

De invloed van een verandering in de IAS 19-disconteringsvoet op de jaarrekening

Coen A. Arnold

SAMENVATTING In deze bijdrage wordt verslag gedaan van een onderzoek naar (a) de bepalingen van IAS 19 Employee Benefits inzake de te hanteren disconteringsvoet voor de waardering van toegezegde-pensioenverplichtingen ('defined-benefit plans', DB), (b) de verschillen in benaderingen waarmee in de actuariële praktijk de disconteringsvoet wordt bepaald en (c) de gevolgen van een wijziging in de disconteringsvoet voor de jaarrekening. Geconcludeerd wordt dat IAS 19 ruimte biedt om de disconteringsvoet op diverse wijzen vast te stellen. In de actuariële praktijk worden methoden gehanteerd die tot aanzienlijke verschillen in de op basis van IAS 19 toegepaste disconteringsvoet (kunnen) leiden. Om inzicht te verschaffen in hoeverre ondernemingen door de keuze van de te hanteren disconteringsvoet (of actuariel adviesbureau) het eigen vermogen en/of resultaat (kunnen) beïnvloeden, is onderzoek gedaan naar de jaarrekening van ondernemingen die per ultimo 2012 aan de Amsterdam Stock Exchange (AEX) waren genoteerd. Uit het onderzoek blijkt dat bijna alle AEX-fondsen die informatie verstrekken over gevoeligheid van de pensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet, een disconteringsvoet hanteren die zich bevindt op of aan de bovenkant van de range die ultimo 2012 werd geadviseerd door actuariële bureaus. Dat kan wijzen op een tendentie bij die ondernemingen om het effect van DB-regelingen op de jaarrekening te beperken. Aan de hand van deze jaarrekeningen is vervolgens het (maximale) effect van het gebruik van een andere (i.c. laagste) disconteringsvoet onderzocht. Geconcludeerd wordt dat het hanteren van de laagste disconteringsvoet in de markt bij deze ondernemingen tot een toename van de pensioenverplichting van in totaal 25 miljard euro zou leiden -voor alle AEX-fondsen wordt dit geschat op een kleine 35 miljard- en dientengevolge tot een verlaging van het eigen vermogen met gemiddeld circa 16%. Het effect op de pensioenlasten wordt geschat op een toename van gemiddeld 30%. Een eventueel belastingeffect is hierbij buiten beschouwing gelaten. Gebruikers van jaarrekeningen dienen zich te realiseren dat de disconteringsvoet door ondernemingen als mogelijk 'sturingsinstrument' van solvabiliteit en resultaat kan worden gehanteerd. In dat kader is het positief dat de nieuwe IAS 19 (2011) informatie vereist over de gevoeligheid van de pensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet.

Om echter recht te doen aan de doelstelling van de International Financial Reporting Standards (IFRS) – het verstrekken van informatie op gelijke grondslagen om ondernemingen te kunnen vergelijken – is het wenselijk dat de IAS 19-bepalingen inzake de vaststelling van de disconteringsvoet nader worden verduidelijkt, bijvoorbeeld door de IFRS Interpretatie Committee (IFRS IC).

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Opstellers, gebruikers en controleurs van jaarrekeningen kunnen dit artikel gebruiken om inzicht te krijgen in de bepalingen van IAS 19 inzake de disconteringsvoet en de benaderingen die in de actuariële praktijk worden gehanteerd om deze vast te stellen. Verder kunnen zij met dit artikel een inschatting maken van de invloed die een alternatieve disconteringsvoet heeft op de door hen op te stellen, te gebruiken en te controleren jaarrekeningen.

1 Inleiding

Een schattingsvariabele die een belangrijke invloed op de jaarrekening kan hebben is het rentepercentage waarmee de brutoverplichting van pensioenregelingen waarin een uitkering wordt toegezegd (zogenaamde toegezegd-pensioenregelingen of 'defined benefit plans', hierna DB) contant wordt gemaakt (hierna: disconteringsvoet). Voor pensioenregelingen waarin een bijdrage wordt toegezegd (de zogenaamde toegezegde-bijdrageregelingen of 'defined contribution plans', DC) wordt geen brutopensioenverplichting verwerkt en is het rentepercentage derhalve niet relevant. Met de nieuwe IAS 19 Employee Benefits (hierna: 'IAS 19') (IASB, 2011b) is het belang van een juiste vaststelling van de disconteringsvoet voor de resultaatbepaling groter geworden. Volgens IAS 19 is de disconteringsvoet immers niet alleen de basis voor de bepaling

van de pensioenvoorziening in de balans en de daaruit volgende interestlast in de winst-en-verliesrekening, maar ook voor de in de winst-en-verliesrekening te verwerken interestbaten op de fondsbeleggingen. Verschillen in disconteringsvoet primo boekjaar en de werkelijke disconteringsvoet ultimo boekjaar, zowel op de brutopensioenverplichting als op de fondsbeleggingen, worden aangemerkt als 'remeasurements', die volgens IAS 19 in 'other comprehensive income' (OCI) dienen te worden verwerkt. De nieuwe IAS 19 *Employee Benefits* dient te worden toegepast op boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2013.

Uit onderzoek van Arnold en Van Santen (2012) bleek dat vrijwel alle internationaal opererende concerns DB-regelingen hebben. Met betrekking tot de door ondernemingen gehanteerde disconteringsvoet voor het constant maken van pensioenverplichtingen bleken er in de onderzochte jaarrekening 2011 verschillen te bestaan. In dit artikel wordt ingegaan op de vraag in hoeverre IAS 19 vrijheidsgraden geeft in de vaststelling van de disconteringsvoet en indien daarvan sprake is, in hoeverre ondernemingen door de keuze van de te hanteren disconteringsvoet het eigen vermogen en of resultaat kunnen beïnvloeden.

Gepubliceerde resultaten van empirisch onderzoek in Nederland naar de verslaggeving van toegezegd-pensioenregelingen betreft veelal de toepassing van bestaande regelgeving, zoals de 'oude' IAS 19. Genoemd kan worden het onderzoek van De Feijter en Schoonderbeek (2008) en Van de Broek en Siesling (2009). Met de nieuwe IAS 19 zijn diverse onderzoeken verschenen die het effect van de nieuwe regels illustreren. Genoemd kunnen worden het onderzoek van Arnold en Van Santen (2012) en Ter Hoeven en Thalen (2012). Het in dit artikel beschreven onderzoek draagt verder bij aan de literatuur door een inschatting te geven van de invloed van een verandering in de disconteringsvoet op het eigen vermogen en resultaat.

Paragraaf 2 beschrijft de bepalingen van IAS 19 inzake de vaststelling van de disconteringsvoet en de recente verduidelijkingen van de IFRS Interpretations Committee in dit verband. In deze paragraaf wordt ook ingegaan op de ratings die internationale kredietratingbureaus hanteren ten aanzien van ondernemingsobligaties en de rol die deze ratings spelen in de waardering van pensioenverplichtingen volgens IFRS. Vervolgens worden in paragraaf 3 enkele in de actuariële praktijk gehanteerde benaderingen in de vaststelling van de disconteringsvoet behandeld, waarna in paragraaf 4 de invloed van deze verschillende benaderingen op de jaarrekening 2012 van AEX fondsen wordt aangegeven. Paragraaf 5 sluit af met een samenvatting en conclusies.

2 De disconteringsvoet volgens IAS 19

2.1 Inleiding

Volgens IAS 19 (IASB, 2011b) dient de disconteringsvoet te worden gebaseerd op het marktrendement op balansdatum van hoogwaardige ondernemingsobligaties (IAS 19.83). In landen waarin geen diepe markt voor hoogwaardige ondernemingsobligaties bestaat dient het marktrendement op de balansdatum van overheidsobligaties¹ te worden gebruikt.

IAS 19 paragraaf 84 stelt dat de disconteringsvoet de tijdswaarde van het geld dient te weerspiegelen, maar niet het actuariële of beleggingsrisico. Ook mag de disconteringsvoet niet bevatten het ondernemings specifieke kredietrisico dat wordt gedragen door de crediteuren van de onderneming, noch mag het bevatten dat ervaringen in de toekomst kunnen verschillen van actuariële veronderstellingen.

In paragraaf 85 van IAS 19 is verder aangegeven dat de disconteringsvoet het geschatte moment waarop de pensioenen zullen worden betaald weerspiegelt. Hierbij kan voor de verschillende betaalmomenten de daarbij behorende disconteringsvoet worden gehanteerd om de pensioenbetalingen contant te maken. IAS 19 geeft echter ook de mogelijkheid om één (contant gemaakte) gewogen gemiddelde disconteringsvoet te hanteren die de geschatte timing en het geschatte bedrag van de betalingen weerspiegelt. Deze factor wordt in de praktijk ook wel aangeduid met term 'duration', die tevens een indicatie is van de rentegevoeligheid van de pensioenverplichting.

In sommige gevallen is het mogelijk dat de markt voor obligaties met een langere looptijd – de looptijd die overeenstemt met de geschatte looptijd van alle pensioenbetalingen – van onvoldoende omvang ('diep') is. In dergelijke gevallen dient een onderneming volgens IAS 19 paragraaf 86 de huidige markttarieven met de gepaste looptijd te hanteren om de betalingen op kortere termijn te disconteren, en dient de disconteringsvoet voor langere looptijden te worden geschat door de huidige markttarieven over de rendementscurve te extrapoleren. Daarbij merkt de International Accounting Standards Board (hierna IASB) op dat zij het onwaarschijnlijk acht dat de totale contante waarde van de brutopensioenverplichting bijzonder gevoelig zal zijn voor de disconteringsvoet die wordt toegepast op het deel van de vergoedingen dat verschuldigd is na het verstrijken van de looptijd van de beschikbare ondernemingsobligaties. Evenals andere actuariële veronderstellingen dient de disconteringsvoet onbevooroordeeld ('unbiased') te zijn, oftewel noch onvoorzichtig noch overmatig conservatief (IAS 19.77).

Opgemerkt wordt dat vorengenoemde bepalingen ongewijzigd zijn gebleven ten opzichte van IAS 19 (2004) (paragraaf 78-81).

2.2 Elementen van de disconteringsvoet volgens IAS 19

2.2.1 Inleiding

Uit de in paragraaf 2.1 genoemde IAS 19-bepalingen kunnen de volgende elementen bij de vaststelling van de disconteringsvoet (voor belasting²) per balansdatum worden afgeleid. De disconteringsvoet dient te worden gebaseerd op:

- a. het marktrendement...
- b. van hoogwaardige...
- c. ondernemingsobligaties...
- d. in een diepe markt (waarbij extrapolatie voor lange looptijden is toegestaan)...
- e. zonder actuarieel, beleggings- en kredietrisico verbonden aan de onderneming (sponsor) zelf...
- f. met voorwaarden zoals kasstromen, valuta en looptijd, die overeenkomen met de betalingen van de pensioenverplichting (waarbij het hanteren van een enkele disconteringsvoet is toegestaan).

In 2009 heeft de IASB getracht een aantal onduidelijkheden in deze bepalingen op te lossen door de publicatie van een Exposure Draft: "Discount Rate for Employee Benefits" (IASB, 2009). Op grond van de vele negatieve reacties heeft de IASB geconcludeerd om niet verder te gaan met deze ED en in een geplande fundamentele herziening van IAS 19 de bepalingen inzake de disconteringsvoet te heroverwegen. In 2011 heeft de IASB echter besloten om een fundamentele herziening van IAS 19 niet als prioriteitsproject aan te merken (IFRS IC, 2013a). In de tweede helft van 2012 hebben de onduidelijkheden en de ontwikkelingen op de financiële markten enkele marktpartijen ertoe gebracht om de IFRS Interpretations Committee (hierna: IFRS IC) nadere guidance over de vaststelling van de IAS 19 disconteringsvoet te vragen.

In de navolgende paragrafen 2.2.2 tot en met 2.2.7 worden vorengenoemde elementen (a) tot en met (f) nader behandeld, mede aan de hand van voorlopige conclusies van de IFRS IC, die in februari 2013 door de IASB zijn bevestigd.

2.2.2 'Marktrendement'

'Markt'

Een eerste eigenschap waaraan de disconteringsvoet volgens IAS 19 moet voldoen is dat deze waarneembaar is in – oftewel afgeleid wordt van – een 'markt'. In de praktijk wordt aangenomen dat het hanteren van een 'mandje' van ondernemingsobligaties samengesteld uit data van financiële databases zoals Markit Iboxx of Bloomberg, ook onder 'markt' valt. Hierbij wordt steeds minder gebruik gemaakt van door Markit Iboxx of Bloomberg zelf samengestelde mandjes of 'indexen'. In toenemende mate stellen ondernemingen

en/of hun actuarissen met de brondata van Markit Iboxx of Bloomberg zelf mandjes samen, om zo beter rekening te (kunnen) houden met wijzigingen in marktomstandigheden of de specifieke risico's verbonden aan de pensioenverplichting van de onderneming. Als voorbeeld kan worden genoemd aanpassingen ten opzichte van de uit Bloomberg of Markit Iboxx ontleende obligaties met uitzonderlijke rendementen (eliminatie van 'outliers'). Een dergelijke benadering lijkt te passen binnen IAS 19 onder de voorwaarde dat de aanpassingen op een betrouwbare en consistente basis plaatsvinden. Verwezen wordt naar paragraaf 3.

'Rendement'

Het tweede element betreft 'rendement', oftewel de prijs van een obligatie. De vraag kan worden gesteld welke 'prijs' hiermee wordt bedoeld. Obligaties kennen een biedprijs ('bid price': de prijs die een koper bereid is te betalen), een laatprijs ('ask price': de prijs die een verkoper bereid is te accepteren) en een prijs die ligt in de range van de bied- en laatprijs, hetgeen het gemiddelde daarvan kan zijn ('mid price'). Het verschil tussen beide prijzen wordt wel aangeduid met de 'bid-ask spread'. Deze spread is gerelateerd aan liquiditeit oftewel 'diepte' van de markt (zie paragraaf 2.2.5). Een zeer liquide markt kent een relatief lage, een weinig liquide markt een relatief hoge 'bid-ask spread'.

Obligaties vallen onder de definitie van financiële instrumenten volgens IAS 39. IAS 39 schreef voor dat de reële waarde van obligaties die vallen in de categorie financiële verplichtingen dient te worden bepaald uitgaande van de laatprijs (IAS 39.AG72). Het ligt voor de hand om ook in het kader van de waardering van de pensioenverplichting de prijs van de ondernemingsobligaties te baseren op de laatprijs. De nieuwe IFRS 13 Fair Value Measurement (IASB, 2011a) geeft de laatprijs als mogelijkheid, maar verplicht die niet. Opgemerkt wordt dat informatie over de laatprijs en de 'bid-ask spread' in beperkte mate beschikbaar is in Markit Iboxx of Bloomberg. In de praktijk is het niet ongebruikelijk om correcties (i.c. opslagen) aan te brengen op de beschikbare biedprijzen van ondernemingsobligaties of ondernemingsobligaties met hoge 'bid ask spreads' uit het mandje dat wordt samengesteld om de disconteringsvoet vast te stellen te elimineren. Verwezen wordt naar paragraaf 3.

2.2.3 'Hoogwaardig'

2.2.3.1 Inleiding

Het begrip 'hoogwaardig' is in IAS 19 niet nader omschreven. Wel is op grond van paragraaf 84 duidelijk dat in deze kwalificatie primair het kredietrisico verbonden aan de ondernemingsobligatie dient te worden overwogen³.

De overheersende praktijk door ondernemingen, actu- arissen en accountants is dat voor de interpretatie van ‘hoogwaardige’ ondernemingsobligaties wordt aange- sloten bij de door internationale kredietratingbureaus gehanteerde kwalificaties (IFRS IC, 2013a). Onder ‘hoogwaardig’ wordt in dit verband verstaan onderne- mingsobligaties die minimaal als AA (rating Standard&Poor’s) of Aa2 (rating Moody’s) zijn geclas- sificeerd. Waarschijnlijk heeft deze praktijk zijn oor- sprong gevonden in de opvatting van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission (SEC) die stelt dat de discount rate volgens SFAS 87/106 Employee Benefits – de standaard die de blauwdruk vormde van IAS 19 – gebaseerd dient te worden op het rendement van ondernemingsobligaties die door de ratingbureaus één van de twee hoogste ratings zijn toegekend (SEC Staff, 2010a). Vorengenoemd standpunt is ook door de Engelse standardsetter ingenomen.⁴

2.2.3.2 Kwalificatie (rating) van ondernemingsobligaties door kredietratingbureaus

Inleiding

Kredietratingbureaus houden zich bezig met de in- schatting van het kredietrisico verbonden aan specifie- ke transacties zoals obligatieleningen (zogenaaamde ‘is- sue credit rating’ of ‘bond credit rating’) uitgeven door ondernemingen (ondernemingsobligaties) en landen (staatsobligaties). Het kredietrisico in deze is de kans dat de verplichtingen (= contractuele kasstromen) uit hoofde van de obligatie niet worden voldaan.

Een obligatierating wordt door kredietratingbureaus veelal uitgevoerd op verzoek van de onderneming die de obligatie uitgeeft, vaak ook op diens kosten. Het toeken- nen van een rating gebeurt na een initieel onderzoek waarbij zaken als de financiële positie van de uitgeven- de onderneming, door derden of moedermaatschappij verstrekte garanties en rol van de onderneming in het concern worden beoordeeld. In veel gevallen vindt ver- volgens jaarlijks en op momenten dat daarvoor aanlei- ding is – bijvoorbeeld de rating van de uitgevende on- derneming zelf (‘issuer credit rating’) is gewijzigd – een herhaling van de rating-beoordeling plaats.

Afhankelijk van het ratingbureau wordt additionele informatie verschaft (‘credit watch list’), bijvoorbeeld in hoeverre het waarschijnlijk wordt geacht dat de on- dernemingsobligatie in de nabije toekomst een hoge- re, lagere of gelijkblijvende rating zal krijgen. Grote fi- nanciële gegevensbronnen zoals Bloomberg en Markit Iboxx nemen soms met vertraging de ratinginformatie van de ratingbureaus op in hun systemen. In de ac- tuariële praktijk is het niet ongebruikelijk dat hiermee, in de samenstelling van het mandje dat wordt gebruikt voor het afleiden van de disconteringsvoet, rekening

wordt gehouden. Verwezen wordt naar paragraaf 3.2.

Kredietratingbureaus

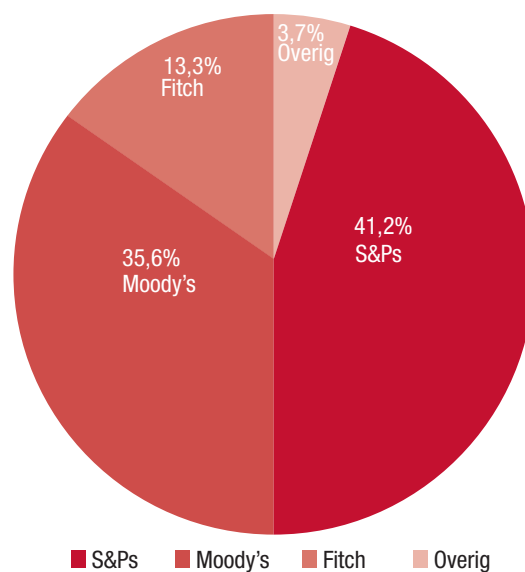
Kredietrating door kredietrating bureaus is in belangrijke mate een Amerikaanse aange- legenheid. De naar aantallen issue ratings 2012 geme- ten twee grootste ratingbureau’s zijn de Amerikaanse Standard & Poor’s (hierna: S&P’s) en Moody’s Investors Service (hierna: Moody’s). S&P’s en Moody’s zijn sa- men goed voor bijna 80% van de ‘ratingmarkt’. Num- mer drie in deze markt is de van oorsprong Engelse Fitch Group (hierna: Fitch). De rest van de markt is ver- deeld over verschillende partijen, waarvan de Canade- se Dominion Bond Rating Services (hierna: DBRS) en de Amerikaanse Duff&Phelps de grootste zijn. Voren- staande wordt geïllustreerd in figuur 1.

Rating-schalen van kredietratingbureaus

Bij een kredietrating van ondernemingsobligaties wordt het kredietrisico dat aan de obligatie verbonden is door de grote kredietratingbureaus uitgedrukt in een soort ‘rapportcijfer’, veelal in de vorm van een letter(combinatie) of letter-cijfer(combinatie). De door de verschillende ratingbureaus gehanteerde beoorde- lingsprocedure en (combinatie van) letters/cijfers is enigszins verschillend, met als gevolg dat dezelfde on- dernemingsobligatie verschillende ratings toegekend kan krijgen door verschillende kredietratingbureaus⁶. Voor de door de bureaus gehanteerde cijfer/ letter(combinaties) en daarbij behorende betekenis van de kredietratings wordt verwezen naar tabel 1.

In het vervolg van dit artikel worden de lettercombi- naties van S&P’s gehanteerd.

Figuur 1 De markt van internationaal opererende kredietrating bureaus op basis van aantal ratings 2012⁵



Tabel 1 Ratings van ondernemingsobligaties door internationale ratingbureaus

S&P's	Moody's	Fitch	DBRS	Omschrijving van de kredietkwaliteit van obligaties door ratingbureaus [1] [2]		
AAA	Aaa	AAA	AAA	‘Prime’/‘Lowest credit risk’ <i>(uitzonderlijke kwaliteit/laagst mogelijke kredietrisico)</i>	INVESTMENT GRADE	
AA+	Aa1	AA+	AA high	‘High grade’/‘Very low credit risk’ <i>(uitstekende kwaliteit/zeer laag kredietrisico)</i>		
AA	Aa2	AA	AA			
AA-	Aa3	AA-	AA low			
A+	A1	A+	A high	‘Upper medium grade’/‘Low credit risk’ <i>(goede kwaliteit/laag kredietrisico)</i>		
A	A2	A	A			
A-	A3	A-	A low			
BBB+	Baa1	BBB+	BBB high	‘Lower medium grade’/‘Moderate credit risk’ <i>(gemiddelde kwaliteit/matig kredietrisico)</i>		
BBB	Baa2	BBB	BBB			
BBB-	Baa3	BBB-	BBB low			
BB+	Ba1	BB+	BB high	‘Speculative’/‘Significant credit risk’ <i>(speculatief/label, significant kredietrisico)</i>	SPECULATIVE GRADE	
BB	Ba2	BB	BB			
BB-	Ba3	BB-	BB low			
B+	B1	B+	B high			‘Highly speculative’/‘High credit risk’ <i>(zeer speculatief/hoog kredietrisico)</i>
B	B2	B	B			
B-	B3	B-	B low			
CCC+	Caa1	CCC	CCC			‘Extreme speculative’/‘Very high credit risk’ <i>(extreem speculatief/zeer hoog kredietrisico)</i>
CCC	Caa2		CC			
CCC-	Caa3		C high			
CC	Ca		C			
C			C low			
D	C-	DDD	D	‘Default’/‘Highest possible credit risk’ <i>(niet-nakoming staat vast)</i>		
	-	DD				
	-	D				

Noten

[1] De door de verschillende ratingbureaus gehanteerde terminologie is voor vergelijkingsdoeleinden enigszins aangepast.

[2] Kwalificaties betreffen de zogenaamde 'long term ratings', oftewel de inschatting van de kredietwaardigheid van de ondernemingsobligatie over een periode van meer dan 12 maanden. Voor 'short term credit ratings' worden andere letter- en of letter-cijfercombinaties gehanteerd.

2.2.3.3 IFRS Interpretations Committee inzake 'hoogwaardig'

In oktober 2012 is de IFRS IC, mede vanuit de actuariële praktijk, verzocht nadere guidance te verstrekken over wat als 'hoogwaardige' ondernemingsobligaties moet worden aangemerkt volgens IAS 19. De stelling van de indiener was dat de markt van AA en hoger gekwalificeerde ondernemingsobligaties, mede als gevolg van de financiële crisis, de afgelopen jaren sterk is verminderd (IFRS IC, 2012). Een daarop gebaseerde disconteringsvoet kan volgens de indiener niet als (betrouwbare) 'vertegenwoordiger' van het markttrendement worden gezien en dat rechtvaardigde de vraag of als A-geclassificeerde onderne-

mingsobligaties (ook) niet als 'hoogwaardig' in het kader van IAS 19 zijn aan te merken (IFRS IC, 2012). De IFRS IC heeft in januari 2013 geconcludeerd dat hoogwaardig niet betekent een obligatie zonder kredietrisico (risicovrij); het gaat om ondernemingsobligaties met 'minimal' of 'very low' kredietrisico (IFRS IC, 2013b). De IASB heeft in februari 2013 ingestemd met deze conclusie en de IFRS IC verzocht na te gaan of nadere specificering mogelijk is (IASB, 2013).

Deze omschrijving van de IFRS IC sluit vrij nauw aan bij de door de grote kredietratingbureaus gehanteerde omschrijving van het kredietrisico verbonden aan AAA- res-

Tabel 2 IFRS IC interpretatie van 'hoogwaardig' en de ratings door ratingbureaus

S&P's	Moody's	Fitch	DBRS	Omschrijving kwaliteit obligatie door ratingbureaus	Door IFRIC omschreven krediet-risico verbonden aan obligatie
AAA	Aaa	AAA	AAA	'Lowest credit risk' (prime) (laagst mogelijke kredietrisico)	'Minimal credit risk'
AA+	Aa1	AA+	AA high	'Very low credit risk' (zeer laag kredietrisico)	'Very low credit risk'
AA	Aa2	AA	AA		
AA-	Aa3	AA-	AA low		
A+	A1	A+	A high	'Low credit risk' (laag kredietrisico)	Kredietrisico niet 'minimal' en 'very low'
A	A2	A	A		

Tabel 3 Diepte van de markt van ondernemingsobligaties in de Eurozone ultimo 2012

S&P's rating	A	AA	AAA	AA+AAA
n= aantal	n	n	n	n
Opgenomen in Markit Iboxx	618	130	3	133
Opgenomen in Bloomberg	710	305	37	342

pectievelijk AA-rated ondernemingsobligaties. Hierbij wordt opgemerkt dat de overheersende praktijk is dat de laagste kwalificatie in de range (AA-) doorgaans niet als hoogwaardig wordt aangemerkt. De IFRS IC maakt duidelijk dat als A-geclassificeerde⁷ ondernemingsobligaties niet kunnen worden aangemerkt als 'hoogwaardig' in het kader van IAS 19. Dit is geïllustreerd in tabel 2.

Vorenstaande betekent overigens niet dat informatie van A-gekwalficeerde ondernemingsobligaties niet gehanteerd kan worden. Indien bijvoorbeeld voor langere looptijden een beperkte hoeveelheid AA-rated ondernemingsobligaties beschikbaar is, kan een 'top down'-benadering worden gehanteerd (zie paragraaf 2.2.6). Het resultaat van deze benadering dient echter wel te zijn dat in de disconteringsvoet uitsluitend kredietrisico wordt meegenomen dat als minimaal of zeer laag is aan te merken.

2.2.4 'Ondernemingsobligaties'

Het begrip 'ondernemingsobligaties' is in IAS 19 niet nader omschreven. Wel worden 'ondernemingsobligaties' onderscheiden van 'overheidsobligaties' (IAS 19.83). De inhoud van het begrip ondernemingsobligaties is primair relevant in de context van de eis in IAS 19 dat de markt van ondernemingsobligaties 'diep' moet zijn (zie paragraaf 2.2.5). Voor de Eurozone wordt in de praktijk overwegend geconcludeerd dat de markt van vastrentende ondernemingsobligaties ('fixed rate bonds') en renteloze ondernemingsobligaties ('zero coupon bonds') van voldoende omvang ('diep') is. De vraag of onder ondernemingsobligaties ook andere dan genoemde obligaties

moet worden verstaan, zoals ondernemingsobligaties met bijzondere voorwaarden c.q. opties (conversierecht, recht op vervroegde aflossing etc.), is dan niet relevant. In de praktijk worden dergelijke ondernemingsobligaties veelal geëlimineerd uit het 'mandje' (zie paragraaf 3) mede op grond van de overweging dat de opties tot een 'verstoring' van het marktrendement leiden.

2.2.5 'Diepe markt'

IAS 19 geeft geen definitie noch aanwijzingen wat moet worden verstaan onder 'diepe markt'. Het IASB Expert Advisory Panel (2008, p. 10) maakt in zijn rapport "Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active" duidelijk dat een 'diepe' markt moet worden onderscheiden van een 'actieve' markt. Een 'actieve' markt refereert primair aan de hoeveelheid verhandelde obligaties ('trading activity'), terwijl een 'diepe' markt refereert aan het geheel van de obligaties in de markt, oftewel de omvang (liquiditeit) van de markt. Voor een illustratie van de omvang van de markt – in aantallen – van vastrentende en renteloze ondernemingsobligaties in de Eurozone, wordt verwezen naar tabel 3.

Voor wat betreft de ontwikkeling in de markt kan uit cijfers ontleend aan Markit Iboxx worden geconcludeerd dat de omvang van de markt van als AA- en AAA-geclassificeerde obligaties, gebaseerd op aantallen, sinds 1993 nauwelijks is gewijzigd (1993: 140, 2012: 133). Gebaseerd op nominale bedragen maakten de AA en AAA ondernemingsobligaties gezamenlijk echter 58% (de als A-geclassificeerde derhalve 42%) van de totale markt uit, tegen 15% (A-geclassificeerde: 85%) ultimo 2012.

Voor de Eurozone is tot heden in de praktijk overwegend geconcludeerd dat de markt voor (vastrentende en renteloze) ondernemingsobligaties van voldoende omvang ('diep') is. In dit verband wordt opgemerkt dat IAS 19 de mogelijkheid geeft om in het geval de omvang van de markt voor langlopende ondernemingsobligaties te beperkt wordt geacht, het marktrendement voor langlopende pensioenverplichtingen af te leiden

(‘extrapoleren’) uit het marktrendement van ondernemingsobligaties met een kortere looptijd waarvan de marktomvang wel voldoende wordt geacht. In de actuariële praktijk is extrapolatie een veel gehanteerde benadering om de disconteringsvoet voor langlopende pensioenverplichtingen af te leiden (zie paragraaf 3).

2.2.6 Geen actuariële, beleggings- en kredietrisico verbonden aan onderneming (sponsor) zelf

Het IFRS IC (2013a) maakte in zijn vergadering van januari 2013 duidelijk dat:

- de doelstelling voor het bepalen van de disconteringsvoet is weergegeven in IAS 19.84 (‘de disconteringsvoet dient de tijdswaarde van het geld te weerspiegelen, maar niet het actuariële of beleggingsrisico en het kredietrisico verbonden aan de onderneming zelf’) en IAS 19.83 daarvan als uitwerking moet worden gezien; en
- het niet mogen meenemen van actuariële, beleggings- en kredietrisico verbonden aan de uitgevende onderneming zelf niet betekent dat de disconteringsvoet moet worden gebaseerd op een risicovrije rente; en
- een redelijke interpretatie van ‘hoogwaardig’ is ondernemingsobligaties met minimaal of zeer laag kredietrisico (zie paragraaf 2.2.3.3).

Vorenstaande refereert aan een disconteringsvoet die is opgebouwd uit componenten. Conceptueel bestaat een disconteringsvoet uit twee componenten: (1) een risicovrije rentevoet en (2) een risico-opslag. Het onderscheiden van deze twee elementen is gebruikelijk in waardevraagstukken onder IFRS, zoals ter zake van bijzondere waardeverminderingen (‘impairments’) van vaste activa (IAS 36) en waardering van financiële instrumenten (IAS 39). In de praktijk is een dergelijke opbouw van de disconteringsvoet (‘yield curve approach’) ook voor pensioenverplichtingen gangbaar (KPMG, 2013a).

In dit kader onderkent de IFRS IC (2013c) twee varianten: (1) ‘bottom up’ en (2) ‘top-down’. In eerstgenoemde variant wordt de risico-opslag voor hoogwaardige ondernemingsobligaties bepaald vanuit het rendement van minimaal AA-gekwalficeerde ondernemingsobligaties, terwijl in een ‘top down’-benadering de risico-opslag wordt afgeleid (lees: naar beneden aangepast) van de risico-opslag verbonden aan A-gekwalficeerde ondernemingsobligaties.

In de Basis of Conclusions maakt de IASB overigens duidelijk dat het afleiden van de risico-opslag uit de risico’s verbonden aan de aan de pensioenverplichting ‘gerelateerde’ fondsbeleggingen niet aanvaardbaar is (IAS 19.BC134). Eveneens is het niet aanvaardbaar om de risico-opslag te baseren op langetermijnhistorische gemiddelde rendementen (IAS 19.BC135).

2.2.7 Voorwaarden van de ondernemingsobligaties dienen overeen te komen met die van de pensioenverplichting

De disconteringsvoet dient het geschatte moment waarop de pensioenen zullen worden betaald te weerspiegelen (IAS 19.85). Hierbij kan voor de verschillende betaalmomenten de daarbij behorende disconteringsvoet worden gehanteerd om de pensioenbetalingen contant te maken. Voor zover voor de verderweg liggende betaalmomenten geen disconteringsvoet beschikbaar is, kan de disconteringsvoet voor deze langere looptijden worden geschat door te extrapoleren (IAS 19.86). IAS 19 geeft verder ook de mogelijkheid om één gewogen gemiddelde disconteringsvoet te hanteren die de geschatte timing en het geschatte bedrag van de betalingen weerspiegelt. De disconteringsvoet dient te worden vastgesteld aan de hand van hoogwaardige ondernemingsobligaties in dezelfde valuta als waarin de pensioenbetalingen plaatsvinden. In de praktijk wordt het aanvaardbaar geacht als een onderneming pensioenbetalingen doet in een land waar geen sprake is van een diepe markt (zie paragraaf 2.2.5) voor hoogwaardige ondernemingsobligaties, deze te baseren op het marktrendement van hoogwaardige ondernemingsobligaties in andere landen die dezelfde valuta delen. Zo wordt in het algemeen de disconteringsvoet door in de EU opererende ondernemingen afgeleid uit het marktrendement van alle in Euro (Eurozone) genoteerde hoogwaardige ondernemingsobligaties.

3 Benaderingen in het vaststellen van de disconteringsvoet

3.1 Inleiding

Tot het begin van de financiële crisis in 2008 was het in de Eurozone niet ongebruikelijk dat ondernemingen – en hun actuariële adviseurs – de IAS 19-disconteringsvoet op een praktische wijze rechtstreeks ontleenden aan een index (‘mandje’) met hoogwaardige ondernemingsobligaties die door grote financiële databases zelf werden samengesteld (IAA, 2012, p. 275). Genoemd kunnen worden de “EUR Corporates AA 10+”-index van Markit Iboxx⁸ en de “EUR Composite AA no. F667” van Bloomberg⁹. De desbetreffende indexen werden in de actuariële praktijk gezien als vertegenwoordiging van het marktrendement van hoogwaardige ondernemingsobligaties. Mede als gevolg van de ontwikkelingen op financiële markten zijn actuariële bureaus vanaf 2008 echter meer nadruk gaan leggen op de ontwikkeling van eigen benaderingen om de IAS 19-disconteringsvoet te bepalen. Deze benaderingen omvatten doorgaans ten minste de volgende stappen:

1. *Samenstellen van een mandje met relevante hoogwaardige ondernemingsobligaties.*

Dit betreft het proces van selectie van de obligaties die de basis gaan vormen voor vaststelling van de IAS 19-disconteringsvoet; en

2. Het afleiden van de disconteringsvoet uit het mandje met geselecteerde hoogwaardige ondernemingsobligaties.

Aan de hand van de rendementen ('yields') van de obligaties die in het mandje zijn opgenomen een grafiek (rente- of rendementscurve) wordt afgeleid ('yield curve fitting').

In plaats van het volledig elimineren van obligaties (stap 1) komt het ook voor dat bepaalde correcties, bijvoorbeeld in verband met illiquiditeit, worden aangebracht op het rendement van obligaties. In paragraaf 3.2 respectievelijk 3.3 wordt nader ingegaan op voren genoemde stappen. In paragraaf 3.4 wordt de invloed van enkele selectiebenaderingen (stap 1) geïllustreerd.

3.2 Stap 1 - Samenstellen van het mandje met relevante hoogwaardige ondernemingsobligaties

3.2.1 Gegevensbronnen

De eerste stap in het samenstellen van het mandje met relevante hoogwaardige ondernemingsobligaties is de selectie van de bron waaraan de financiële gegevens van de obligaties worden ontleend. Bekende gegevensbronnen zijn Markit Iboxx en Bloomberg. Enkele verschillen (per ultimo 2012) tussen deze databronnen zijn:

- Markit Iboxx (van de International Index Company, een dochteronderneming van de Deutsche Börse) publiceert op dagelijkse basis deels gratis financiële informatie via de website www.markit.com. De gegevens van Bloomberg zijn alleen via een speciale terminal beschikbaar en hiervoor dient te worden betaald.
- Markit Iboxx publiceert uitsluitend rentevoeten ('yield to maturities'), Bloomberg daarnaast ook rentecurves ('swap yield curves').
- Bloomberg beschikt over ratinginformatie van meer ratingbureaus dan Markit Iboxx.
- Bloomberg bevat zowel in omvang als aantallen meer AA- en hoger gekwalificeerde ondernemingsobligaties dan Markit Iboxx.
- Markit Iboxx bevat relatief meer AA- en hoger gekwalificeerde obligaties uitgegeven door financiële instellingen dan Bloomberg.
- Markit Iboxx voert wijzigingen door de ratingbureaus in de rating van ondernemingsobligaties slechts op één moment per maand door, in Bloomberg zijn dergelijke wijzigingen sneller beschikbaar.

3.2.2 Selectiecriteria voor het mandje van hoogwaardige ondernemingsobligaties

Zoals aangegeven stellen ondernemingen en actuariële bureaus uit de financiële gegevens van bijvoorbeeld Markit Iboxx of Bloomberg aan de hand van zelf geformuleerde criteria een mandje met hoogwaardige ondernemingsobligaties samen. Genoemd kunnen worden:

- a. elimineren van obligaties met een variabele rente en obligaties met 'bijzondere' voorwaarden (zoals converteerbare obligaties, vervroegd opvraagbare obligaties etc.);
- b. elimineren van ondernemingsobligaties met minder dan twee AA-ratings;
- c. elimineren van ondernemingsobligaties waarvan de rating is verlaagd ('downgraded') maar waarvan de verlagingen nog niet zijn doorgevoerd in/door de gehanteerde gegevensbronnen, of die door de ratingbureaus op een lijst ('watchlist') zijn gezet om mogelijk te worden verlaagd in kredietstatus;
- d. elimineren van ondernemingsobligaties met een belangrijk verschil tussen de bied- en laatprijs ('bid-ask spread'), waaronder het elimineren van ondernemingsobligaties met een kleine omvang;
- e. herweging van het aandeel in het mandje van ondernemingsobligaties in bepaalde sectoren;
- f. elimineren van ondernemingsobligaties met uitzonderlijke rendementen ('outliers').

Vorengenoemde selectiecriteria worden hierna nader behandeld.

Ad (a) Elimineren van obligaties met variabele rente en obligaties met bijzondere voorwaarden

Door de actuariële praktijk wordt voor de Eurozone veelal geconcludeerd dat de markt voor ondernemingsobligaties met vaste rente of zonder rente van voldoende omvang is (zie paragraaf 2.2.5) en worden andere obligaties, bijvoorbeeld die met bijzondere voorwaarden, buiten het mandje gehouden. Ondernemingsobligaties met vaste rente maar met andere dan jaarlijkse coupons (bijvoorbeeld halfjaarlijks) worden vaak niet uit het mandje geëlimineerd. Voor het effect van halfjaarlijkse betalingen wordt wel een correctie op het rendement toegepast.

Ad (b) Elimineren van obligaties met minder dan twee AA-ratings

De overheersende interpretatie in de praktijk van het begrip 'hoogwaardig' (zie paragraaf 2.2.3) is ondernemingsobligaties die gekwalificeerd zijn als AA en hoger. IAS 19 bepaalt niet expliciet of hierbij naar de kwalificatie van één of meerdere ratingbureaus moet worden gekeken. In de praktijk komen de volgende benaderingen voor:

- (i) de ondernemingsobligatie moet door ten minste twee van de ratingbureaus als (minimaal) AA zijn geclassificeerd;
- (ii) de ondernemingsobligatie bij ten minste bij één van de ratingbureaus als (minimaal) AA zijn aangemerkt;
- (iii) de rating van een ondernemingsobligatie bij een gekozen en consistent te hanteren ratingbureau (bijvoorbeeld de grootste S&P) dient (minimaal) AA te zijn.

Benadering (i) is gebaseerd op de gedachte dat IAS 19

een zekere consensus vereist in het oordeel van ratingbureaus over de hoogwaardigheid van obligaties. Gesteld wordt dat als bijvoorbeeld een ondernemingsobligatie door 'slechts' één ratingbureau als AA wordt aangemerkt en door andere bureaus als A, op grond van de IAS 19 deze obligatie niet lijkt te kwalificeren als vertegenwoordiger van een 'hoogwaardig marktrendement'. In een dergelijke benadering worden ondernemingsobligaties die volgens ratingbureaus 'gemiddeld' lager zijn gekwalificeerd dan AA, uit het mandje verwijderd. In die gedachte kent benadering (ii) een element van willekeur, dat er mogelijk toe kan leiden dat de disconteringsvoet niet als onbevooroordeeld ('unbiased') is aan te merken (IAS 19.77). Genoemde benaderingen worden in tabel 4 voor een viertal situaties geïllustreerd.

Voor een illustratie van het effect van de verschillende benaderingen op de disconteringsvoet per eind 2012 wordt verwezen naar paragraaf 3.4.

Ad (c) Elimineren van obligaties die door ratingbureaus zijn, of mogelijk zullen worden, afgewaardeerd naar lager dan AA

Gegevensbronnen zoals Markit Iboxx en Bloomberg voeren wijzigingen in de rating van ondernemingsobligaties door ratingbureaus met een zekere vertraging door. In sommige methoden wordt met deze vertraging rekening gehouden en wordt een correctie toegepast. De desbetreffende ondernemingsobligaties, die door één of meer ratingbureaus per balansdatum zijn afgewaardeerd naar lager dan AA, maar wat nog niet is doorgevoerd door Markit Iboxx of Bloomberg, worden uit het mandje van ondernemingsobligaties verwijderd. Hetzelfde wordt wel gedaan met ondernemingsobligaties waarvan één of meer ratingbureau's per balansdatum hebben aangegeven dat een redelijke kans bestaat dat ze op korte termijn zullen worden afgewaardeerd naar lager dan AA ('watch list').

Ad (d) Elimineren van obligaties met een belangrijk verschil tussen de bied- en laatprijs, waaronder het elimineren van obligaties met een kleine omvang

Het verschil tussen de bied- en laatprijs van een obligatie, de 'bid-ask spread', is gerelateerd aan de liquiditeit oftewel 'diepte' van de markt. Een relatief hoge 'bid-ask spread' is een indicatie voor een weinig diepe (= liquide) markt. Aangezien een 'diepe' markt een vereiste is van IAS 19 (zie paragraaf 2.2.5), komt het voor dat actuariële bureaus dergelijke obligaties elimineren uit het mandje met ondernemingsobligaties. Dat wordt ook wel praktisch vormgegeven door een minimum omvang – bijvoorbeeld Euro 250 miljoen – voor de obligatie(lening) als voorwaarde voor opname in het mandje te stellen. In dit verband wordt opgemerkt dat in 2012 in een enkel geval te constateren viel dat de minimumomvang van dergelijke ondernemingsobligaties werd verlaagd.¹⁰ Voor een indicatie van het effect van een dergelijke wijziging op de disconteringsvoet wordt verwezen naar paragraaf 3.4.

Een andere in de praktijk gangbare methode om rekening te houden met de (beperkte) liquiditeit van bepaalde ondernemingsobligaties is het toepassen van een opslag op beschikbare biedprijzen. Een opslag van 12,5 basispunten (correctie naar gemiddelde prijzen of 25 basispunten bij correctie naar laatprijzen) was in de praktijk per augustus 2012 niet ongebruikelijk (IAA, 2012).

Ad (e) Herweging van het aandeel in het mandje van ondernemingsobligaties in verschillende sectoren

In de actuariële praktijk wordt soms geconcludeerd dat het 'ongewijzigd' overnemen van AA (en hoger) gekwalificeerde ondernemingsobligaties uit gegevensbronnen als Markit Iboxx of Bloomberg leidt tot een over- of ondervertegenwoordiging van obligaties uit bepaalde sectoren. Zo kan het zijn dat bij gebruik van informatie uit Markit Iboxx over AA-gekwwalificeerde ondernemingsobligaties voor het afleiden van een discon-

Tabel 4 Impact van verschillende benaderingen in de selectie van obligaties

Ratingbureau [x]:	Situatie:	1	2	3	4
S&P		AA	A	AA	A
Moody's		A	A	AA	A
Fitch		A	A	A	AA
DFDS		A	AA	A	AA
Opname in mandje volgens benadering (i): 'ten minste twee AA' ?		Nee	Nee	Ja	Ja
Opname in mandje volgens benadering (ii): 'ten minste één AA' ?		Ja	Ja	Ja	Ja
Opname in mandje volgens benadering (iii): 'S&P ten minste AA' ?		Ja	Nee	Ja	Nee

Noten:

[x]: alle ratings zijn uitgedrukt in de ratingschaal van S&P.

ringsvoet voor de waardering van de pensioenverplichting van een bouwonderneming, geconcludeerd wordt dat de in Markit Iboxx beschikbare obligaties van financiële instellingen niet bepalend mogen zijn. In de praktijk wordt het aandeel van de (AA-rated) obligaties van financiële instellingen in het uiteindelijke mandje dan verminderd door deze een lagere weging te geven ten opzichte van bijvoorbeeld (AA-rated) obligaties uitgegeven door ondernemingen in de bouwsector.

Ad (f) Elimineren van ondernemingsobligaties met ‘uitzonderlijke’ rendementen (‘outliers’)

Er zijn actuariële bureaus die op het standpunt staan dat ondernemingsobligaties met naar hun oordeel uitzonderlijke rendementen, ondanks dat deze obligaties door ratingbureaus zijn aangemerkt als AA (of hoger), niet (kunnen) voldoen aan de eisen van IAS 19. Deze worden daarom geëlimineerd uit het mandje dat voor de vaststelling van de IAS 19-disconteringsvoet wordt samengesteld. Zo hanteert Towers Watson ‘RATE:Link 1090’, volgens welke benadering de AA-rated ondernemingsobligaties met rendementen in het laagste percentiel (10) en hoogste percentiel (90) worden geëlimineerd. Een andere benadering in de praktijk is dat eliminatie plaatsvindt na de eerste constructie van de rentecurve uit het hiervoor bepaalde mandje, waarbij na eliminatie van de ‘outliers’ (bijvoorbeeld ondernemingsobligaties met rendementen groter dan twee maal de standaarddeviatie) opnieuw de definitieve rentecurve wordt ‘ge-fit’ (zie paragraaf 3.3).

3.3 Stap 2 - Het afleiden van de disconteringsvoet(en) uit het mandje met relevante hoogwaardige ondernemingsobligaties

Nadat het mandje is samengesteld wordt de benadering voor het afleiden van de disconteringsvoet (of -voeten, zie hierna) bepaald. Deze benadering omvat doorgaans (ten minste) de volgende stappen:

1. Het afleiden van een curve die het beste past bij de rendementen van de ondernemingsobligaties (‘yield curve fitting’) in het mandje. Hiervoor zijn meerdere methoden beschikbaar. Een veelgebruikte methode is de ‘Nelson-Siegel methode’, waarbij de parameters die de vorm van de curve bepalen worden geschat met de kleinstekwadratenmethode¹¹. Een andere methode is om per mandje met obligaties met bepaalde looptijden een gewogen gemiddeld rendement tot einde looptijd (‘yield to maturity’; YTM) te berekenen en tussen de gevonden gemiddelden te interpoleren. Afhankelijk van de gekozen methode resulteert een ‘zero coupon yield curve’ of een curve op basis van gemiddelde YTM’s.
2. Indien bij stap (1) niet rechtstreeks een ‘zero coupon yield curve’ wordt afgeleid, moet de curve vervolgens nog worden omgezet naar een ‘zero coupon yield curve’. Dit gebeurt door middel van een procedure die

met ‘bootstrapping’ wordt aangeduid.¹² Het gevolg is een voor IAS 19-disconteringsdoeleinden ‘zuivere’ curve die niet ‘beïnvloed’ is door tussentijdse rentebetalingen op de ondernemingsobligaties.

3. Het (eventueel) extrapoleren (‘verlengen’) van de curve vanuit de rendementen op kortere looptijden naar rendementen voor langere looptijden. Extrapolatie wordt in de praktijk gehanteerd indien voor de langere looptijden (bijvoorbeeld 20 jaar en langer) onvoldoende ondernemingsobligaties beschikbaar zijn. In dit kader onderkent de IFRS IC (2013c) twee varianten: (1) ‘bottom up’ en (2) ‘top-down’. In een ‘bottom-up’-benadering wordt de risico-opslag voor (langlopende) hoogwaardige ondernemingsobligaties bepaald vanuit het rendement van minimaal AA-gekwalficeerde ondernemingsobligaties, terwijl in een ‘top down’-benadering de risico-opslag naar beneden aangepast met de risico-opslag verbonden aan A-gekwalficeerde ondernemingsobligaties. Een benadering waarbij voor langere looptijden de risico-opslag wordt gefixeerd lijkt niet in overeenstemming met IAS 19 omdat deze vereist dat in geval van extrapolatie dit over de looptijd van de curve plaatsvindt (IAS 19.86).
4. Het elimineren van ondernemingsobligaties met uitzonderlijke rendementen (‘outliers’). Bijvoorbeeld ondernemingsobligaties met verschillen tussen werkelijk en berekend rendement groter dan twee maal de standaarddeviatie. Na eliminatie van de ‘outliers’ worden stappen (1)-(3) opnieuw uitgevoerd.

Tot slot wordt veelal bepaald of voor de berekening van de pensioenverplichting de volgens bovenstaande stappen afgeleide volledige rentecurve (‘full yield curve approach’) wordt gehanteerd of dat één enkele disconteringsvoet wordt afgeleid. In eerstgenoemd geval worden de verwachte uitstromende pensioenkasstromen contant gemaakt tegen de relevante rentes (‘punten’) op deze curve. Deze benadering leidt doorgaans tot de meest accurate berekening van de pensioenverplichting.

In laatstgenoemd geval wordt één disconteringsvoet bepaald die het gewogen gemiddelde van de geschatte timing en geschatte bedragen van de pensioenbetalingen weerspiegelt. Deze (contant gemaakte) gewogen gemiddelde looptijd van de pensioenverplichting wordt in de praktijk ook wel aangeduid met term ‘duration’. Indien de onderliggende rentecurve een ‘glad’ verloop heeft zonder ‘pieken’ naar boven of beneden bij verschillende ‘durations’, zal de methode waarschijnlijk niet leiden tot een belangrijke fout in de waardering van de pensioenverplichting. IAS 19 staat een methode waarbij één gewogen gemiddelde disconteringsvoet wordt afgeleid expliciet toe (zie paragraaf 3.1).

3.4 Illustratie van de invloed van de verschillende benaderingen op de disconteringsvoet

Het effect van enkele in paragraaf 3.2 genoemde selectiecriteria wordt geïllustreerd aan de hand van het volgende voorbeeld ontleend aan de praktijk ultimo 2012. Onderneming X heeft een pensioenregeling die overeenkomstig IAS 19 geclassificeerd is als 'defined benefit'. X maakt bij de waardering en resultaatbepaling van zijn pensioenverplichting gebruik van actuariel bureau A. In de actuariële adviesmarkt is ook B actief. Overige informatie:

- de door A en B gehanteerde benaderingen voldoen aan de eisen van IAS 19;
- de gewogen gemiddelde resterende looptijd van de pensioenverplichting van X is 20 jaar;
- A en B hanteren voor stap 2 (het afleiden van de curve uit het mandje van ondernemingsobligaties, zie paragraaf 3.3) dezelfde benaderingen. Hetzelfde geldt voor stap 1 (samenstellen van een mandje van ondernemingsobligaties), met uitzondering van de in tabel 5 opgenomen elementen.

In tabel 5 is de impact weergegeven van de verschillen in benaderingen van A en B op de disconteringsvoet. Genoemde verschillen bleken ultimo 2012 te leiden tot een afwijking van 100 basispunten in de disconteringsvoet. Belangrijkste factor is het verschil in eliminatiemethode van ondernemingsobligaties die niet door meer dan één ratingbureau als ten minste AA zijn aangemerkt, i.c. 70 basispunten. Voor onderneming X zou de overstap naar/keuze voor actuaire B een verlaging van de brutopensioenverplichting betekenen van 20%. In paragraaf 4 wordt de invloed van verschillen in (benaderingen in de vaststelling van) de disconteringsvoet weergegeven voor AEX-fondsen met een DB-regeling, aan de hand van hun jaarrekening 2012.

4 De invloed van veranderingen in de disconteringsvoet op de jaarrekening

4.1 Inleiding

Algemeen

Uit onderzoek van Arnold en Van Santen (2012) bleek dat vrijwel alle internationaal opererende concerns DB-

regelingen hadden. Met betrekking tot de door ondernemingen gehanteerde disconteringsvoet voor het constant maken van pensioenverplichtingen bleken er in de onderzochte jaarrekeningen 2011 grote afwijkingen te bestaan. In paragraaf 3 is beschreven dat deze afwijkingen het gevolg kunnen zijn van verschillen in benaderingen die in de actuariële praktijk worden gehanteerd om de disconteringsvoet vast te stellen.

In deze paragraaf wordt onderzocht wat de invloed van verschillen in benaderingen voor het vaststellen van de disconteringsvoet is op de pensioenverplichting en pensioenlasten, het eigen vermogen en het resultaat. Deze vraag wordt beantwoord aan de hand van de jaarrekening over het boekjaar 2012 van ondernemingen die per ultimo 2012 aan de Amsterdam Stock Exchange (AEX) waren genoteerd.

Het onderzoek heeft zich derhalve gericht op de vraag in hoeverre ondernemingen door de keuze van de te hanteren disconteringsvoet het eigen vermogen en/of resultaat kunnen beïnvloeden ('sturen'). In vervolgonderzoek kunnen als interessante onderzoeksvragen worden geadresseerd welke motieven ondernemingen zouden kunnen hebben om een hogere of lagere disconteringsvoet te prefereren en wat de ondernemings- en omgevingskenmerken zijn welke tot bepaalde keuze voor een disconteringsvoet leiden.

In paragraaf 4.2 wordt verslag gedaan van door AEX-ondernemingen verstrekte informatie over de gehanteerde disconteringsvoet. In paragraaf 4.3 worden de uitkomsten van het onderzoek naar de mate waarin AEX-ondernemingen informatie verstrekken over de gevoeligheid van hun pensioenverplichting en/of pensioenlasten voor wijzigingen in de disconteringsvoet. Deze informatie wordt vervolgens in paragraaf 4.4 gehanteerd om aan te geven wat het effect van het hanteren van een andere disconteringsvoet zou zijn op de pensioenverplichting, eigen vermogen en resultaat van AEX-ondernemingen.

DB-regelingen in de onderzochte jaarrekeningen - onderzoekspopulatie

Aan de hand van jaarrekeningen 2012 van ondernemingen opgenomen in de AEX-index (zie bijlage 1) is allereerst vastgesteld bij welke ondernemingen sprake

Tabel 5 Disconteringsvoet volgens verschillende benaderingen

	Actuariel bureau A	Actuariel bureau B	Verskil disconteringsvoet B t.o.v. A (in basispunten)
Liquiditeit	Obligaties: minimum omvang 250 mio (looptijd tot 10 jaar)	Obligaties: minimum omvang 50 mio (looptijd tot 10 jaar)	+10
Extrapolatiemethode	Extrapolatie 'bottom-up' naar AA-rente	Opname A-rated bonds met correctie naar AA-rated bonds ('top down')	+20
# AA-ratings	Ten minste twee ratings AA	Ten minste één rating AA	+70
Disconteringsvoet	3,0%	4,0%	+100 (+1,0%)

Tabel 6 AEX-ondernemingen met DB-regelingen

n=aantal ondernemingen	n	%
Ondernemingen met één of meer in de jaarrekening 2012 verwerkte DB-regelingen	24	96%
Ondernemingen zonder één of meer in de jaarrekening 2012 verwerkte DB-regelingen	1	4%
Totaal aantal ondernemingen	25	100%

is van in de jaarrekening vermelde één of meerdere DB-regelingen. De uitkomsten zijn weergegeven in tabel 6.

Uit tabel 6 blijkt dat bij 24 (96%) van de 25 onderzochte AEX-fondsen sprake is van één of meer in de jaarrekening verwerkte DB-regeling(en). Bij 1 onderneming (4%) was sprake van een DB-regeling uitgevoerd door een bedrijfstakpensioenfonds, die verwerkt is als ware sprake van een DC-regeling (hetgeen onder IAS 19 onder voorwaarden is toegestaan). De onderzoekspopulatie betreft derhalve 24 jaarrekeningen.

4.2 De gehanteerde disconteringsvoet en de daarover verstrekte informatie

Gehanteerde disconteringsvoeten

Tabel 7 geeft een overzicht van door de onderzochte ondernemingen gehanteerde disconteringsvoeten (in de Eurozone).¹³ Deze zijn gebaseerd op de in de jaarrekening vermelde (gemiddelde) disconteringsvoeten. Indien sprake was van een vermelde 'range' van gehanteerde disconteringsvoeten, is de disconteringsvoet bepaald door de in de winst-en-verliesrekening verwerkte interestkosten te relateren aan de brutopensioenverplichting aan het begin van het boekjaar.

Uit tabel 7 kan worden afgeleid dat relatief de meeste AEX-ondernemingen een disconteringsvoet hanteren tussen de 3,5 en 4%. Verder is geconstateerd dat de gehanteerde disconteringsvoeten uiteenlopen van 2,8% tot 4,6%.

Grondslag voor de bepaling van de disconteringsvoet
In tabel 8 is weergegeven de mate waarin de onderzochte ondernemingen informatie verschaffen over de gehanteerde grondslag voor de bepaling van de disconteringsvoet.

Uit tabel 8 blijkt dat de meeste (13, oftewel 53%) van de onderzochte ondernemingen de grondslag voor de bepaling van de disconteringsvoet specificeren door aan te geven dat het gebaseerd is op het rendement van (minimaal) AA-rated ondernemingsobligaties. Vier ondernemingen (Corio, Philips, TNT Express en Wolters Kluwer) benoemen expliciet de gehanteerde methode (zoals 'Towers Watson RATE:Link'). Negen ondernemingen (38%) vermelden alleen de 'algemene' grond-

slag voor het bepalen van de disconteringsvoet. Twee ondernemingen (8%) maken geen melding van de grondslag voor het bepalen van de disconteringsvoet, hetgeen niet in overeenstemming is met IFRS.

4.3 Verstrekte informatie over de gevoeligheid van pensioenverplichtingen en/of pensioenlasten voor wijzigingen in de disconteringsvoet ('gevoeligheidsinformatie')

Om de invloed van wijzigingen in de disconteringsvoet op de jaarrekening vast te kunnen stellen is informatie over de (contant gemaakte) gewogen gemiddelde looptijd van de pensioenverplichting ('duration') en/of rentegevoeligheid van de pensioenverplichting vereist. Alsdan kan voor de desbetreffende onderneming worden bepaald welk effect het hanteren van een andere (lagere of hogere) disconteringsvoet zou hebben op zijn jaarrekening. In tabel 9 is weergegeven het aantal ondernemingen dat informatie over de gevoeligheid van de brutopensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet heeft verstrekt.

Opgemerkt wordt dat vrijwel alle AEX-ondernemingen in hun jaarrekening 2012 de verslaggeving van DB-regelingen gebaseerd hebben op de op dat moment van toepassing zijnde 'oude' IAS 19. De nieuwe IAS 19 dient te worden toegepast vanaf boekjaren 2013, eerdere toepassing is toegestaan. De 'oude' IAS 19 schrijft, in tegenstelling tot de nieuwe IAS 19 (paragraaf 145(a) en 147(c)), het verstrekken van informatie over de gevoeligheid van de pensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet en de duration, niet voor. Tabel 10 geeft van de 14 ondernemingen die gevoeligheidsinformatie verstrekken aan waaruit deze informatie bestaat.

Tabel 7 Gehanteerde disconteringsvoet voor de pensioenverplichting

x = disconteringsvoet	n	%
x > 4,5%	2	8%
4% < x ≤ 4,5%	3	13%
3,5% < x ≤ 4%	12	50%
3% < x ≤ 3,5%	3	13%
x ≤ 3%	4	16%
Totaal	24	100%

Tabel 8 Toelichting van de grondslag voor de bepaling van de disconteringsvoet

n = aantal ondernemingen	n	%
Vermelding 'hoogwaardige ondernemingsobligaties', zonder wat daaronder wordt verstaan	9	38%
Vermelding 'hoogwaardige ondernemingsobligaties' en dat daaronder wordt verstaan '(minimaal) AA-rated obligaties'	5	21%
Vermelding van (alleen) '(minimaal) AA-rated ondernemingsobligaties'	8	32%
Geen vermelding	2	8%
Totaal	24	100%

Tabel 9 Jaarrekeningen en verstrekte informatie over de gevoeligheid voor wijzigingen in de disconteringsvoet ('gevoeligheidsinformatie')

n=aantal ondernemingen	n	%
Geen gevoeligheidsinformatie verstrekt	10	42%
Wel gevoeligheidsinformatie verstrekt	14	58%
Totaal	24	100%

Tabel 10 In jaarrekeningen verstrekte informatie over de gevoeligheid voor wijzigingen in de disconteringsvoet

n = aantal ondernemingen	n	%	n	%
Vermelding van alleen het effect op de brutopensioenverplichting ('DBO')	6	43%		
Vermelding van zowel het effect op DBO als het effect op de pensioenlasten (of 'service cost')	5	36%	5	83%
Vermelding van de duration en vermelding van het effect op de DBO	1	7%		
Vermelding van de duration en vermelding van het effect op de pensioenlasten	1	7%	1	17%
Vermelding van alleen de duration	1	7%		
Totaal ondernemingen met gevoeligheidsinformatie en/of vermelding duration	14	100%		
Totaal ondernemingen met vermelding van het effect op de pensioenlasten			6	100%

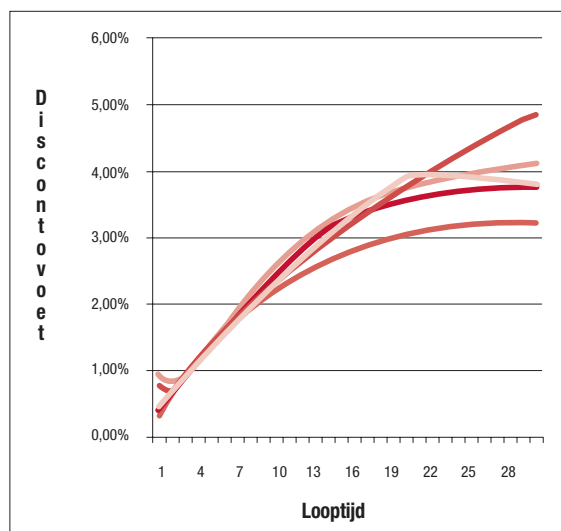
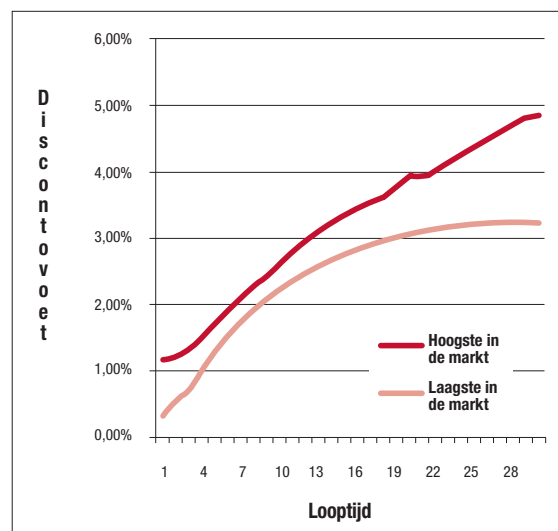
Uit tabel 10 blijkt dat 12 (86%) ondernemingen die gevoeligheidsinformatie hebben verstrekt, vermelden wat het effect is van een wijziging in de disconteringsvoet op de brutopensioenverplichting. De wijziging in disconteringsvoet die daarbij is gehanteerd varieert van +/- 0,25%, +/- 0,5% en +/- 1%. IAS 19 (paragraaf 145(a)) geeft in dit kader aan dat het moet gaan om wijzigingen in de disconteringsvoet die redelijkerwijs mogelijk zijn op balansdatum.

Uit tabel 10 blijkt voorts dat een drietal ondernemingen expliciet de duration van hun pensioenverplichting vermeldt. Voor zover de duration van de brutopensioenverplichting niet expliciet was vermeld (11 ondernemingen), is aan de hand van de verstrekte gevoeligheidsinformatie over het effect van wijzigingen in de disconteringsvoet op de brutopensioenverplichting de duration berekend aan de hand van de formule: wijziging DBO in % gedeeld door wijziging disconteringsvoet in %. De uitkomsten zijn weergegeven in tabel 11.

Tabel 11 Duration van de pensioenverplichting

Duration:	n	%
11-15	5	36%
16-20	4	29%
21-25	5	36%
Totaal	14	100%

Zoals aangegeven geeft de duration de (contant gemaakte) gewogen gemiddelde looptijd van de pensioenverplichting weer en is deze vereist om het effect van een wijziging van de disconteringsvoet op de jaarrekening te kunnen aangeven. Een duration van bijvoorbeeld 20 betekent dat de brutopensioenverplichting met 20% stijgt indien een 1% lagere disconteringsvoet wordt gehanteerd.

Figuur 2a Disconteringsvoeten volgens 5 actuariële bureaus ultimo 2012**Figuur 2b** Hoogste en laagste disconteringsvoeten volgens actuariële bureaus ultimo 2012

4.4 De invloed van verschillen in de disconteringsvoet op de jaarrekening

4.4.1 Inleiding

In paragraaf 4.3 is aangegeven hoeveel AEX-fondsen in hun jaarrekening 2012 informatie verstrekken over de invloed van wijzigingen in de disconteringsvoet op de jaarrekening. Dit betreft 14 ondernemingen. Voor deze ondernemingen wordt bepaald wat het effect op de jaarrekening zou zijn geweest indien een alternatieve disconteringsvoet zou zijn gehanteerd. In paragraaf 4.4.2 wordt aangegeven dat voor dit doel de laagste in de markt geadviseerde disconteringsvoet wordt gehanteerd.

Op basis van de gemiddelde duration van deze 14 ondernemingen wordt vervolgens voor de resterende onderzoekspopulatie (10 ondernemingen) een schatting van het effect van een alternatieve disconteringsvoet op de jaarrekening van alle 24 onderzochte AEX-fondsen gemaakt. De uitkomsten van het onderzoek naar de effecten op de jaarrekening van het hanteren van de laagste disconteringsvoet zijn weergegeven in paragraaf 4.4.3.

4.4.2 Disconteringsvoeten ultimo 2012 volgens Nederlandse actuariële bureaus

In figuur 2a zijn de in Nederland door 5 actuariële bureaus (zie bijlage 2) per ultimo 2012 geadviseerde disconteringsvoeten (rendementcurven) grafisch weergegeven. In figuur 2b (grafisch) en tabel 12 (getallen) zijn de op basis van figuur 2a bepaalde hoogste en de laagste geadviseerde disconteringsvoeten weergegeven.

Uit figuur 2a, 2b en tabel 12 blijken omvangrijke ver-

schillen tussen door actuariële marktpartijen geadviseerde disconteringsvoeten (in de Eurozone). Deze verschillen worden groter naarmate de looptijd van de ondernemingsobligaties (pensioenverplichting) toeneemt (40 basispunten verschil bij 10 jaar, 120 basispunten verschil bij 25 jaar). Zoals in paragraaf 3 is aangegeven worden deze veroorzaakt door verschillen in benaderingswijze die actuariële bureaus hanteren om de IAS 19-disconteringsvoet vast te stellen.

In tabel 13 is de door de ondernemingen gehanteerde disconteringsvoet afgezet tegen vorenvermelde range van in de markt geadviseerde laagste en hoogste disconteringsvoeten. Zoals vermeld in de toelichting op tabel 7 betreft het (voor zover mogelijk) de door ondernemingen gehanteerde disconteringsvoeten die in de Eurozone zijn gehanteerd.

Uit tabel 13 blijkt dat 64% van de onderzochte 14 ondernemingen (9 ondernemingen) een disconteringsvoet hanteert die de hoogste is die 'in de markt' wordt

Tabel 12 Verschillen in geadviseerde disconteringsvoeten ultimo 2012

Looptijd:	Laagste in de markt	Hoogste in de markt	Verskil (afgerond)
10 jaar	2,2%	2,6%	40 bps (0,4%)
15 jaar	2,8%	3,4%	60 bps (0,6%)
20 jaar	3,0%	4,0%	100 bps (1,0%)
25 jaar	3,2%	4,4%	120 bps (1,2%)

Tabel 13 Gehanteerde disconteringsvoet ten opzichten van de 'range' gehanteerd 'in de markt'

	n	%
Ondernemingen met een disconteringsvoet die de hoogste is in de markt	9	64%
Ondernemingen met een disconteringsvoet die de laagste is in de markt	1	7%
Ondernemingen met een disconteringsvoet tussen de hoogste en laagste in de markt	4	29%
Totaal	14	100%

Tabel 14 Effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op de brutopensioenverplichting

x = toename pensioenverplichting in % n = aantal ondernemingen	n	%
0% < x ≤ 5%	1	7%
5% < x ≤ 10%	2	14%
10% < x ≤ 15%	2	14%
15% < x ≤ 20%	4	29%
x > 20%	5	36%
Totaal	14	100%
Totale toename pensioenverplichting (in miljoen Euro)		25.191

Tabel 15 Effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op het eigen vermogen

x = afname eigen vermogen in % n = aantal ondernemingen	n	%
0% < x ≤ 5%	5	36%
5% < x ≤ 10%	3	21%
10% < x ≤ 15%	1	7%
x > 15%	5	36%
Totaal	14	100%

gehanteerd/geadviseerd. Slechts 1 onderneming (7%) hanteert een disconteringsvoet die de laagste is 'in de markt'. Van de vier ondernemingen (29%) die een disconteringsvoet hanteren die valt binnen de range van laagste en hoogste disconteringsvoet is verder vastgesteld dat hun disconteringsvoet relatief dicht bij de hoogste in de markt geadviseerde disconteringsvoet ligt. Geconcludeerd kan worden dat relatief veel van de onderzochte ondernemingen een relatief hoge disconteringsvoet hanteren. Dat kan wijzen op een tendentie bij die ondernemingen om het effect van DB-regelingen op de jaarrekening te beperken. Immers, een lage(re) disconteringsvoet leidt tot een hogere pensioenverplichting en hogere pensioenlasten en een lager eigen vermogen en resultaat.

4.4.3 Invloed van de 'laagste' disconteringsvoet op de jaarrekening

Inleiding

Zoals in paragraaf 4.4.2 is aangegeven hanteren de 14 ondernemingen waarvan de duration van de pensioenverplichting kan worden bepaald een disconterings-

voet die op of dichtbij de hoogste disconteringsvoet die wordt geadviseerd in de markt ligt. In het onderzoek naar de invloed op de jaarrekening van wijzigingen in de disconteringsvoet, oftewel het hanteren van een alternatieve disconteringsvoet, is daarom uitgegaan van de laagste disconteringsvoet die in de markt wordt geadviseerd. Alsdan kan de 'maximale' invloed op de jaarrekening van wijziging van de disconteringsvoet worden bepaald/geïllustreerd.

Invloed op de brutopensioenverplichting (DBO)

In tabel 14 is voor de onderzochte ondernemingen het effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op de brutopensioenverplichting weergegeven.

Uit tabel 14 kan worden afgeleid dat voor bijna 40% (5 ondernemingen) het hanteren van de laagste disconteringsvoet leidt tot een toename van de (bruto) pensioenverplichting van meer dan 20%. Indien alle 14 ondernemingen de laagste disconteringsvoet zouden hebben gehanteerd zou hun brutopensioenverplichting ultimo 2012 opgeteld ruim 25 miljard euro hoger zijn, op een totale brutopensioenverplichting van ruim 160 miljard euro. Wordt voor de resterende 10 ondernemingen in de onderzoekspopulatie een duration van 18 verondersteld (= het (ongewogen) gemiddelde van de gepubliceerde/berekende durations van 14 ondernemingen, zie tabel 11), dan zou dit een stijging van de totale brutopensioenverplichting bij de 24 AEX-fondsen tot gevolg hebben van een kleine 35 miljard euro.

Hierbij wordt overigens opgemerkt dat een eventueel belastingeffect buiten beschouwing is gelaten. Hogere pensioenverplichtingen kunnen leiden tot wijzigingen in latente belastingen en derhalve leiden tot een ander (beperkter) effect op het eigen vermogen.

Invloed op het eigen vermogen

In tabel 15 is voor de onderzochte ondernemingen het effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op het eigen vermogen weergegeven.

In tabel 15 is geconstateerd dat voor 5 ondernemingen (36%) er sprake is van een relatief beperkte (tussen 0 en 5%) afname van het eigen vermogen. Daarentegen is voor eenzelfde aantal ondernemingen vastgesteld dat het eigen vermogen door het hanteren van de laagste

disconteringsvoet met meer dan 15% afneemt. Het gemiddeld effect op het eigen vermogen van de onderzochte ondernemingen is een daling van circa 16%. Zoals hiervoor aangegeven leidt het hanteren van de laagste disconteringsvoet tot een verhoging van de pensioenverplichtingen en dus verlaging van het eigen vermogen van 25 miljard euro (voor 14 ondernemingen, totaal eigen vermogen ruim 255 miljard euro) en 35 miljard euro (voor 24 ondernemingen, totaal eigen vermogen ruim 380 miljard euro).

Invloed op de pensioenlasten

In tabel 10 is aangegeven dat zes ondernemingen informatie verstrekken over het effect van een wijziging in de disconteringsvoet op de pensioenlasten. In tabel 16 is voor deze ondernemingen de omvang van het effect weergegeven.

Voor het beperkte aantal van zes ondernemingen valt voor de helft daarvan te constateren dat de pensioenlasten stijgen met een percentage tussen 20% en 40%, als de desbetreffende ondernemingen de laagste disconteringsvoet in de markt zouden hanteren. Voor de overige 18 ondernemingen in de onderzoekspopulatie is aan de hand van een schatting van de duration en een veronderstelde verhouding 'service cost' ten opzichte van de brutopensioenverplichting (DBO) op basis van 2012 een schatting gemaakt van het effect op de pensioenlasten. De uitkomst van deze schatting is dat voor de gehele populatie van 24 ondernemingen de pensioenlasten met circa 30% zouden stijgen indien de laagste disconteringsvoet zou zijn gehanteerd.

Tabel 16 Effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op de pensioenlasten

x = toename pensioenlasten in % n = aantal ondernemingen	n	%
0% < x ≤ 20%	1	17%
20% < x ≤ 40%	3	50%
x > 40%	2	33%
Totaal	6	100%

Tabel 17 Effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op het operationele resultaat uit gewone bedrijfsactiviteiten (voor belasting)

x = afname operationeel resultaat in % n = aantal ondernemingen	n	%
0% < x ≤ 1%	3	50%
1% < x ≤ 2%	1	17%
x > 2%	2	33%
Totaal	6	100%

Invloed op het operationeel resultaat

In tabel 17 is voor de zes ondernemingen die informatie over het effect van wijzigingen in de disconteringsvoet hebben verstrekt weergegeven het effect van het hanteren van de laagste disconteringsvoet op het operationele resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening voor belasting.

Aan de hand van tabel 17 valt te concluderen dat het effect op de operationeel resultaat voor de onderzochte zes ondernemingen beperkt is tot circa 3%. Voor de overige 18 ondernemingen komt een schatting eveneens uit op circa 3%.

5 Samenvatting en conclusies

Een belangrijke schattingsvariabele in de jaarrekening is het rentepercentage waarmee de brutoverplichting van toegezegd pensioenregelingen (DB) contant wordt gemaakt. Met de nieuwe IAS 19 – verplicht voor boekjaren die aanvangen op of na 1 januari 2013 – is het belang van een juiste vaststelling van de disconteringsvoet voor de resultaatbepaling groter geworden.

In paragraaf 2 is geconcludeerd dat IAS 19 ruimte biedt om de disconteringsvoet die moet worden gehanteerd voor het contant maken van pensioenverplichtingen op verschillende wijzen vast te stellen. Belangrijk in dit verband is wat volgens IAS 19 onder 'hoogwaardige' ondernemingsobligaties moet worden verstaan. De overheersende praktijk is dat hiervoor wordt aangesloten bij de door internationale kredietratingbureaus (zoals Standard&Poor's en Moody's) gehanteerde kwalificaties: minimaal AA. In 2012 is in dit kader de IFRS Interpretation Committee verzocht nadere richting te geven. De vraag was of ook als A-geclassificeerde ondernemingsobligaties onder IAS 19 als 'hoogwaardig' kunnen worden aangemerkt. Voorlopige conclusies van de IFRS IC-vergaderingen wijzen echter op een bevestiging van de bestaande overheersende praktijk.

In paragraaf 3 is aangegeven dat actuariële bureaus op basis van IAS 19 eigen methoden hebben ontwikkeld om de disconteringsvoet vast te stellen. Deze benaderingen hebben eind 2012 geleid tot aanzienlijke verschillen in disconteringsvoeten. Ter illustratie is in deze bijdrage een voorbeeld – ontleend aan de praktijk – opgenomen van een pensioenverplichting met een looptijd van 20 jaar, waarbij het verschil tussen de hoogste en laagste disconteringsvoet van actuariële kantoren eind 2012 100 basispunten (1%) bedroeg.

Om inzicht te verschaffen in hoeverre ondernemingen door de keuze van de te hanteren disconteringsvoet – of actuariële bureau – het eigen vermogen en/of resultaat kunnen beïnvloeden, is onderzoek gedaan naar de jaarrekening van ondernemingen die per ultimo 2012

aan de Amsterdam Stock Exchange (AEX) waren genoemd. Voor ondernemingen die informatie verstrekken over gevoeligheid van de pensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet is vastgesteld dat deze overwegend een disconteringsvoet hanteren die zich bevindt op of aan de bovenkant van de range die actuariële bureaus hebben geadviseerd. Dat kan wijzen op een tendentie bij die ondernemingen om het effect van DB-regelingen op de jaarrekening te beperken. Immers, een lage(re) disconteringsvoet leidt tot een hogere pensioenverplichting en pensioenlasten en een lager eigen vermogen en resultaat. Voor genoemde ondernemingen is verder geconcludeerd dat het hanteren van de laagste disconteringsvoet in de markt per eind 2012 tot een toename van de pensioenverplichting – en dus afname van het eigen vermogen (met gemiddeld 16%) – zou hebben geleid van circa 25 miljard euro (exclusief een eventueel belastingeffect), op een totale pensioenverplichting van circa 160 miljard euro. Ter vergelijking: de verlaging van het eigen vermogen als gevolg van in 2012 in het resultaat verwerkte impairments op goodwill – een onderwerp waar traditioneel meer aandacht van gebruikers en de Autoriteit Financiële Markten (AFM) naar uit lijkt te gaan dan naar de waardering van pensioenverplichtingen – bedroeg bij deze ondernemingen circa 7 miljard euro.

Voor alle AEX-fondsen is het negatief effect op het eigen vermogen van de laagste disconteringsvoet geschat op een kleine 35 miljard (exclusief een eventueel belastingeffect). Het werkelijk effect op de pensioenlasten en operationeel resultaat kon slechts worden vastgesteld voor een beperkt aantal ondernemingen, waarbij geconcludeerd is dat het hanteren van de laagste disconteringsvoet zou leiden tot een gemiddelde toename van de pensioenlasten van 30% en een gemiddelde afname van het operationeel resultaat van 3%.

Gebruikers van jaarrekeningen dienen zich te realiseren dat de disconteringsvoet door ondernemingen als mogelijk 'sturingsinstrument' van solvabiliteit en resultaat kan worden gehanteerd. In dat kader is het positief dat de nieuwe IAS 19 (2011) informatie vereist over de gevoeligheid van de pensioenverplichting voor wijzigingen in de disconteringsvoet. Om echter recht te doen aan de doelstelling van de International Financial Reporting Standards (IFRS) – het verstrekken van informatie op gelijke grondslagen om ondernemingen te kunnen vergelijken – is het wenselijk dat de IAS 19-bepalingen inzake de vaststelling van de disconteringsvoet nader worden verduidelijkt, bijvoorbeeld door de IFRS Interpretatie Committee (IFRS IC). ■

Noten

1 Hoewel hierover geen nadere bepalingen in IAS 19 zijn opgenomen, wordt onder overheidsobligaties in de praktijk doorgaans staatsobligaties verstaan. In bepaalde landen (zoals Australië) geven lagere overheden ook obligaties uit, die formeel ook binnen het IAS 19-begrip 'overheidsobligaties' vallen.

2 De IFRS Interpretatie Committee (IFRS IC) (2013c) heeft in januari 2013 het vraagstuk van pre- of post-tax van de disconteringsvoet overwogen en het voorlopige standpunt ingenomen dat in specifieke omstandigheden (geschetst in de submission) post-tax aanvaardbaar is. In de besprekingen in februari 2013 heeft de IASB aangegeven het oneens te zijn met deze voorlopige conclusie van de IFRS IC.

3 Het liquiditeitsrisico (verhandelbaarheid) is een element in de beoordeling of sprake is van een 'diepe' markt; zie (e).

4 IFRS 17, Appendix IV, paragraaf 21.

5 Het Financiële Dagblad, 13 juni 2013.

6 Als voorbeeld kan worden genoemd Moody's die primair de individuele obligatie(lening) beoordeelt, terwijl S&P's primair uitgaat van de

rating van de (moeder van de) uitgevende onderneming en daar, afhankelijk van de bijzonderheden verbonden aan de obligatie, zoals geboden zekerheden, een aantal 'aanpassingen' ('notches') op toepast.

7 Een 'mandje' bestaande uit ondernemingsobligaties die gekwalificeerd zijn als A, AA of AAA (ook wel aangeduid met '6A') is volgens de IFRS IC dus niet aanvaardbaar.

8 Markt Iboxx is een database met financiële gegevens opgezet door de Deutsche Börse. Bepaalde gegevens zijn via internet vrij beschikbaar, voor andere gegevens moet worden betaald.

9 Bloomberg is een database met financiële gegevens bijgehouden door Bloomberg. Gebruikers dienen een abonnement te hebben om informatie aan de database te ontfangen.

10 Mercer Pension Discount Yield Curve (MP-DYC), Revised May 2012.

11 De kleinstekwadratenmethode minimaliseert de som van de kwadraten van het verschil tussen de werkelijke rendementen van de obligaties en die op de regressielijn.

12 'Bootstrapping' is een methode om vanuit

marktdata, bijvoorbeeld markttrendementen van ondernemingsobligaties, een rentecurve te berekenen.

13 Indien sprake was van een in de jaarrekening vermelde 'range' van gehanteerde disconteringsvoeten en voor zover informatie is verstrekt over DB-regelingen of disconteringsvoeten in niet-Eurozone landen (met diensteenvolgende andere rentecurven), is hiervoor gecorrigeerd. Voor zover geen informatie was verstrekt over in niet-euro landen gehanteerde disconteringsvoeten en de volgens de methode 'berekende' disconteringsvoet buiten de range van 'van de markt' (zie paragraaf 4.4.2) viel, is de disconteringsvoet volgens de 'uiterste' van de range in de markt gehanteerd.

Literatuur

- Arnold, C.A., & Santen, G.M. van. (2012). De wijziging van IFRS inzake pensioenen en de invloed daarvan op de jaarrekening. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 86(12), 491-512.
- Broek, R. van de, & Siesling, D.S. (2009). Disconteringsvoet bij pensioenwaarderingen. *De Actuaris*, 16(5), 42-44.
- Hoeven, R.L. ter, & Thalen, E.J. (2012). Effecten herziening IFRS-pensioenstandaard op Nederlandse beursfondsen. *Pensioen & Praktijk*, 22(7/8), 7-11.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2013). Matters arising from the IFRS Interpretations Committee: IAS 19 employee benefits. Geraadpleegd op <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Employee-Benefits-Discount-Rate/Meeting-Summary-and-Agenda-Papers/Pages/IASB-Feb-13.aspx>.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2011a). IFRS 13 Fair value measurement.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2011b). IAS 19 Employee benefits.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2009). Exposure draft ED 2009/10 discount rate for employee benefits: Proposed amendments to IAS 19.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2005). IFRS 7 Financial instruments: Disclosures.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2004). IAS 19 Employee benefits.
- International Accounting Standards Board (IASB) (2000). IAS 39 Financial instruments: Recognition and measurement.
- International Accounting Standards Board (IASB) Expert Advisory Panel (2008). Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active. Geraadpleegd op http://www.ifrs.org/News/Press-Releases/Documents/IASB_Expert_Advisory_Panel_October_2008.pdf.
- International Actuarial Association (IAA) (2012). Exposure Draft – Educational monograph. Issues associated with the determination of discount rates for financial reporting purposes. Geraadpleegd op www.soa.org/Research/research-iaa-edu-mono.aspx.
- International Financial Reporting Standards Interpretations Committee (IFRS IC) (2013a). Staff paper: IAS 19 Employee benefits – Discount rate. Geraadpleegd op <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Interpretations%20Committee/2013/May/AP07%20-%20IAS%2019%20Discount%20rate.pdf>.
- International Financial Reporting Standards Interpretations Committee (IFRS IC) (2013b). Staff paper: IAS 19 Employee benefits – Discount rate. Geraadpleegd op <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Interpretations%20Committee/2013/March/AP14%20-%20IAS%2019%20Discount%20rate%20-%20report%20back%20from%20Feb%20IASB%20meeting.pdf>.
- International Financial Reporting Standards Interpretations Committee (IFRS IC) (2013c). Staff paper: IAS 19 Employee benefits – Discount rate. Geraadpleegd op <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Interpretations%20Committee/2013/January/101301AP10%20-%20IAS19%20Discount%20rate.pdf>.
- International Financial Reporting Standards Interpretations Committee (IFRS IC) (2012). Staff paper: IAS 19 Employee benefits – Discount rate. Geraadpleegd op <http://www.ifrs.org/Meetings/MeetingDocs/Interpretations%20Committee/2012/November/141211AP14%20-%20IAS19%20Discount%20rate.pdf>.
- KPMG (2013a). Insights into IFRS 2013/2014: KPMG's practical guide to International Financial Reporting Standards (10th ed.). London: Sweet & Maxwell UK.
- SEC Staff 2010a - Accounting Standards Codification (ASC) 715-20-S99-1 Compensation-Retirement Benefit. (voorheen: EITF Topic D-36).

Drs. C.A. Arnold RA is verbonden aan het Department of Professional Practice (DPP) van KPMG Accountants NV en doceert Financial Accounting ten behoeve van het IFRS Diploma aan de postdoctorale opleiding Financial Executive Education (FEE) van de Vrije Universiteit Amsterdam. Hij is lid van de Werkgroep Pensioenen van de Raad van de Jaarverslaggeving. Speciale dank van de auteur gaat uit naar Alexander S. van Stee, verbonden aan KPMG Advisory - Actuarial Services, voor zijn bijdrage aan de totstandkoming van dit artikel.

Bijlage 1 Lijst met ondernemingen waarvan de jaarrekening is onderzocht

Aegon	Nederland
Ahold	Nederland
Air France-KLM	Frankrijk
Akzo Nobel	Nederland
Aperam	Nederland
Arcelormittal	Luxemburg
ASML	Nederland
Boskalis	Nederland
Corio	Nederland
DE Masterblenders	Nederland
DSM	Nederland
Fugro	Nederland
Heineken	Nederland
ING	Nederland
KPN	Nederland
Philips Electronics	Nederland
PostNL	Nederland
Randstad	Nederland
Reed Elsevier	Nederland
SBM	Nederland
Shell	Nederland
TNT Express	Nederland
Unibail-Rodamco	Frankrijk
Unilever NV	Nederland
Wolters Kluwer	Nederland

Bijlage 2 Lijst van actuariële bureaus

Mercer (MPDYC)
Towers Watson (RATE:Link)
Aon Hewitt
KPMG Actuarial Services
PWC Pensions, Actuarial & Insurance Services