

# **HOE WAARDEREN WE ONS PENSIOEN?**

**LAURENS SWINKELS**

**ERASMUS RESEARCH INSTITUTE OF MANAGEMENT  
ROBECO QUANTITATIVE STRATEGIES  
lswinkels@ese.eur.nl**

**STEFAN VAN OMMEREN**

**ERASMUS SCHOOL OF ECONOMICS**

**DECEMBER 2009**

# HOE WAARDEREN WE ONS PENSIOEN?

## SAMENVATTING

HET PRINCIPE *FAIR VALUE* MET BETREKKING TOT DE WAARDERING VAN PENSIOENVERPLICHTINGEN IS HETZELFDE IN DE VERSLAGGEVINGSSTANDAARDEN VOOR ONDERNEMINGEN EN DIE VOOR PENSIOENFONDSEN. DE UITWERKING VAN HET PRINCIPE VERSCHILT ECHTER DOOR DE GEMAAKTE KEUZE VAN DE REKENRENTE. TOT VORIG JAAR WAS DIT VERSCHIL BEPERKT, MAAR SINDE DE CRISIS ZIJN DE EFFECTEN DUIDELIJK WAARNEEMBAAR IN DE JAARVERSLAGEN. VOOR DE ONDERNEMING LIJKT DE PENSIOENSITUATIE STERK VERBETERD, TERWIJL DEZE VOOR PENSIOENFONDSEN JUIST STERK VERSLECHTERD IS EN ONDERNEMINGEN VAAK EXTRA STORTINGEN IN HET PENSIOENFONDS HEBBEN MOETEN DOEN. DIT KOMT DE INZICHTELIJKHEID NIET TEN GOEDE, ZOALS BLIJKT UIT DE ANALYSE VAN DE JAARVERSLAGEN VAN NEDERLANDSE ONDERNEMINGEN EN HUN PENSIOENFONDSEN.

## 1. Inleiding

De verslaggevingsstandaarden voor ondernemingen en pensioenfondsen komen in de basis met elkaar overeen dat de pensioenbeleggingen en –verplichtingen op *fair value* gewaardeerd dienen te worden. Voor de beleggingen is dit meestal geen groot probleem, omdat voor de meeste beleggingen een handelswaarde uit de markt gemakkelijk te verkrijgen is.<sup>1</sup> Aangezien er voor pensioenverplichtingen geen actieve markt is, zal hier een waardering plaats moeten vinden op basis van een model. In dit artikel laten we zien dat de modelkeuzes die gemaakt zijn voor pensioenen in de ondernemingsbalans en de pensioenfondsbalans een compleet ander beeld kunnen laten zien.

De *fair-value*-waardering van pensioenen gaat als volgt. Een actuaris bepaalt de verwachte nominale kasstromen die voortvloeien uit de reeds opgebouwde pensioenaanspraken en demografische ontwikkelingen (zoals sterftekansen). Aangezien bij pensioenfondsen voor een discontinuïteitbenadering is gekozen, wordt alleen rekening gehouden met de op balansdatum opgebouwde nominale aanspraken. Voor ondernemingen wordt echter uitgegaan van een *going concern* benadering, waardoor ook toekomstige salarisstijgingen en (de ambitie tot) inflatiecompensatie meegenomen dienen te worden. De kasstromen die voortvloeien uit de pensioentoezegging zijn dus hoger voor de onderneming dan die voor het pensioenfonds.

De geprojecteerde kasstromen zullen moeten worden verdisconteerd met een *fair-value*-rekenrente. De discontinuïteitbenadering heeft de regelgever voor pensioenfondsen ertoe aangezet te kiezen voor de rente op de interbancaire swapmarkt. Immers, het doel van de toezichthouder is de deelnemers te beschermen, zodat bij faillissement van de aangesloten onderneming de pensioenverplichtingen ondergebracht kunnen worden bij een verzekeringsmaatschappij of een bedrijfstakpensioenfonds. Bij de waardering van pensioenverplichtingen voor ondernemingen is gekozen voor de rente op hoogwaardige ondernemingsobligaties. Dit wordt meestal geïnterpreteerd als ondernemingsobligaties met een AA-kredietbeoordeling (zie onder anderen Ter Hoeven, 2008).

De bijdrage van dit artikel bestaat uit twee delen. Ten eerste analyseren we hoe het mogelijk is dat twee dezelfde waarderings*principes* kunnen leiden tot substantiële waarderingsverschillen. Ten tweede doen we een voorstel hoe de verslaggevingsstandaarden aangepast kunnen worden, zodat een consistente waardering ontstaat van de pensioenverplichtingen die de werkgever is aangegaan. Dat dit eventueel ten koste gaat van de vergelijkbaarheid tussen ondernemingen onderling is hierbij volgens ons van ondergeschikt belang.

In het vervolg van dit artikel zullen we in paragraaf 2 eerst de verschillende rekenrentes analyseren. Vervolgens onderzoeken we in paragraaf 3 de rekenrentes van Nederlandse ondernemingen en hun pensioenfondsen. We bespreken twee ondernemingen in meer detail, waarbij het effect van de verschillende rekenrentes duidelijk naar voren komt. We sluiten af met conclusies in paragraaf 4.

## 2. Rentestanden voor verdiscontering van pensioenverplichtingen

In deze paragraaf laten we de marktrenteontwikkeling zien die voor verdiscontering van pensioenverplichtingen wordt gebruikt. Het doel hiervan is inzicht te krijgen in de overeenkomsten tussen de rentestanden tot ruim één jaar geleden, en de grote verschillen die ontstaan zijn als gevolg van de kredietcrisis. Verder stellen Oosenbrug en Swinkels (2004) dat de introductie van International Financial Reporting Standards (IFRS) ook invloed kan hebben op het management van renterisico's. De keuze van het beleggingsbeleid hangt samen met de keuze van de rente om de pensioenverplichtingen mee te verdisconteren. Om het risico voor de onderneming te beperken zouden langlopende ondernemingsobligaties in de pensioenfondsportefeuille moeten zitten, maar om de dekkingsgraad van het pensioenfonds te beschermen juist renteswaps. Voor de crisis was risicomangement voor beide vergelijkbaar, maar daarna hebben verschillen in rekenrentes ook geleid tot een slechte afstemming van pensioenbeleggingen op de pensioenverplichtingen.

In figuur 1 worden vanaf eind 2003 de rentestanden van verschillende markten weergegeven. Voor de rekenrente van pensioenfonds wordt de *zero-coupon* rentetermijnstructuur gebruikt. Deze rentetermijnstructuur is afgeleid van renteswaps waarbij vaste couponbetalingen uitgewisseld worden tegen de variabele korte rente die banken elkaar onderling in rekening brengen.<sup>2</sup> Deze swapcurve wordt maandelijks door de toezichthouder DNB gepubliceerd op zijn website. Daarnaast publiceert DNB ook de credit spreads van financiële instellingen met een A+-rating. De rente op hoogwaardige kredietobligaties wordt in figuur 1 weergegeven door de credit spreads bij de swaprente op te tellen. Een nadeel van de DNB credit spread is de beperkte historische data, die begint pas eind 2007. Een voordeel is dat de credit spreads, evenals de renteswaps, op een zero-coupon basis worden uitgerekend.

[Hier Figuur 1 invoegen]

Een andere populaire manier om de rente op hoogwaardige bedrijfsobligaties te bepalen, is door de iBoxx Euro Corporates AA-curve te gebruiken; zie Snoeks (2008), Ter Hoeven (2008), en Van den Broek en Siesling (2009). Deze iBoxx-curve is een verzameling van ondernemingsobligaties met een AA-rating met een looptijd van meer dan 10 jaar.<sup>3</sup> Deze iBoxx-rente vergelijken we met de rente op Europese staatsobligaties weergegeven door de iBoxx Sovereigns EUR index. Verder nemen we nog de zero-coupon rente op Europese staatsobligaties met een AAA-kredietbeoordeling op.

In figuur 1 zien we dat vanaf eind 2003 tot eind 2006 alle rentecurves eenzelfde patroon laten zien en dat het enige verschil een stukje compensatie is voor een beperkte hoeveelheid kredietrisico. Echter, vanaf de financiële crisis lopen de rentecurves erg uiteen. Ten eerste zien we dat de rente op de hoogwaardige bedrijfsobligaties toeneemt, zowel de iBoxx- als DNB-curve laten hetzelfde stijgende patroon zien. Daarentegen is de rente op staatsobligaties vrijwel onveranderd rond de 4,5%. Ook zien we dat de swaprente eind 2008 lager is dan de staatsrente van Europese overheden met een AAA-kredietbeoordeling; een opmerkelijke gebeurtenis in de historie van renteswaps. Duffhues en Van Nunen (2009) beweren dat dit onder andere het gevolg is van de toegenomen druk vanuit de toezichthouder. Pensioenfonds zouden zich gedwongen voelen hun renterisico via renteswaps terug

te brengen, zelfs als deze markt (tijdelijk) illiquide is. Pernot (2009) stelt voor om in beginsel de swapcurve te gebruiken voor de waardering van pensioenverplichtingen. Wanneer de rentecurve van AAA beoordeelde Europese overheden hoger ligt, zou afgeweken kunnen worden naar die rentecurve. Voor de verwachting van de ontwikkeling van de rente op de lange termijn stelt Hulshoff (2009) voor om niet rechtstreeks de forward-rente afgeleid uit de swapmarkt te gebruiken. In plaats daarvan stelt hij voor die te combineren met een lange termijn voorspelling gebaseerd op economische bouwstenen, zoals een positieve termijnpremie, prijs- en looninflatie. Al met al is er dus een verhitte discussie gaande met betrekking tot de meest geschikte rente om de *fair value* van pensioenverplichtingen te bepalen.

In de volgende paragraaf wordt onderzocht hoe de oplopende spread tussen de swaprente die voor pensioenfondsen van belang is en de rente op hoogwaardige bedrijfsobligaties die voor ondernemingen van belang is, van invloed is op de waardering van de pensioentoezeggingen die de onderneming aan de deelnemer doet.

### **3. Jaarverslagen van ondernemingen en pensioenfondsen**

In deze paragraaf onderzoeken we de jaarverslagen van 25 beursgenoteerde Nederlandse ondernemingen en hun Nederlandse pensioenfondsen. Daarna beschouwen we de ondernemingen T.N.T. N.V. (hierna: TNT) en Koninklijke Ahold N.V. (hierna: Ahold) in meer detail.

Onder IFRS worden toegezegde pensioen en toegezegde bijdrage pensioenregelingen onderscheiden. In het geval de onderneming geen additioneel risico loopt nadat de premie is afgedragen spreken we van een toegezegde bijdrage pensioenregeling en is de betaalde pensioenpremie de pensioenlast in de verslagperiode. In alle andere gevallen is sprake van een toegezegde pensioenregeling en zal de onderneming het saldo van de pensioenbeleggingen en pensioenverplichtingen in haar balans moeten opnemen. De pensioenlast wordt daarbij bepaald door middel van een berekening op basis van lange termijn aannames met betrekking tot het beleggingsrendement. De onderneming dient een uitgebreide toelichting te geven op de totstandkoming van de pensioenlast en de netto pensioensaldo. Zowel TNT als Ahold bieden haar werknemers in Nederland een zogenaamde toegezegde pensioenregeling aan, waardoor de *fair value* waardering van de pensioentoezegging een belangrijk onderdeel is om het netto pensioensaldo te bepalen.

Laning (2006) beoordeelt IFRS aan de hand van vier invalshoeken: 1) het nut van informatie (*decision usefulness*), 2) economische consequenties, 3) winststuring, en 4) totstandkoming van de verslaggevingsstandaarden. Hij onderscheidt binnen de eerste invalshoek drie perspectieven: a) informatieperspectief, b) meetperspectief, en c) market-based accounting research. We concentreren ons in deze bijdrage enkel op het meetperspectief binnen de eerste invalshoek. Hierin stellen we dat het verstrekken van informatie over de pensioenregeling minder nut heeft voor de gebruikers van het jaarverslag dan de verwerking van pensioenen in het resultaat en balans van de onderneming. We vragen ons hierbij dus af of de pensioenen volgens IFRS wel op de juiste manier in de cijfers van de onderneming worden verwerkt en of door deze manier van verwerken wel nuttige informatie aan de gebruikers van het jaarverslag wordt verstrekt.

### **3.1 Rekenrentes bij ondernemingen en hun pensioenfondsen**

In paragraaf 2 hebben we gezien welke rekenrentes voor de *fair value* waardering van verplichtingen van toegezegd pensioenregelingen gelden. In figuur 2 geven we de rekenrentes weer uit de jaarverslagen van de 25 ondernemingen die opgenomen zijn in de AEX index. Dit doen we voor de verslagjaren 2007 en 2008. In de kolom met label “Gebied” geven we aan of de onderneming separate rekenrentes verstrekt voor de Nederlandse pensioenregeling (NL) of meerdere pensioenregelingen wereldwijd combineert (WRLD). Met WRLD\* geven we aan wanneer de rekenrente betrekking heeft op meerdere landen exclusief Nederland. Dit kan bijvoorbeeld zijn wanneer de toegezegde pensioenregeling in Nederland is ondergebracht bij een bedrijfstakpensioenfonds dat niet genoeg gegevens aan de onderneming kan verstrekken, of wanneer de Nederlandse pensioenregeling een collectieve toegezegde bijdrageregeling is.

We zien dat de ondernemingen de regels redelijk uniform opvolgen: de meeste ondernemingen gebruiken in 2007 een rekenrente die tussen 4.8% en 5.9% varieert.<sup>4</sup> In 2008 varieert de rekenrente tussen 5.0% en 6.3%, met de meeste rekenrentes per onderneming in 2008 iets hoger dan die in 2007. Voor de pensioenfondsen is de variatie in rekenrentes kleiner, aangezien deze door de toezichthouder gepubliceerd wordt. De kleine verschillen zijn te verklaren uit de termijnstructuur van rekenrentes, die voor ieder pensioenfonds kan verschillen afhankelijk van de volwassenheid van het fonds. In 2007 varieert de rekenrente tussen 4.6% en 4.9% en in 2008 is het niveau ongeveer één procentpunt lager met rekenrentes tussen 3.5% en 4.0%. Dit komt overeen met figuur 1.

De verschillen zoals we die zouden verwachten uit paragraaf 2 zijn dus ook daadwerkelijk systematisch in de jaarverslagen van de Nederlandse ondernemingen en pensioenfondsen terug te vinden. In het vervolg van deze paragraaf onderzoeken we TNT en Ahold in meer detail.

### **3.2 TNT NV en Stichting Pensioenfonds TNT**

Voor de werknemers van TNT in Nederland biedt TNT toegezegde pensioenregelingen aan via Stichting Pensioenfonds TNT.<sup>5</sup> Omdat bij de zogenaamde toegezegd-pensioenregelingen TNT volgens IAS 19 een verplichting aangaat, worden de pensioentoezeggingen ook opgenomen in de toelichting op haar balans.<sup>6</sup> Hieronder wordt daarom de balans besproken en vergeleken met die van het pensioenfonds. We hebben een verkorte versie van de balansen van de onderneming en het pensioenfonds weergegeven in figuur 3. Allereerst valt op dat de pensioenactiva voor de onderneming en het pensioenfonds slechts beperkte afwijking laten zien. Het verschil beweegt tussen € 70 mln en € 215 mln op een totaal van meer dan € 4 mrd; een kleine 5%. Dat deze waardes zo dicht bij elkaar in de buurt liggen heeft te maken met de marktwaardering die over het algemeen eenduidig is vast te stellen uit handelsprijzen in de markt.

De waarde van de pensioenvoorziening van TNT is vanaf 2005 gedaald. Dit komt hoofdzakelijk door de gestegen rekenrente die gebruikt is voor de waardering van de pensioenaanspraken. Waar die rente in 2005 nog 4.3% bedroeg, is die gestegen tot 6.1% in 2008. Als we de door TNT gebruikte rekenrente vergelijken met de iBoxx reeks uit figuur 1, dan zien we dat die percentages erg dicht bij elkaar liggen, maar niet precies aan elkaar gelijk zijn. Aangezien er niet veel langlopende bedrijfsobligaties uitgegeven zijn, is het nodig om de rekenrente te schatten op basis van beschikbare marktinformatie op kortere looptijden. Van den Broek en Siesling (2009) geven aan welke methodes gebruikt kunnen worden om de rentecurve te extrapoleren voor lange looptijden.

De waarde van de voorziening pensioenverplichting bij het pensioenfonds TNT laat in de beginperiode een vergelijkbaar dalend patroon zien. Echter, in 2008 zien we door de sterk afgenomen rekenrente die het pensioenfonds moet gebruiken de pensioenverplichting toenemen met bijna € 1 mrd; ofwel 30%. Dit terwijl we bij de onderneming nog zagen dat de waarde van de pensioenverplichtingen met meer dan 10% is afgenomen van € 4,010 mrd naar € 3,549 mrd in 2008. Hier ontstaat dus een compleet ander beeld van de pensioensituatie, afhankelijk van het jaarverslag waaruit informatie wordt vergaard. Dit terwijl het uitgangspunt bij beide de *fair value* van de pensioenen is, en alleen de invulling van het begrip iets anders uitgewerkt wordt. Hier doet zich de merkwaardige situatie voor dat de pensioenverplichting volgens IFRS, waarbij naast de opgebouwde nominale aanspraken ook toekomstige salarisstijgingen en inflatiecompensatie inbegrepen zijn, minder waard is dan enkel de opgebouwde nominale aanspraken die het pensioenfonds op de balans heeft.

[Hier Figuur 3 invoegen]

Merk op dat in figuur 3 ook het effect van de corridor te zien is. De ongerealiseerde actuariële winsten worden eerst verrekend voordat het netto pensioenoverschot dat op de balans moet worden opgenomen bepaald wordt. Verder is een extra regel opgenomen die te maken heeft met extra pensioenkosten die betrekking hebben op het verleden (“pensioenkosten verstreken dienstjaren”).

De dekkingsgraad (de ratio van de waarde van pensioenactiva en de waarde van de pensioenverplichting) van het Pensioenfonds TNT bedroeg ultimo 2008 slechts 93% en is dus lager dan het wettelijk minimum van 105%. Daardoor heeft ook dit fonds een herstelplan moeten indienen bij de DNB. Eind 2008 ging TNT er in het jaarverslag van uit dat men totaal voor € 150 mln moest bijspringen om het Nederlandse pensioenfonds te helpen weer solvabel te worden. In een persbericht van TNT bij het eerste kwartaalverslag is dit bedrag teruggebracht naar € 50 mln, omdat pensioenfonds ten toegestaan is uit te gaan van een langere hersteltermijn. De bovengenoemde additionele stortingen van TNT zijn niet rechtstreeks vanuit de balans af te lezen. De informatie over de bijstortingen is wel te vinden in de toelichting bij de jaarrekening van de onderneming, maar op basis van de gepresenteerde pensioencijfers moeilijk te begrijpen; er is immers een overschot en geen tekort op basis van de ondernemingsbalans. Het jaarverslag van het pensioenfonds bevat in dit geval dus essentiële informatie die van belang is voor de kasstromen van de aangesloten onderneming.

De toekomstige stortingen in het pensioenfonds die alleen uit de toelichting te halen zijn kunnen de waarde van de onderneming beïnvloeden. Bij extra stortingen in het pensioenfonds blijven er namelijk minder gelden over voor investeringen in projecten die aandeelhouderswaarde creëren. Dit wordt bevestigd door Rauh (2006), die laat zien dat ondernemingen gemiddeld genomen hun investeringsuitgaven terugbrengen wanneer interne financieringsbronnen kleiner worden door verplichte stortingen in het pensioenfonds.

### **3.3 Koninklijke Ahold NV en Stichting Ahold Pensioenfonds**

Nederlandse werknemers van Ahold hebben een toegezegd-pensioenregeling op basis van het middelloonstelsel. De pensioentoezeggingen zijn ondergebracht bij “Stichting Ahold Pensioenfonds” (hierna: Ahold Pensioenfonds). Omdat bij de zogenaamde toegezegd-pensioenregelingen Ahold volgens IAS 19 een verplichting aangaat, worden de pensioentoezeggingen ook opgenomen in de toelichting ophaar balans.

[Hier Figuur 4 invoegen]

Als we de pensioenactiva van de onderneming en het pensioenfonds vergelijken, zien we in figuur 4 dat die in 2008 vrijwel gelijk zijn aan elkaar. Voor 2007 is Schuitema onderdeel van Ahold. Aangezien Schuitema zijn eigen pensioenfonds heeft en in 2008 Ahold de onderneming Schuitema verkocht heeft, is deze balans iets moeilijker te vergelijken. We nemen een extra regel op waarin we het effect op de balans van Ahold laten zien in 2007. De correctie voor de verkoop van Schuitema bedraagt € 332 miljoen, waardoor het totaal in 2007 zo'n € 1,773 is exclusief Schuitema.

Allereerst wordt gekeken naar de ontwikkeling van de voorziening pensioenverplichtingen zoals die vermeld wordt in de toelichting bij de balans van Ahold. De gebruikte rente is gestegen van 4,0% ultimo 2005 tot 5,6% ultimo 2007. Deze renteontwikkeling komt redelijk overeen met die gebruikt door TNT en de iBoxx-curve die we in figuur 1 gezien hebben. In 2008 lijkt Ahold redelijk conservatief te zijn geweest door niet de iBoxx, maar een wat lagere rekenrente gebruikt te hebben. Daardoor ligt de rentestand van 5,6% eind 2008 op hetzelfde niveau als eind 2007, en beduidend lager dan de 6,1% die door TNT wordt gebruikt.

Terwijl de pensioenverplichting bij Ahold nauwelijks gewijzigd is in 2008, zien we bij het Ahold Pensioenfonds een heel ander beeld ontstaan. Het verschil in rekenrente tussen de onderneming en het pensioenfonds vanaf 2005 loopt steeds verder op. In 2008 zien we dat de rekenrente flink is gedaald voor het pensioenfonds, terwijl die voor de onderneming precies gelijk is gebleven. In 2008 is de voorziening pensioenverplichtingen bij het pensioenfonds met € 459 mln gestegen, tegen een waardestijging van maar € 44 miljoen bij de onderneming (na de correctie voor de verkoop van Schuitema). We zien nu ook dat de waarde van de opgebouwde nominale pensioentoezegging in het jaarverslag van het pensioenfonds (€ 1,76 mrd) vrijwel dezelfde waarde heeft als de geprojecteerde pensioentoezegging inclusief salarisstijging en inflatiecompensatie die de onderneming rapporteert (€ 1,82 mrd).

Ondanks dat de dekkingsgraad (101,9%) bij het Ahold Pensioenfonds onder het wettelijk minimum van 105% is gekomen, rapporteert de onderneming in 2008 een pensioenoverschot op de balans van € 112 mln. Dit overschot is zelfs groter dan het

minimale vereiste vermogen van € 88 miljoen (5% van de pensioenvoorziening) van het pensioenfonds.

Op basis van de balanspost bij Ahold zouden belanghebbenden dus kunnen concluderen dat de onderneming in de toekomst premiekortingen kan bedingen vanwege de ruim gefinancierde pensioentoezeggingen. Wanneer aandeelhouders en andere belanghebbenden de toelichting bij de balanspost doornemen, verkrijgen zij echter een ander beeld over de toekomstige betalingen. In het jaarverslag van Ahold staat namelijk dat men verwacht de maximale premie te moeten betalen in 2009. Dit vanwege de lage dekkingsgraad die bij het pensioenfonds is ontstaan. Daarnaast maakt Ahold melding van eventuele additionele stortingen. In de loop van 2009 heeft het Ahold Pensioenfonds een herstelplan ingediend bij DNB. Dit plan geeft weer hoe het fonds op korte termijn weer aan het minimaal vereiste eigen vermogen denkt te voldoen. Uit dit plan valt op te maken dat Ahold een additionele storting van € 50 mln in het pensioenfonds moet doen.

#### **4. Tot besluit**

In dit artikel onderzoeken we in hoeverre het jaarverslag van de onderneming en het pensioenfonds een consistente waardering kent van de pensioentoezegging aan haar werknemers. Hiertoe vergelijken we de informatie over die waardering uit het jaarverslag van de onderneming met de waardering uit het jaarverslag van het pensioenfonds.

De regelgeving voor het maken van beide jaarverslagen gaat uit van *fair value* waardering van de pensioenbeleggingen en –verplichtingen. Echter, de rekenrente en de bijbehorende zekerheidsmaat die hierbij gebruikt dient te worden kan afwijken en heeft sinds het uitbreken van de financiële crisis een materiële impact op de balans.

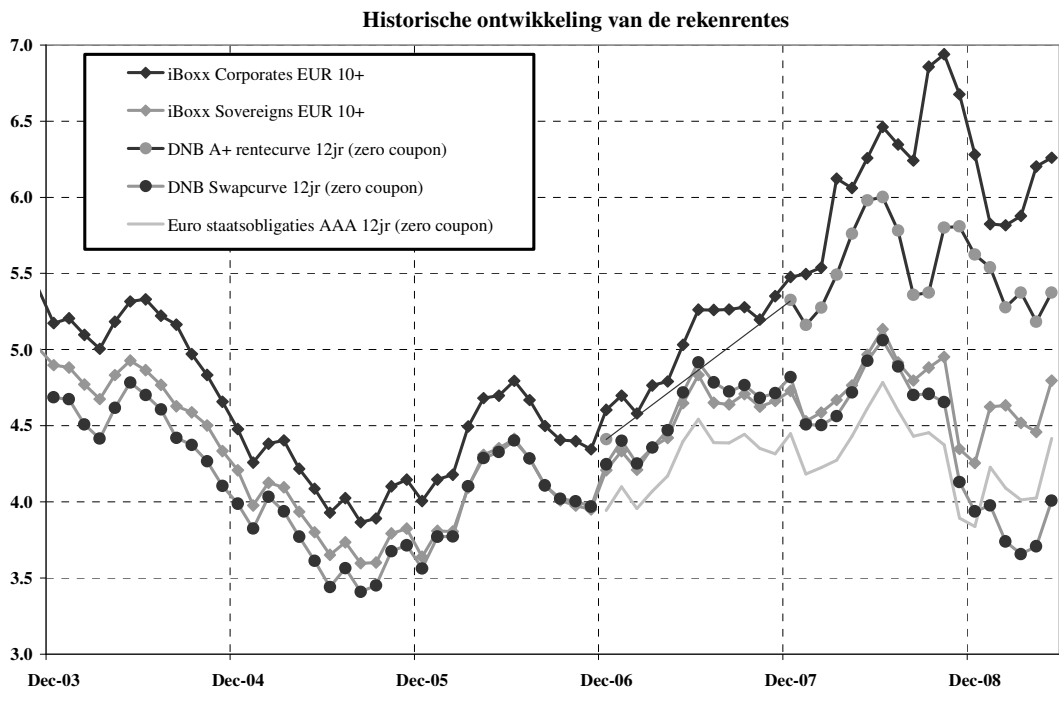
We zien dat de rekenrente voor pensioenfondsen in het jaar 2008 sterk gedaald is, terwijl de rekenrente die ondernemingen mogen gebruiken om pensioenaanspraken te verdisconteren juist gestegen is door de gestegen credit spread. Hierdoor kan schijnbaar tegenstrijdige informatie omtrent pensioenregelingen naar buiten komen, waarbij de onderneming cijfermatig rapporteert dat het een pensioenoverschot heeft, maar in de toelichting op moet nemen dat het extra stortingen in het pensioenfonds moet doen door de verslechterde solvabiliteit. Dit komt de inzichtelijkheid met betrekking tot pensioenen niet ten goede.

Ons voorstel zou dan ook zijn om onder IFRS een meer *principles-based* benadering te kiezen in plaats van de *rules-based* benadering zoals die nu geldt. Zo'n benadering staat het ondernemingen en pensioenfondsen toe om de *fair-value* waardering van dezelfde pensioentoezegging consistent door te voeren. Onze voorkeur zou dan uitgaan naar het gebruik van de verslaggevingsregels die per land lokaal gelden, aangezien die waarschijnlijk het beste aansluiten bij de zekerheidsmaat die besloten ligt in het pensioencontract dat sociale partners in dat land met elkaar zijn overeengekomen.

## Referenties

- Broek, R. van den, en D.S. Siesling, D.S. (2009), Disconteringsvoet bij pensioenwaarderingen, *De Actuaris*, vol. 16, no. 5 (mei), pp. 42-44.
- Duffhues, P. en A. van Nunen (2009), Swaprente onder vuur, *Investment & Pensions Europe*, 12 maart, [http://www.ipe.com/nederland/swaprente-onder-vuur\\_31114](http://www.ipe.com/nederland/swaprente-onder-vuur_31114).
- Hoeven, R. ter (2008), De bepaling van de discontovoet in het kader van IAS 19/RJ 271, *Deloitte Update*, vol. 2, no. 10 (december), pp. 4-5.
- Hulshoff, T. (2009), Realistischere rentes in continuïteitsanalyses en herstelplannen, *VBA Journaal*, vol. 25, no. 2, pp. 32-37.
- Laning, A. (2006), Verslaggeving over pensioenen: IAS19/RJ271 beoordeeld, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 6, pp. 286-293.
- Oosenbrug, A. en L. Swinkels (2004), IFRS dwingt pensioenfonds tot beter afgestemd beleggingsbeleid, *VBA Journaal*, vol. 20, no. 1, pp. 13-20.
- Pernot, M. (2009), Moet de waardering pensioenverplichtingen weer op de schop?, *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, no. 2 (april), pp. 29-33.
- Rauh, J.D. (2006), Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans, *Journal of Finance*, vol. 61, no. 1, pp. 33-71.
- Snoeks, C. (2008), Pensioenverplichtingen en actuariële veronderstellingen, *Ernst & Young Inform*, no. 2, pp. 16-19; zie: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Inform\\_december\\_2008/\\$File/280864\\_-\\_LR4\\_Inform\\_02.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Inform_december_2008/$File/280864_-_LR4_Inform_02.pdf).
- Swinkels, L. (2005), Rentederivaten voor pensioenfondsen, *De Actuaris*, vol. 13, no. 1 (september), pp. 10-12.
- Swinkels, L. (2006), Zijn pensioenregelingen gewijzigd als gevolg van de introductie van IFRS?. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 80, no. 11, pp. 562-570.

**Figuur 1: Historische ontwikkeling van de rekenrente**



## Figuur 2: Rekenrentes van de 25 AEX-ondernemingen en hun pensioenfondsen

In deze tabel hebben we de rekenrentes van de 25 ondernemingen die in de AEX index zijn opgenomen weergegeven voor zowel de onderneming als het Nederlandse pensioenfonds. De kolom met "Gebied" geeft aan waar de rekenrente van de onderneming betrekking op heeft: NL (Nederland), WRLD (Wereld), en WRLD\* (Wereld exclusief Nederland). Dit laatste kan voorkomen wanneer een bedrijfstakpensioenfonds geen informatie kan leveren over de toegezegde pensioenregeling of er sprake is van een collectieve toegezegde bijdrage regeling. Voor de onderneming wordt soms een range opgegeven in plaats van een getal; dat hebben we op dezelfde manier opgenomen in deze tabel.

Naam	Gebied	Onderneming		Pensioenfonds NL	
		2008	2007	2008	2007
Aegon	NL	5.8%	5.5%	niet beschikbaar	
Ahold	NL	5.6%	5.6%	3.5%	4.9%
Air France-KLM	WRLD	4.5-5.5%	4.8-5.5%	3.5%	4.9%
Akzo Nobel	WRLD*	6.3%	5.7%	3.6%	4.8%
ArcelorMittal	WRLD	5.4-10.8%	5.2-10.8%	niet beschikbaar	
ASML	NL	bedrijfstakpensioenfonds		bedrijfstakpensioenfonds	
BAM Group	NL	5.7%	5.5%	bedrijfstakpensioenfonds	
Boskalis	WRLD*	5.2-6.5%	5.3-5.8%	bedrijfstakpf	4.8%
Corio	WRLD*	5.6%	5.5%	bedrijfstakpensioenfonds	
DSM	NL	5.8%	5.5%	3.6%	4.8%
Fugro	WRLD*	4.3-6.3%	4.7-5.9%	herverzekerd contract	
Heineken	NL	5.6%	5.5%	3.6%	4.8%
ING Group	WRLD	5.7%	5.6%	3.5%	4.8%
KPN	NL	5.2%	5.4%	4.0%	4.9%
Philips	NL	5.3%	4.8%	4.0%	4.6%
Randstad Holding	WRLD	3.3-6.0%	2.9-5.6%	3.4%	4.8%
Reed Elsevier	WRLD	6.2%	5.9%	3.5%	4.9%
Royal Dutch Shell	WRLD	5.7%	6.0%	3.6%	4.9%
SBM Offshore	WRLD	3.5%	3.5%	niet beschikbaar	
TNT	NL	6.1%	5.7%	4.0%	4.9%
TomTom	NL	geen toegezegd pensioen		geen toegezegd pensioen	
Unibail-Rodamco	NL	5.0%	5.3%	niet beschikbaar	
Unilever	NL	5.9%	5.5%	3.6%	4.8%
Wereldhave	WRLD	5.6-6.3%	5.2-5.8%	niet beschikbaar	
Wolters Kluwer	WRLD	5.8%	5.7%	3.6%	4.9%

**Figuur 3: Toelichting op de balans van TNT NV en Stichting Pensioenfonds TNT**

**TNT N.V.**

€ mln	2008	2007	2006	2005
Waarde pensioenactiva	4,057	4,721	4,602	4,179
Voorziening pensioenverplichting	3,549	4,010	4,468	4,502
<i>Rekenrente</i>	6.10%	5.70%	4.70%	4.30%
Ongerealiseerde actuariale winsten	253	-114	322	653
Pensioenkosten verstr. dienstjaren	29	34	39	53
<b>Netto overschot</b>	<b>790</b>	<b>631</b>	<b>495</b>	<b>383</b>

**Stichting Pensioenfonds TNT**

€ mln	2008	2007	2006	2005
Waarde pensioenactiva	3,854	4,505	4,490	4,109
Voorziening pensioenverplichting	4,143	3,186	3,332	3,407
<i>Rekenrente</i>	3.98%	4.92%	4.33%	3.75%
Dekkingsgraad	93.0%	141.4%	134.7%	120.6%
<b>Netto overschot</b>	<b>-289</b>	<b>1,319</b>	<b>1,221</b>	<b>762</b>

**Figuur 4: Toelichting op de balans van Koninklijke Ahold NV en Stichting Ahold Pensioenfond**

**Koninklijke Ahold N.V.**

€ mln	2008	2007	2006	2005
Waarde pensioenactiva	1,931	2,689	2,602	2,222
Voorziening pensioenverplichting	1,817	2,105	2,318	2,521
<i>Correctie voor verkoop Schuitema</i>	-	1,773	-	-
<i>Rekenrente</i>	5.60%	5.60%	4.70%	4.00%
Ongerealiseerde actuariale winsten	-2	-625	-466	41
<b>Netto overschot</b>	<b>112</b>	<b>-41</b>	<b>-182</b>	<b>-258</b>

**Stichting Ahold Pensioenfond**

€ mln	2008	2007	2006	2005
Waarde pensioenactiva	1,796	2,212	2,153	1,830
Voorziening pensioenverplichting	1,762	1,303	1,396	1,361
<i>Rekenrente</i>	3.50%	4.85%	4.25%	3.75%
Dekkingsgraad	101.9%	169.7%	154.3%	134.4%
<b>Netto overschot</b>	<b>34</b>	<b>908</b>	<b>757</b>	<b>469</b>

---

<sup>1</sup> Uitzonderingen hierop kunnen zijn *private equity* en direct vastgoed, waarvoor taxaties door experts vaak de basis vormen voor de waardering.

<sup>2</sup> Zie Swinkels (2005) voor een meer gedetailleerde beschrijving van de werking van renteswaps.

<sup>3</sup> De gemiddelde looptijd van de obligaties in deze index is 12 jaar. Hierdoor kan de iBoxx reeks het beste worden vergeleken met de zero-coupon curve met een looptijd van 12 jaar, zoals in figuur 1 is weergegeven.

<sup>4</sup> Dit komt overeen met het onderzoek van Lane Clarke & Peacock, waarin zij de grootste 100 ondernemingen uit de wereld onderzoeken met betrekking tot hun aannames omtrent hun pensioenregelingen in 2008. Uit Nederland zit alleen Unilever in die steekproef.

<sup>5</sup> TNT biedt ook pensioenregelingen aan via Stichting Pensioenfonds TNT Postbezorgers. Aangezien dit pensioenfonds slechts een omvang heeft van € 6,3 mln wordt het in deze analyse buiten beschouwing gelaten.

<sup>6</sup> In de Richtlijn RJ 271.3 is het risico dat de onderneming loopt met haar pensioenregeling iets genuanceerd om meer recht te doen aan de voor Nederland specifieke manier van risicodeling tussen onderneming, werknemer, en gepensioneerde. In de richtlijn staat de daadwerkelijke verplichting van de onderneming centraal; zie ook RJ Uiting 2009-6 op [www.rjnet.nl](http://www.rjnet.nl). Beursgenoteerde ondernemingen blijven verplicht om IFRS toe te passen, RJ 271.3 geldt alleen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Swinkels (2006) laat zien dat een aantal ondernemingen in het jaarverslag aangeven dat de oorzaak van het omzetten van hun pensioenregeling van defined benefit naar defined contribution te maken heeft met de invoering van nieuwe verslaggevingsregels omtrent pensioenen onder IFRS.