



Het pensioenoverschot doorgelicht

Auteur(s):

Steenkamp, T.B.M.

Universitair docent bij de vakgroep Financiering aan de Vrije Universiteit Amsterdam en hoofd asset-research ABP Vermogensbeheer.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4171, pagina 756, 9 oktober 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

pensioenen, vergrijzing

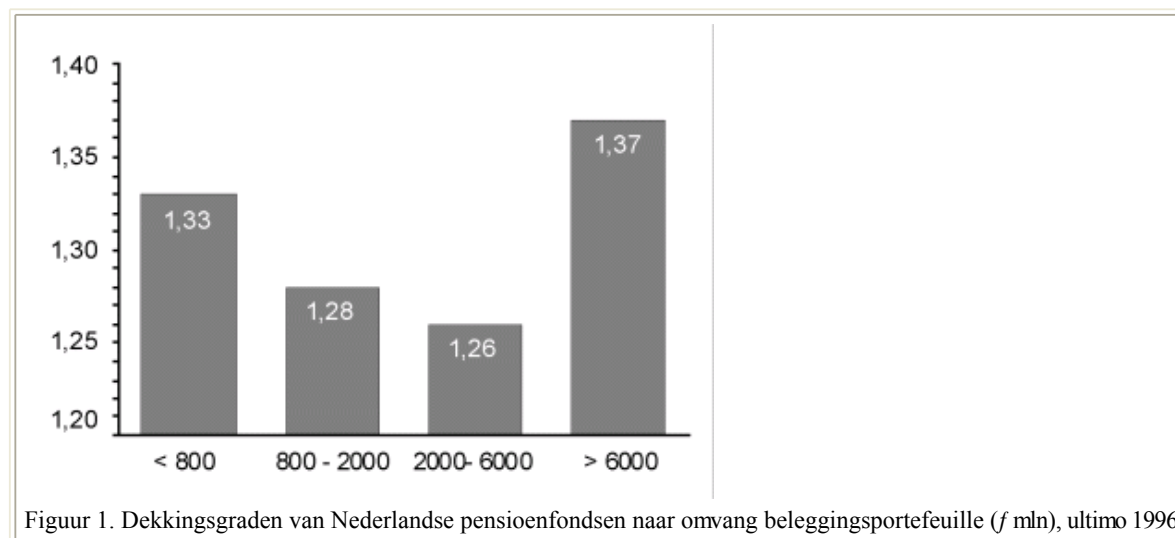
Als de berekende verplichtingen van pensioenfondsen lager zijn dan de waarde van het vermogen, dan is er sprake van een 'pensioensurplus'. Volgens een rapport van Merrill Lynch is dit surplus aanzienlijk, maar herberekening met een lagere rekenrente en een correctiefactor voor het faillissementsrisico, leert dat er geen grote overschotten zijn.

Onder invloed van een recente studie van het effectenhuis Merrill Lynch¹ en de teruggave van geld uit de pensioenkas door onder meer Unilever en Philips, is in de Nederlandse media de discussie weer opgeblaasd over de (vermeende) forse pensioenfondsoverschotten. In de media is vooral aandacht besteed aan het, traditioneel binnen de Nederlandse verhoudingen gevoelige, verdelingsvraagstuk: van wie zijn die overschotten, en wat moet ermee gebeuren? Alvorens de poet verdeeld wordt dient echter eerst te worden vastgesteld hoe groot de overschotten nu precies zijn.

In dit artikel wordt getracht deze vraag te beantwoorden, waarbij allereerst de belangrijkste bevindingen van de Merrill Lynch-studie worden samengevat. Op basis van de kritische bespreking wordt een alternatieve methode gepresenteerd om de waarde van de pensioenverplichtingen en het daarvan afgeleide pensioensurplus te berekenen. Deze methode wordt gebruikt om, met behulp van de data van Merrill Lynch, de pensioenfondssurplus van een aantal belangrijke Nederlandse ondernemingen opnieuw te berekenen. Het resultaat is opmerkelijk: de overschotten krimpen en slaan soms zelfs om in tekorten.

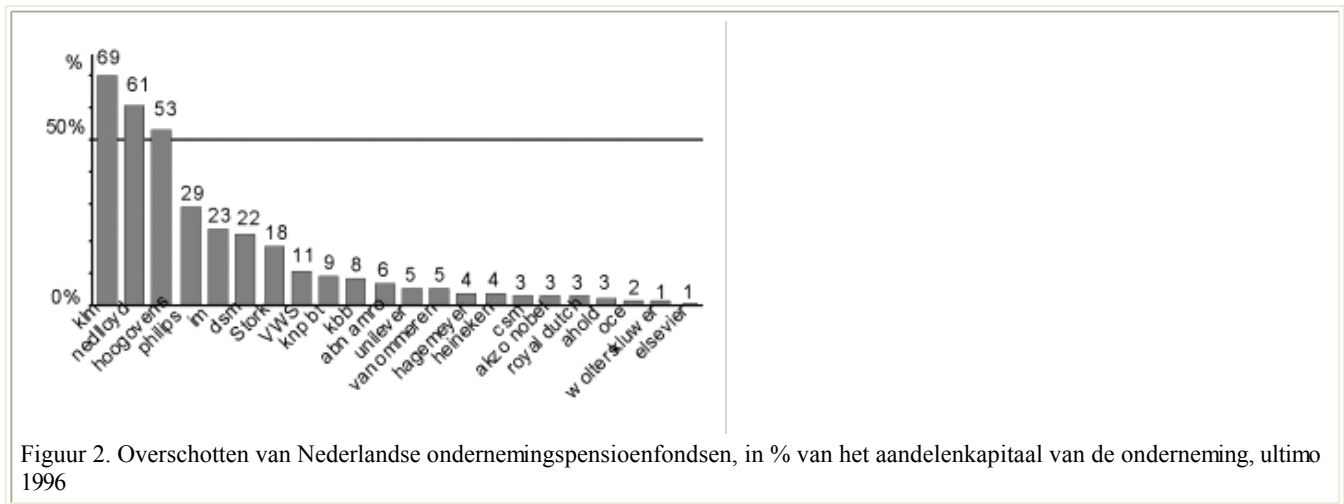
De Merrill Lynch studie

Onder de titel *Pension fund surplus: a forgotten asset* heeft het effectenhuis Merrill Lynch een leuke en prikkelende studie uitgebracht over het surplus van een groot aantal beursgenoteerde ondernemingspensioenfondsen. Het surplus van de onderzochte fondsen wordt becijferd op f 26 mrd ultimo 1996, en f 37 mrd ultimo 1997. Financiële Diensten Amsterdam schat het overschot voor het totaal van de Nederlandse pensioenfondsen, inclusief het ABP en bedrijfstakfondsen, zelfs op f 150 mrd (ultimo 1996). De pensioenfondsoverschotten zijn, ook voor individuele ondernemingsfondsen, in het algemeen zo groot dat ruimschoots aan de dekkinggraadeis van de Verzekeringskamer van 100% wordt voldaan. De dekkinggraad wordt berekend als de ratio van de waarde van de activa van het pensioenfonds en de waarde van de pensioenverplichtingen, waarbij de verplichtingen worden verdisconteerd tegen een rekenrente (disconteringsvoet) van 4%. [figuur 1](#) geeft een overzicht van de dekkinggraden voor ondernemingspensioenfondsen met grote en kleinere beleggingsportefeuilles.



De relatief hoge dekkinggraden zijn in toenemende mate reden om geen pensioenpremie meer te betalen, of een deel van het surplus terug te geven aan de onderneming. Bekende voorbeelden zijn Unilever en Philips, voor wat betreft terugsluizing van het surplus, en KLM en Nedlloyd voor wat betreft het opschorten van de premiebetalingen.

Aangezien het vaak om forse bedragen gaat concludeert de studie dat het pensioenfondssurplus, of meer in het algemeen de performance van het pensioenfonds, belangrijk is voor de waardering en beleggingsmerites van Nederlandse ondernemingen. Als maatstaf voor het relatieve belang van een pensioenfonds voor de onderneming wordt gekozen voor de waarde van het surplus als percentage van de marktwaarde van het aandelenkapitaal. [figuur 2](#) geeft een overzicht: KLM, Nedlloyd en Hoogovens springen eruit. Bij waarden boven de 50% is, aldus Merrill Lynch, de performance van het pensioenfonds belangrijker voor het wel en wee van de onderneming dan de operationele vooruitzichten op korte termijn. We zullen deze resultaten aan de hand van drie punten doorlichten.



Figuur 2. Overschotten van Nederlandse ondernemingspensioenfonds, in % van het aandelenkapitaal van de onderneming, ultimo 1996

Dataproblemen

Aangezien bronvermelding nooit de sterkste kant is van rapporten die door effectenhuizen worden geschreven, wordt aangenomen dat de balanscijfers van de pensioenfonds zijn ontleend aan de jaarverslagen. Helaas is de jaarverslaggeving bij pensioenfonds, indien hier überhaupt inzicht in kan worden verkregen, verre van uniform.

Zo zijn er geen gestandaardiseerde richtlijnen voor de waardering van activa en passiva (zie hierover ook het artikel van [Wolff en Ooms](#) in deze *ESB*). De verplichtingen (de in de toekomst uit te betalen pensioenen) worden in het algemeen tegen een disconteringsvoet van 4% gewaardeerd, maar bij de activa kunnen verschillen optreden. Bijvoorbeeld bij de waardering van vastrentende waarden, die bij Philips op basis van marktwaarde, en bij Heineken tegen nominale waarde geschiedt. Tevens kunnen belangrijke verschillen optreden bij de waardering van de onroerend goed- en aandelenportefeuille. In het artikel van Wolff en Ooms valt te lezen dat voor de aandelenportefeuille van het ABP een soort gedempte marktwaarde wordt gebruikt. Dit kan aanleiding geven tot aanzienlijke verschillen in dekkinggraden ten opzichte van pensioenfonds die tegen feitelijke marktwaarde waarderen. Het gevolg van al deze waarderingsverschillen aan de actiefzijde van de balans is dat de uitkomsten voor het surplus van verschillende pensioenfonds niet goed vergelijkbaar zijn.

Daarnaast is de herkomst van sommige cijfers niet helemaal helder. De waarde van de pensioenverplichtingen en pensioenactiva bij bijvoorbeeld KPN en ING lijkt bijzonder laag. In het jaarverslag van de stichting bedrijfspensioenfonds KPN staat als waarde van de pensioenverplichtingen ruim f 6 miljard, terwijl Merrill Lynch f 416 miljoen vermeldt.

De (boek)waarde van het surplus

De verplichtingen bij pensioenfonds worden gewaardeerd met een boekwaarde-methode (bijvoorbeeld met de rekenrente). Zo'n methode is echter niet consistent - in relatie tot de 'markt'-waardering van de pensioenactiva - en niet objectief - doordat de waarde van de verplichtingen op basis van subjectieve inschattingen wordt bepaald. Voor een consistente waardering zou een lagere rente niet alleen moeten leiden tot een lagere waardering van de beleggingsportefeuille aan de activakant van de pensioenbalans, maar ook tot waardering van de verplichtingen met een lagere disconteringsvoet dan 4%. Zo zou het pensioensurplus volgens Boender al met de helft verminderen ². Ook Wolff en Ooms pleiten voor een meer marktconforme waardering van de verplichtingen van een pensioenfonds. Met hun methode zou de waarde van het geaggregeerde surplus ultimo 1996 vermoedelijk ook fors lager zijn uitgekomen ³.

In de analyse van Merrill Lynch is er bovendien een inconsistentie tussen waardering van het pensioenfonds(overschot) en de onderliggende onderneming. Voor de onderneming wordt een maatstaf voor de marktwaarde genomen (de marktkapitalisatie van het aandelenkapitaal), terwijl voor het pensioenfonds een boekwaardemaatstaf wordt genomen. Om tot een consistente waardering te komen van de onderneming inclusief pensioenfonds zou ook voor het pensioenfonds(surplus) naar een 'marktwaardering' moeten worden gezocht.

De relatie onderneming - pensioenfonds

Merrill Lynch stelt dat het pensioenfondssurplus van groot belang is voor de waardebepaling van de onderneming, wanneer dit meer dan 50% van de marktwaarde van de onderneming uitmaakt. Dat roept de vraag op waarop die grens van 50% is gebaseerd, en waarom een surplus van 30% zoveel minder van belang zou zijn. Belangrijker echter is dat nooit getoetst is of het wel en wee van het pensioenfonds niet al door beleggers in de waardering van het aandelenkapitaal is verdisconteerd. Voor de VS is dit onderzocht, met de conclusie dat aandeelhouders hier wel degelijk op de juiste wijze rekening mee houden ⁴. Ook bij fusies en overnames spelen de pensioenfondsactiva en -verplichtingen een belangrijke rol ⁵. Aan de andere kant geven financieel managers in interviews en enquêtes als een van de belangrijkste redenen voor de niet-volledige dekking van pensioenverplichtingen, dat de aandeelhouders de pensioenvoorziening niet of onvolledig bij de waardering van het aandelenvermogen betrekken.

Hoewel al deze kritiekpunten van belang zijn voor de inschatting van het juiste belang van de studie zal in dit artikel met name de wijze van waarden van de pensioenverplichtingen - en daarmee de waarde van het pensioensurplus als saldogrootheid - verder worden uitgewerkt.

De waarde van pensioenverplichtingen

Pensioenverplichtingen worden momenteel gewaardeerd door de in de toekomst uit te betalen pensioenen te verdisconteren tegen een (vaste) rekenrente. Maar het kan ook anders: bijvoorbeeld door de verplichtingen te beschouwen als een (ondernemings)obligatie. De kasstromen die aan de pensioenverplichtingen zijn verbonden worden dan gezien als de rente plus aflossing van door de werknemers beschikbaar gesteld vermogen in de vorm van uitgestelde loonbetalingen. Deze kasstroom kan gewaardeerd worden met de 'contingent claims analyse' (CCA), een methode waarmee de prijs van een vermogenstitel kan worden bepaald als de opbrengst van die vermogenstitel afhangt van de prijs van andere vermogenstitels ⁶.

De essentie van deze benadering van de pensioenwaardering is dat de (verwachte) kasstromen uit hoofde van een pensioenverplichting (de pensioenuitkeringen) worden gewaardeerd tegen een (reken)rente met een risico-opslag. Deze risico-opslag is in feite de premie die betaald moet worden aan beleggers (de deelnemers aan de pensioenregeling) voor de kans dat de onderneming en/of het pensioenfonds niet aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. In formuletermen ⁷:

Rekenrente =

huidige lange rente staatsobligaties +/- verwachte looninflatie + risicopremie

Deze methode voor de waardering van verplichtingen en de bepaling van 'de' rekenrente is in grote lijnen dezelfde als die voorgesteld in het artikel van Wolff en Ooms. Een belangrijk verschil is de opname van een premie voor het faillissementsrisico. In tegenstelling tot Wolff en Ooms wordt hier niet uitgegaan van volstrekt risicoloze verplichtingen. Het 'risicoloos' zijn van verplichtingen kan immers niet zonder meer worden afgeleid uit de goede voornemens van een pensioenfonds, maar zal door middel van min of meer objectieve marktfactoren moeten worden vastgesteld. In de CCA-analyse wordt de risico-opslag gemodelleerd met behulp van een put-optie. Deze put-optie heeft als onderliggende waarde de waarde van de onderneming (of een andere sponsor zoals de overheid) en/of het pensioenfonds, en als uitoefenprijs de hoogte van de pensioenuitkering. In de literatuur wordt deze optie wel de 'pensioen-put' genoemd ⁸.

Wanneer de pensioenverplichtingen op deze wijze worden gewaardeerd hangt de waarde onder meer af van de aard van de uitkering (nominaal of (voorwaardelijk) geïndexeerd) en van de soorten en hoeveelheden activa die als onderpand dienen voor de verplichtingen. Telkens kan de waarde van de verplichtingen echter worden geschreven als een combinatie van een risicovrije obligatie en een put-optie ⁹.

De pensioen-put als maatstaf

De put-optie, die de waarde van het faillissementsrisico representeert, kan ook gezien worden als de (economische) waarde van een leninggarantie die bijvoorbeeld aan de overheid of een (her)verzekeraar zou moeten worden betaald om de pensioenuitkeringen met zekerheid te garanderen aan de pensioentrekkers. Wanneer dit de hoofddoelstelling van een pensioenfonds is, dan kan de waarde van deze put-optie tevens als basis dienen voor een adequate beoordeling van de vermogenspositie - en het pensioensurplus - van het fonds. We kunnen de waarde van de put-optie beschouwen als een maatstaf voor het minimale eigen vermogen of surplus dat aanwezig moet zijn om de pensioenverplichtingen 'risicovrij' te garanderen. Zou het pensioenfonds immers - indien op de markt verhandelbaar - een dergelijke put-optie hebben afgesloten dan zou het eigen vermogen door de betaling van de prijs van deze optie met het bedrag ter grootte van deze optie zijn verminderd.

Het pensioensurplus herberekend

Met behulp van de in de vorige paragraaf geschetste methodiek zijn de surplussen van de pensioenfondsen uit het Merrill Lynch-onderzoek herberekend. Hiertoe is allereerst de marktwaarde van de pensioenverplichtingen berekend wanneer geen sprake zou zijn van faillissements- of kredietrisico. We gebruiken hiervoor de volgende formule:

$$B(R\%) = B(4\%) / ((1 + R - 0,04)^{\text{duration}})$$

waarbij B de waarde van de pensioenverplichtingen is (zonder rekening te houden met het faillissementsrisico), en R de te hanteren disconteringsvoet is. Met behulp van de waarde van de pensioenverplichtingen uit de Merrill Lynch database, waar de verplichtingen zijn gewaardeerd met een vaste disconteringsvoet van 4% en de gemiddelde looptijd ('duration') hiervan, kan de waarde van de pensioenverplichtingen bij een andere disconteringsvoet worden uitgerekend. Aangezien veelal niet valt op te maken of een pensioenfonds een hoge of lage 'duration' heeft worden de berekeningen in ons basisscenario uitgevoerd voor een durationwaarde van 15. De Merrill Lynch gegevens hebben betrekking op ultimo 1996. Voor de bepaling van de marktwaarde van de nominale pensioenverplichtingen zonder faillissementsrisico wordt als disconteringsvoet de lange rente op Nederlandse staatsobligaties, ultimo 1996 een waarde van 5,7%, gebruikt. Voor de (voorwaardelijk- en volledig) geïndexeerde verplichtingen wordt als disconteringsvoet de lange rente minus de (verwachte) inflatie gehanteerd. Als maatstaf voor de inflatieverwachtingen wordt de feitelijke inflatie van december 1996, 2,5%, gehanteerd. Per saldo resulteert dan een disconteringsvoet van ongeveer 3,2%.

Voor de berekening van de waarden van de put-opties zijn schattingen nodig voor de volatiliteit van de pensioenactiva, de inflatie en de correlatie tussen deze twee ¹⁰. Hiertoe is de beleggingsportefeuille van ieder pensioenfonds onderverdeeld in aandelen, obligaties, onroerend goed en geldmarkt. Volatiliteits- en correlatieschattingen tussen deze activa onderling en met de inflatie zijn gebaseerd op lange termijn historische rendementsgegevens.

[tabel 1](#) geeft een overzicht van de berekende CCA-waarden van het pensioenfondssurplus onder verschillende scenario's. De beursgenoteerde ondernemingen uit het Merrill Lynch rapport zijn daartoe onderverdeeld in vier categorieën naar omvang van de beleggingsportefeuille. Kolom 1 geeft de (boek)waarde van het surplus ("pensioenactiva -/- verplichtingen (bij 4% rekenrente)" zoals berekend uit de jaarverslagen door Merrill Lynch. Kolom 2 geeft de CCA-waarde aan in een basisscenario met een 'duration' van de verplichtingen van 15, de lange rente ultimo 1996 en een verwachte inflatie van 1,7%. De reële rente komt daarmee precies uit op 4% (5,7%/-1,7%), waardoor de waarde van de pensioenverplichtingen (exclusief faillissementsrisico) gelijk is aan de gerapporteerde waarde in de jaarverslagen. Voor dit scenario geldt dat de CCA-waarden duidelijk lager zijn dan de gerapporteerde surplussen, geen f 26 mrd maar f 11 mrd.

Tabel 1. Pensioenoverschotten bij verschillende berekeningswijzen en veronderstellingen, gem. per klasse, f mln

Belegd vermogen	Boek- waarde bij 4%	CCA- waarde bij 4%	Bij hogere inflatie	Bij langere looptijd . verplichting	Bij hogere volatili- teit	Bij lagere aand.koers
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
< 800	127	63	-16	89	63	19
800 - 2000	158	103	-50	159	103	-26
2000 - 6000	483	4	-565	209	4	-341
> 6000	3428	1723	-43	2374	1692	268
Totaal	25,8	11,3	-3,4	16,6	11,0	-0,1

In de kolommen (3) tot en met (6) is de gevoeligheid van het surplus ten opzichte van het basisscenario (4%) uitgerekend voor verschillende parameters:

» in kolom (3) is de waarde van het surplus uitgerekend bij een inflatieverwachting van 2,5%. Ten opzichte van het gerapporteerde surplus zijn de CCA-waarden duidelijk lager, sommige pensioenfondsen hebben zelfs een tekort. Ook het geaggregeerde surplus slaat om in een tekort van f 3,4 mrd. Duidelijk is, zoals viel te verwachten, dat de hoogte van het surplus zeer gevoelig is voor veranderingen in de reële rente;

» in kolom (4) worden de CCA-surpluswaarden uitgerekend bij een kortere looptijd van de verplichtingen: geen 'duration' van 15 maar van 10. De overschotten zijn in het algemeen hoger dan in bij een waarde van 15, omdat de waarde van de verplichtingen lager is, en de waarde van de put-optie ook;

» kolom (5) rekt de waardes uit bij een fors hogere volatiliteit van de beleggingsportefeuille. De waarde van het surplus neemt daardoor af, maar de waardedaling is gering;

» in kolom (6) tenslotte worden de waardes uitgerekend wanneer de aandelenkoersen met 20% zouden dalen. Ook in dit geval nemen de waarden van de overschotten, ten opzichte van het basisscenario, fors af.

Samenvatting en conclusies

De 'contingent claims analyse' is gericht op de bepaling van de economische waarde van een vermogenstitel. In een efficiënte markt kan deze waarde worden beschouwd als de prijs die de pensioenverplichtingen opbrengen bij verkoop door de eigenaren van deze vermogenstitel ((ex-)werknemers) op de secundaire markt. De pensioenverplichtingen blijven dan dus wel als vordering op de onderneming bestaan, maar de schuldeiser verandert. Hiermee ontstaat een betere aansluiting op de marktwaarde-metingen van pensioen- en ondernemingsactiva. Tevens geeft een dergelijke waardemeting een methode om op een meer marktconforme wijze naar de vermogenoverschotten te kijken. De werkelijke hoogte van het surplus hangt dan af van factoren als het percentage aandelen in de beleggingsportefeuille, de initiële solvabiliteitspositie, de looptijd van de verplichtingen en de aard van de pensioenregeling.

In deze bijdrage zijn voor verschillende scenario's van parameterwaarden geaggregeerde surplussen berekend variërend van plus f 24 mrd tot minus f 4 miljard. Deze getallen geven aan dat de surplussen die berekend zijn met de CCA-methode met de nodige onzekerheid zijn omgeven, maar is tevens een indicatie dat een boekwaardemeting van Merrill Lynch te ruw is om een surplus te meten. Bovendien kan deze methode leiden tot onterechte restitutie van pensioenoverschotten, aan welke partij dan ook.

Drie methoden om een surplus te berekenen

Het pensioensurplus is het verschil tussen de activa van een pensioenfonds, en de verplichtingen. We waarderen de activa (de beleggingen) steeds naar marktwaarde. Bij het waarderen van de verplichtingen kunnen drie methoden onderscheiden worden.

De Merrill Lynch studie berekent de contante waarde van de pensioenverplichtingen tegen een vaste (reken)rente van 4%. Volgens de methode van Wolff en Ooms zouden de verplichtingen moeten worden berekend met een disconteringsvoet gelijk aan het rendement op staatsleningen minus de verwachte inflatie op het moment van waardering. Deze methode houdt dus rekening met veranderingen in het niveau van de lange rente en de verwachte looninflatie, en resulteert op dit moment in een lagere disconteringsvoet van ongeveer 2,5%.

Ook de 'contingent claims analyse' (CCA) werkt met een variabele disconteringsvoet. Daarnaast houdt deze methode rekening met het risico dat een pensioenfonds failliet gaat. Aan dit risico wordt een prijs toegekend middels een zogenaamde

'pensioen-put', zeg maar de premie die een pensioenfonds zou betalen als het zich tegen het faillissementsrisico wil verzekeren. De waarde van de put-optie hangt af van het 'risicoprofiel' van het pensioenfonds. Van belang zijn onder andere de samenstelling van de beleggingsportefeuille en, in het geval van geïndexeerde verplichtingen, de inflatiegevoeligheid ervan.

1 Merrill Lynch, *Pension fund surplus: 'a forgotten asset'*, 23 juni 1998.

2 G. Boender, in *Het Financieele Dagblad*, 25 juni 1998..

3 Ultimo 1996 was de lange rente 5,7% en de verwachte looninflatie 2,5%, waardoor een rekenrente van 3,2% ontstaat die kleiner is dan 4%.

4 Zie bijvoorbeeld Bulow, Mørck en Summers, How does the market value unfunded pension liabilities?, in: Z. Bodie, J. Shoven and D. Wise (red.), *Issues in pension economics*, Chicago, 1987; Bowers en Moore, Market valuation of excess pension assets: Evidence from the market for corporate control, *The Journal of Risk and Insurance*, 1994, blz. 214-229.

5 Ook dit geldt voornamelijk voor de VS. (Enquête)onderzoek in Nederland van R.A.I. van Frederikslust, A.J.M. Jansen en P.A. Paauwe, *Pensioenen bij fusies en acquisities*, mimeo, 1995, geeft juist aan dat de pensioenverplichtingen een ondergeschikte rol spelen.

6 Mason en Merton, 1983, blz. 9.

7 Deze formule geldt alleen voor volledig geïndexeerde verplichtingen en in bepaalde gevallen voor voorwaardelijk geïndexeerde verplichtingen. Het is overigens de vraag of de ABP-verplichtingen aan deze voorwaarde voldoet. Voor nominale verplichtingen verdwijnt de verwachte looninflatieterm. Zie hiervoor Steenkamp, op.cit.

8 Deze term is ontleend aan Treynor, The principles of corporate pension finance, *Journal of Finance*, mei 1977, blz. 627-638.

9 Zie voor een uitgebreide uiteenzetting hierover Steenkamp, *Het pensioenfonds vanuit corporate finance perspectief*, Kluwer,Deventer, 1998, hoofdstuk 3.

10 Het gaat hier om de verklarende factoren van de waarde van een put-optie bij een 'zelfstandig' pensioen fonds. Wanneer relaties worden verondersteld met de achterliggende onderneming, zoals de bestemming van eventuele overschotten, is de waarde van de put-optie ook afhankelijk van ondernemingsvariabelen. Dit wordt hier niet verder uitgewerkt.