



zal normaliseren, waardoor het pensioentekort alleen maar groter wordt.

#### TIKKENDE TIJDBOMMEN

Naast de disconteringsrente, die gebruikt wordt voor de berekening van de verplichtingen, is het verwachte rendement van belang voor de jaarlijkse pensioenkosten. Bedrijven zijn opvallend genoeg redelijk vrij in de keuze van het verwachte rendement van hun pensioenfonds. Een hoog verwacht rendement heeft als voordeel dat de pensioenkosten kunstmatig laag gehouden kunnen worden. Immers, er is op papier minder premie nodig om het gewenste eindkapitaal bijeen te sparen. Dit vergroot natuurlijk wel het risico dat het rendement niet gehaald wordt en het bedrijf dus het verschil moet bijstorten.

Bijvoorbeeld het pensioenfonds van TNT rekent met een verwacht rendement van 7,9 procent op zijn portefeuille, terwijl Heineken met 5,3 procent rekent. Het is niet aannemelijk dat op voorhand het pensioenfonds van TNT in de toekomst zoveel beter belegt dan dat van Heineken. Had TNT gerekend met het verwachte rendement van Heineken dan waren de pensioenkosten meer dan verdrievoudigd op jaarbasis.

Eerder maakte superbelegger Warren Buffett zich al boos over de hoge verwachte rendementen van pensioenfonds. In de Verenigde Staten is een verwacht rendement van 8 procent op jaarbasis eerder re-

gel dan uitzondering. Hij sprak vorig jaar in zijn brief aan aandeelhouders dan ook over “de lange lont van de tikkende tijdbommen die pensioenen heten”.

#### RODELANTAARNDRAGERS

SNSSecurities heeft onlangs de Nederlandse beursfondsen gescreend op het risico van de pensioentekorten. Alle bedrijfspensioenfonds blijken zwaar te lijden onder de kredietcrisis. Gemiddeld is de dekkingsgraad binnen een jaar hard gedaald van een comfortabele 141 procent tot een schamele 104 procent eind november 2008. Maar er zijn grote verschillen tussen de beursfondsen. Het pensioenfonds van Philips zou volgens SNS nog boven de vereiste ratio's te liggen, terwijl alle andere fondsen in het rood gekomen zijn.

Boven aan de zwarte lijst staat Océ. Volgens SNS heeft het pensioenfonds Océ momenteel slechts een dekkingsgraad van 88,9 procent, terwijl in het geval van Océ minimaal 123 procent vereist is. Het verschil van 182,7 miljoen euro is door SNS berekend op 61,5 procent van de beurswaarde. Door de recente verdere daling van het aandeel is het inmiddels zelfs opgelopen tot 82,3 procent. Dit is voor beleggers in Océ een zeer ongewenste situatie: zij staan niet te wachten op beleggen in pensioenrisico's boven op de risico's van de reeds zeer wisselvallige markt voor kopieermachines.

Ook Super de Boer, DSM en TNT hebben een relatief hoog tekort. De top vijf van SNS wordt gecompenseerd door ING, die in absolute getallen de koploper is met een tekort van 1,3 miljard euro. Op zich hoeft dit op korte termijn nog geen problemen te geven, maar als de beurs niet snel herstelt, zullen de pensioenuitgaven voor de betreffende bedrijven fors stijgen. SNS heeft ook gekeken bij welke beursfondsen het effect van de verwachte daling van de rente op bedrijfsobligaties het grootst is. Met name Océ, Heijmans, Bam, Wavin en AMG blijken hiervoor grote exposure te hebben. Dit zijn niet toevallig ook de beursfondsen waarvan de beurswaarde het afgelopen jaar fors is gedaald.

#### HELDERE UITLEG GEWENST

Mede dankzij de hoge risicopremies op bedrijfsobligaties zal de grootste pijn in de komende jaarcijfers nog wel even uitblijven. Door het zeer complexe karakter van de pensioenregelingen en de grote vrijheid bij de verschillende boekhoudkundige aannames is de kans groot dat de beursfondsen de pensioenproblemen voor zich uit zullen schuiven, in de hoop dat ondertussen de beurs weer herstelt. Hoewel pensioenopbouw een zaak van de lange termijn is, zouden beursfondsen er goed aan doen om beleggers op korte termijn helder uit te leggen welke risico's ze werkelijk lopen. ■