



Het debat

Auteur(s):

Valkenburg, F.R.

Principal en raadgevend actuaaris bij Towers Perrin, voorzitter van de sectie AFIR (Actuarial approach to Financial Risks) van het Actuarieel Genootschap.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D31, 6 september 2000

Rubriek:

Dossier Transparante pensioenfondsen

Trefwoord(en):

epiloog

De initiatiefnemers tot dit ESB-dossier en het congres gewijd aan dit onderwerp zijn grotendeels van mening dat we naar een economische waardering voor pensioenfondsen moeten. Ik kan niet anders dan dat met hen eens zijn. Naar de nieuwste wetenschappelijke stand van zaken kan dit de enige conclusie zijn. Een niet onderbouwde 4% disconteringsvoet past niet meer in deze tijd van transparantie en verantwoording afleggen. Wel wil ik hier enkele kanttekeningen bij maken.

De zekerstelling van pensioenverplichtingen houdt actuarissen al eeuwen bezig. Johan de Witt wordt door velen beschouwd als eerste actuaaris. Hij formuleerde nieuwe ideeën over de waardering van lijfrente-uitkeringen. Tot dan toe werden deze slechts grof geschat en niet onderbouwd. Dit was funest voor de overheidsfinanciën. Johan de Witt bracht hier verandering in door wetmatigheden in sterfte te zoeken en zo de risico's beter in kaart te brengen.

In drie grote pensioenlanden, te weten de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Nederland zijn verschillende invalshoeken ten aanzien van waardering van pensioenverplichtingen ontwikkeld. De aanpak binnen de VS benadert misschien wel het meest een economische waardering. Er wordt een soort risicovrije rentevoet gezocht op basis waarvan de verplichtingen contant worden gemaakt. Daarnaast worden lange termijnverwachtingen voor inflatie en salarisgroei gehanteerd en worden de demografische risico's zo goed mogelijk ingeschat. De Amerikanen hebben als doel tekorten en surplussen in beeld te brengen en dit op de balans van de onderneming tot uiting te laten komen. Met in de teller de beleggingen op marktwaarde gewaardeerd en in de noemer de verplichtingen moet de dekkingsgraad op lange termijn 100% zijn, niet meer en niet minder.

In Engeland is vooral onder invloed van actuarissen een systematiek ontwikkeld, waarbij met name een stabiel bijdrageverloop voorop staat. De verplichtingen en de beleggingen worden contant gemaakt op dezelfde disconteringsvoet. Meestal wordt hiervoor het verwachte lange termijnrendement op de beleggingsportefeuille gehanteerd. De waardering van de beleggingen kan daardoor hoger of lager zijn dan de marktwaarde, maar daar hebben de Britten tot voor kort niet erg mee gezeten. De dekkingsgraad wordt wel vastgesteld, maar er wordt minder op gestuurd. Na de Maxwell affaire is er wel een Minimum Funding Requirement (MFR) geïntroduceerd.

Bij ons gaat de discussie vooral over hoe hoog de dekkingsgraad moet zijn waarbij in voldoende mate rekening moet worden gehouden met de korte termijn fluctuaties in de waarde van de beleggingen. De verplichtingen worden overwegend op een disconteringsvoet van 4% gewaardeerd. De beleggingen worden gewaardeerd op marktwaarde. Als de 4% verplichtingen overeenkomen met de economische waardering dan is dit dus ook een dekkingsgraad op basis van economische waarde. De 4% is echter weinig onderbouwd en in ieder geval niet transparant. Welk rendement er aan ten grondslag ligt is feitelijk niet gedefinieerd. Met welke inflatie (prijs-, loon- of varianten) rekening wordt gehouden is evenmin onderbouwd. Bovendien bevatten de verplichtingen verschillende inflatie-elementen, sommige prijs- en andere loongerelateerd.

In Nederland vallen mij drie groepen op in de discussie over het vernieuwen van de waarderingmethodiek: de financieel economen, de toezichthouder en de actuarissen. De groepen lijken elkaar inmiddels aardig te naderen in hoe het zou moeten. De gemeenschappelijke gedachte is inmiddels dat economische waarderinggrondslagen het uitgangspunt moeten zijn. Dit betekent dat een risicovrije rentevoet als element van discontering door alle partijen wordt gedeeld. Om kort door de bocht te gaan: de economen willen het daarbij laten, de toezichthouder wil onder voorwaarden nog een risicopremie afhankelijk van de beleggingsmix toevoegen en de actuarissen worstelen nog met wel of niet een risicopremie en waarop deze dan te enten. De Verzekeringkamer gaat in haar *Concept discussienota nieuwe actuariële principes* nadrukkelijk uit van de dekkingsgraad. De Verzekeringkamer overweegt om met voorschriften te komen welke dekkingsgraad in welke situatie tenminste benodigd is.

De opstelling van de Verzekeringkamer vind ik geen goede en wel om twee redenen. De eerste is dat de Verzekeringkamer de pensioenen niet heeft toegezegd, er vrijheid is in het doen van een toezegging omtrent hoogte en vorm en dat het daarom niet aan de Verzekeringkamer is om de mate van zekerheid van de pensioentoezegging vast te stellen. De sociale partners spreken in goed gezamenlijk overleg vast wat de pensioentoezegging inhoudt. Zij moeten het ook zijn die een uitspraak doen over de mate van zekerheid van de toezegging. Ik zou dit een prachtige invulling vinden van het inmiddels beroemde poldermodel. Deze gedachte past ook goed in het model van Ambachtsheer in deze ESB ([De Amerikaanse 'pension deal'](#)), waarin gestart wordt met de vraag: "What is the pension deal?"

De pensioentoezegging maakt deel uit van het totaal van de arbeidsvoorwaarden. De mate van zekerheid van de pensioentoezegging

moet daarom in breder verband worden geplaatst en niet zelfstandig aan van buiten opgelegde minima worden onderworpen. Het gevaar is groot dat als dit wel gebeurt de werkgevers dit zullen aangrijpen om de pensioentoezegging drastisch te versoberen of over te gaan naar andere toezegging zoals het beschikbaar premiesysteem. Dit is de tweede reden waarom ik minder blij ben met de opstelling van de Verzekeringskamer. Bij dit laatste systeem is de pensioenuitkomst vooraf onzeker en draagt de werknemer alle risico's. Zonder te bedoelen dat een beschikbaar premiesysteem per definitie een slechts systeem is, vraag ik me wel af of we een dergelijke tendens bewust op gang zouden willen brengen door het stellen van strenge minima door de overheid of de toezichthouder.

Het Actuarieel Genootschap heeft in oktober vorig jaar een tussenrapport uitgebracht met de titel *De toereikendheid van een pensioenfonds in een dynamisch perspectief*. Ook in dit rapport wordt verwezen naar de verantwoordelijkheid van de sociale partners ten aanzien van de pensioentoezegging. Nieuw is echter het idee om af te stappen van de dekkinggraad als toetsgetal voor de financiële positie van een pensioenfonds. Dit vind ik een interessante gedachte, omdat de dekkinggraad naar mijn mening geen goede uitwerking geeft aan het toereikendheidsartikel uit de Pensioen- en spaarfondsenwet. De tekortmaat, die in plaats daarvan wordt geïntroduceerd, voldoet veel beter aan dit artikel. De tekortmaat is meerdimensionaal en bestaat uit: 1. Hoe lang het duurt eer een tekortsituatie optreedt, 2. Hoe groot de kans op een tekort is en 3. Hoe groot het tekort is. Deze invalshoek sluit naadloos aan bij de ruïneringskans (kans op faillissement) die in de schadeverzekeringstheorie de basis vormt.

De grootte van de tekortmaat zou vastgesteld moeten worden door de sociale partners. Op het moment dat de grootte is vastgesteld kan deze desgewenst vertaald worden naar een dekkinggraad. Hier zou de synthese met de dekkinggraadgedachte kunnen liggen. De onderbouwing is dan echter veel grondiger.

Een niet onderbouwde 4% disconteringsvoet van de verplichtingen past niet meer in deze tijd van transparantie en verantwoording afleggen. Wel wil ik hier enkele kanttekeningen bij maken. In de eerste plaats beschouw ik de waarde van de verplichtingen als een zelfstandig gegeven. Zelfstandig in de zin dat dit niet mag afhangen van de samenstelling van de beleggingen ter dekking van de pensioenverplichtingen. In die zin ben ik het eens met de financieel economen. De waarde van dezelfde verplichtingen kan niet anders zijn als er in het ene geval obligaties tegenover staan en in het andere geval aandelen. Ik ben het daarom principieel oneens met diegenen die dezelfde verplichtingen wel een andere waarde geven als er een andere beleggingsmix tegenover staat.

Welke zijn de economische waarderingsgrondslagen? Er zijn in beperkte mate markten voor verplichtingen. Zo is het redelijk mogelijk om gemachte beleggingen te vinden voor een groep ingegane uitkeringen. Voor het systematische sterfterisico of beter gezegd langlevensrisico heb ik echter nog geen marktprijs aangetroffen. Ook de marktprijs van indexatie is in een land waar niet of nauwelijks indexeringen verhandeld worden moeilijk vast te stellen.

De theorie geeft aan dat iedere kasstroom met een bepaalde looptijd tegen een bij die looptijd behorende disconteringsvoet contant gemaakt moet worden. Ponds en Steenkamp pleiten hiervoor in hun bijdrage aan dit *ESB*-dossier ([Van vuistregels naar risico-analyse](#)). Ook de Verzekeringskamer heeft deze aanpak onderdeel gemaakt van de conceptdiscussienota over vernieuwend toezicht. Het is mijn mening dat deze aanpak grondig bestudeerd moet worden en dat er voorbeelden uitgewerkt moeten worden van het effect in de praktijk. Vervolgens zou ik er sterk voor willen pleiten om vuistregels op te stellen voor een vaste disconteringsvoet, die aansluit bij de bevindingen waarbij een looptijdafhankelijke disconteringsvoet wordt gebruikt. Deze vuistregels moeten dan periodiek opnieuw worden getoetst op hun validiteit. Het gebruik van een vaste disconteringsvoet voor een waardering maakt het formularium echter aanzienlijk simpeler en doorzichtiger. Dit mag echter niet het doel zijn, maar wel de veel betere mogelijkheid om resultaten van twee opeenvolgende waarderungen te analyseren en de veel betere uitlegbaarheid aan minder deskundige betrokkenen.

Dit alles overziend, concludeer ik, enigszins tot mijn spijt, dat wij Nederlandse actuarissen een inhaalslag moeten maken voor wat betreft kennis van en ervaring met economisch waarden. Het actuariaat heeft zich door de eeuwen heen vaker vernieuwd en zal dat naar mijn overtuiging blijven doen.

ESB-Dossier Transparante pensioenfonds:

Ten geleide:

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

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

H.P. van Dalen, [De voek 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 zondmoed](#)

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

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

Epiloog:

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