidige waarde van de verplichtingen zal separaat en op haar eigen merites moeten worden vastgesteld. Dit houdt in het disconteren van verwachte kasstromen inzake verplichtingen, rekening houdend met indexaties. De disconteringsfactor, en dus de huidige marktrente, speelt daarbij als cost of capital een belangrijke rol. Rendementsverwachtingen komen via de daarbij behorende cash flows tot uiting op de actiefzijde van de balans en zijn al verdisconteerd in de actuele waarde van de beleggingen. Uiteraard zullen zij - via de dekkingsgraad - wel medebepalend zijn voor het premieniveau, doch zij hebben geen invloed op de contante waarde van de verwachte cash flows die bij de verplichtingen behoren.

De volgende calculatie dient om het marktconforme niveau van de te hanteren rekenrente op dit moment te bepalen. Uitgangspunt is de vergelijking hierboven. In de berekening gaan wij uit van de huidige kapitaalmarktrente van 4,97%. Wij kiezen voor het rendement op de langstlopende staatslening, omdat dit zo goed mogelijk aansluit bij de lange looptijd van de verplichtingen. Voor de verwachte stijging van de ambtenarenlonen refereren wij aan de voorspellingen van het Centraal Planbureau in de MEV 1999. Deze geven aan dat de lonen bij de overheid in de komende vier jaren gemiddeld 1,90% per jaar zullen stijgen (contractloonontwikkeling plus incidenteel). Wij tekenen hierbij aan dat deze voorspelling wel erg optimistisch lijkt, zeker gegeven de (in dezelfde MEV) voor 1999 verwachte loonontwikkeling voor ambtenaren van 4,04% (pensioenfondsen in de private sector kunnen kiezen voor ramingen van de regelingslonen). Voorspellingen voor de jaren na 2002 zijn niet voorhanden. Derhalve kiezen wij uit pragmatische overwegingen voor het bovengenoemde vierjaarsgemiddelde, wetende dat dit eigenlijk een te korte periode bestrijkt. Natuurlijk zal het percentage periodiek herijkt moeten worden.

huidige kapitaalmarktrente 4,97%

verwachte loonstijging 1,90%

marktconforme rekenrente 3,07%

De calculatie geeft aan dat de marktconforme rekenrente voor het ABP momenteel ongeveer 3% bedraagt. Het moge duidelijk zijn dat deze calculatie weliswaar illustratief is, doch niet irrealistisch: de 'duration' van de dertigjarige staatslening van 14,5 jaar benadert die van de verplichtingen van ABP van 17,8 jaar vrij aardig. De keuze van de langstlopende staatslening is dus niet onredelijk.

Invoering van actuele waardering van de beleggingen, onder gelijktijdige verlaging van de rekenrente naar 3%, zou ultimo 1997 voor het ABP hebben geleid tot een 2%-punt hogere dekkingsgraad dan gepubliceerd in het jaarverslag 1997. De vrijval van de stille reserve op de vastrentende waarden biedt te zamen met de vrijval van de buffer voor zakelijke waarden compensatie voor de uit de verlaging van de rekenrente voortvloeiende hogere contante waarde van de verplichtingen. Daarbij dient te worden aangetekend dat - door de toepassing van marktwaardering - de volatiliteit van de dekkingsgraad waarschijnlijk eveneens zou toenemen.

Het is belangrijk om in dit verband te benadrukken dat een keuze voor een marktconforme rekenrente impliceert dat een variabele rekenrente wordt gebruikt. Wat marktconform is verandert immers in de tijd: zowel de lange rente als de vooruitzichten voor de loonontwikkeling zijn niet constant en dus de waarde van de verplichtingen ook niet. In de praktijk zou dit betekenen dat de rapportage in de jaarverslagen zou moeten zijn gebaseerd op de lange rente op 31 december van het verslagjaar en de op dat moment gepercipieerde toekomstige loonontwikkeling. Deze systematiek sluit dan ook goed aan bij de waardering van de beleggingen zoals door de Raad voor de Jaarverslaggeving wordt gepropageerd, te weten op de marktwaarde per jaar-ultimo. De gehele balans huldigt op deze manier het principe van de actuele of marktwaarde. Zowel de actief als passiefzijde van de balans zijn gevoelig voor de tijdvoorkeurvoet, en daarmee voor rentefluctuaties. Door de verplichtingen te disconteren op basis van een marktconforme reële rekenrente en de beleggingen op actuele waarde geeft de balans op evenwichtige wijze inzicht in de financiële positie van het fonds.

De praktijk bij andere pensioenfondsen

Uit bestudering van de jaarverslaggevingspraktijk van andere pensioenfondsen over het jaar 1996 is ons gebleken dat er een samenhang bestaat tussen de wijze van waarderen van de beleggingen en de presentatie van de verplichtingen. In de matrix zijn onze bevindingen weergegeven, evenals de voorkeur van de Raad voor de Jaarverslaggeving. Kortheidshalve is afgezien van het vermelden van de volledige naam van de betreffende pensioenfondsen. De vermelde percentages betreffen de toegepaste rekenrentes.

Zoals uit [tabel 4](#) blijkt is het ABP niet het enige pensioenfonds dat bezwaar heeft tegen het actueel waarderen van met name de vastrentende waarden onder gelijktijdige presentatie van de verplichtingen, contant gemaakt tegen 4%, in de balans. Andersom blijken de pensioenfondsen die de vastrentende waarden wél actueel waarderen hun verplichtingen niet in de balans te - willen of durven - presenteren.

Tabel 4. De waarderingspraktijk bij pensioenfondsen

Presentatie verplichtingen/ waardering beleggingen	verplichtingen in de balans	verplichtingen niet in de balans
Vastrentende en zakelijke waarden actueel	voorkeur RVJ	KPN 4%, PGGM 2,2% Philips 3,85%, Shell 4%, Spoorwegen 2%
Vastrentende waarden niet actueel, zakelijke waarden wel actueel	ABP 4%, AKZO NOBEL 4%, Bouwnijverheid 4% DSM 4% Metaalnijverheid 4% Unilever 4%	n.v.t.

Tenslotte is duidelijk dat alle pensioenfondsen in beweging zullen moeten komen om te voldoen aan de voorkeuren van de Raad voor de Jaarverslaggeving. Tevens is duidelijk dat daarmee volledige harmonisatie van waardering en presentatie binnen bereik ligt.

Conclusies

In dit artikel is aandacht besteed aan de Ontwerp-Richtlijn Pensioenfondsen van de Raad voor de Jaarverslaggeving. In deze Ontwerp Richtlijn wordt een niet mis te verstane voorkeur uitgesproken voor waardering op marktwaarde of actuele waarde van de beleggingen van pensioenfondsen. Deze voorkeur is begrijpelijk omdat de transparantie van de gerapporteerde gegevens erdoor zou toenemen. De huidige waardering van de verplichtingen van het ABP is echter gebaseerd op discontering van de relevante kasstromen tegen een min of meer constante rekenrente, zodat de verplichtingen in het algemeen niet marktconform worden gewaardeerd. Het ware logischer om de waardering van de verplichtingen te laten aansluiten bij de waardering van de beleggingen, door deze eerste te baseren op een marktconforme, variabele rekenrente. Hiermee wordt consistentie in de balans bereikt en wordt voorkomen dat een eenmalige forse toename in de fondspositie wordt gerapporteerd, die geen economische betekenis heeft.