



Marktwaaarde van pensioenen in het Verenigd Koninkrijk

Auteur(s):

Head, S

*De auteur is werkzaam bij Aon Consulting, Londen, VK***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D15, 6 september 2000

Rubriek:

Dossier Transparante pensioenfondsen

Trefwoord(en):

verenigd, koninkrijk

Net als in Nederland is er in het Verenigd Koninkrijk een omvangrijk stelsel waarmee werknemers aanvullende pensioenrechten opbouwen. De activa die voor deze pensioenregelingen inmiddels zijn opgebouwd hebben een waarde van circa 800 miljard Britse ponden. Het is niet ongebruikelijk dat de waarde van een ondernemingspensioenfonds groter is dan de marktwaaarde van de onderneming zelf.

Een typisch Brits pensioenfonds belegt 75% in aandelen, 5% in vastgoed en ongeveer 20% van de beleggingen kan omschreven worden als 'matching assets', zoals obligaties en kasgelden. Om de waarde te bepalen van de activa werd sinds de jaren zestig uitgegaan van discounted cashflows. Vervolgens werd deze waarde vergeleken met de waarde van de verplichtingen. Een typische Britse benadering ziet er als volgt uit:

» geef een gestyleerde weergave van de portfolio, bijvoorbeeld 80% in een aandelenindex en 20% in een obligatie-index;

» bepaal de toekomstige inkomstenstroom op basis van deze denkbeeldige portefeuille;

» maak deze inkomstenstroom contant tegen dezelfde discontovoet die wordt gebruikt voor het contant maken van de waarde van de verplichtingen.

Deze aanpak resulteerde lange tijd in stabiele waarderingsresultaten. De aandelenbeleggingen werden niet gewaardeerd aan de hand van volatiele marktontwikkelingen, maar op basis van uitbetaalde dividenden. Met name Britse ondernemingen hielden hun dividendbetalingen zo stabiel mogelijk, zodat deze benadering ook tot stabiele waarderungen van de activa leidde. Als gevolg daarvan bleven de investeringen in aandelen hoog en de opbrengst op aandelen was extreem goed.

In het Verenigd Koninkrijk zijn momenteel veranderingen gaande. Een aantal factoren is hiervoor verantwoordelijk:

» de pensioenfondsen zijn rijper hetgeen betekent dat het merendeel van de verplichtingen nu betrekking heeft op gepensioneerden;

» de dividenden van Britse ondernemingen volgen de afgelopen jaren een aanzienlijk minder stabiel patroon dan voorheen;

» de inzichten uit de financieel-economische theorie maken een grote opmars;

» er is sprake geweest van een toename van de pensioentoezeggingen, waardoor de solvabiliteitsniveaus van de pensioenfondsen zijn gedaald.

» marktwaaarde en discounted casflow waarde zijn de afgelopen jaren aanzienlijk uit elkaar gegroeid. De discounted cashflow waarde kan 40% lager uitkomen dan de marktwaaarde van de beleggingen. Het wordt steeds moeilijker aan deelnemers uit te leggen waarom hun premies op de lage discounted cashflow waarde zijn gebaseerd;

» tot slot heeft de waarde-bepaling van de dividenden veel subjectieve elementen gekregen, met name omdat er minder duidelijkheid is over de groei van de dividenden.

Er wordt daarom steeds meer overgestapt op de marktwaaarde van de activa, waarbij de verplichtingen langs een van de volgende wegen worden gewaardeerd:

» de inverse van de waarde-aanpassing van de activa op basis van discounted cashflows wordt toegepast op de verplichtingen. Dit kent vanzelfsprekend de dezelfde tekortkomingen;

» maak verplichtingen contant op basis van een discontovoet die overeenkomt met de disconteringsvoet van de activa. Voor aandelen zal dit de schatting van actuarissen zijn van de toekomstige rendementen op basis van de huidige marktwaaarde, meestal gebaseerd op een combinatie van huidig dividend en dividendgroei. Meer geavanceerd kan ook gebruik worden gemaakt van een model waarin op

stochastische wijze de toekomstige rendementen worden geschat;

» maak verplichtingen contant op basis van obligatie-rentes. Met meer dan 80% van de beleggingen in aandelen zal dit leiden tot zeer volatiele waarde-schommelingen. Sommigen zullen zeggen dat dit de realiteit is als je aandelen aanhoudt, terwijl de verplichtingen een vast karakter hebben;

» maak verplichtingen contant op basis van een obligatie-rente plus (of minus) een risico-opslag. De opslag kan vast of variabel zijn. Bij een vaste opslag ontstaat het beeld van methode drie. Een variabele opslag zou gebruikt kunnen worden voor 'smoothing' van de uitkomsten. In beide gevallen is de opslag bedoeld om rekening te houden met de verwachte meerwaarde van aandelen boven obligaties.

In het Verenigd Koninkrijk is de neiging het grootst om over te stappen op methode vier, ook al is er niet op alle aspecten van deze benadering consensus te vinden. Enkele vragen die hier leven zijn:

» welke obligaties neem je als startpunt? In het VK zijn er overheidsobligaties met zowel vaste als geïndexeerde opbrengsten. Maar er zijn ook ondernemingsobligaties, die momenteel een premie kennen van circa 1,5 procentpunt. Opbrengsten op obligaties zijn historisch gezien zeer laag. Geïndexeerde ondernemingsobligaties zijn echter nog tamelijk zeldzaam, terwijl de meeste pensioenrechten gekoppeld zijn aan de ontwikkeling van de inflatie.

» wordt dezelfde benadering ook gebruikt voor de vaststelling van de door de werkgever te betalen pensioenpremie?

» hoe wordt de basis voor marktwaarde vastgesteld? Gezien het feit dat de marktwaarde wordt vergeleken met de traditionele waardebeoordeling, mag worden verwacht dat daar in eerste instantie rekening mee wordt gehouden. Maar wat is het referentiepunt als de tweede keer wordt gewaardeerd? Is het referentiepunt hetzelfde of wordt het aangepast omdat markten ten opzichte van elkaar zijn veranderd? Mijn inschatting is dat deze vraag nog heel wat aandacht zal opeisen.

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, [Marktwaarde 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 zondvoed](#)

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](#)
