

# **Advies betreffende parameters pensioenfondsen**

**Commissie Parameters**

21 september 2009

## Advies betreffende parameters pensioenfondsen

### Samenvatting

Rekening houdend met de financieel-economische ontwikkelingen in het verleden benadrukt de Commissie het belang van de vaststelling van nieuwe parameters voor de pensioenfondsen op basis van realistische toekomstverwachtingen. Pensioenfondsen kunnen op basis daarvan zelf besluiten in welke mate ze prudentie in de financiële opzet willen betrachten. De Commissie is van mening dat pensioenfondsen bij hun beleidontwikkeling (dus vooraf) rekening moeten houden met de mogelijkheid van, soms forse, afwijkingen in de realisaties ten opzichte van aanvankelijke verwachtingen. Ten aanzien van de minimum verwachtingswaarden voor de loon- en prijsinflatie ziet de Commissie geen aanleiding om de huidige parameters van 3 respectievelijk 2% te wijzigen. Dat geldt ook voor de maximum verwachtingswaarde voor het rendement op vastrentende waarden dat thans 4,5% bedraagt. Verder stelt de Commissie voor de huidige categorieën aandelen ontwikkelde markten en aandelen opkomende markten samen te voegen tot één categorie beursgenoteerde aandelen, en daarnaast om de categorie niet-beursgenoteerde aandelen te vervangen door een categorie overige zakelijke waarden. Over het belang van realistische rendementsparameters bestaat binnen de Commissie geen verschil van mening. De Commissie is echter verdeeld over de vraag hoe er gefundeerde realistische inschattingen kunnen worden gemaakt voor het toekomstige aandelenrendement. Dit leidt tot een verdeeld advies aangaande het niveau van een aantal parameters.

Op basis van literatuuronderzoek is **een deel van de Commissie**, bestaande uit de vertegenwoordigers van De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau en de voorzitter, van mening dat met betrekking tot de in de toekomst te verwachten aandelenrendementen een duidelijk onderscheid moet worden gemaakt tussen (gerealiseerd) verleden en (verwachte) toekomst. Rendementen uit het verleden zijn deels veroorzaakt door meevallers die niet representatief zijn voor de toekomst, zoals de integratie van financiële markten, technologische ontwikkelingen en een ongekende stijging van de productiviteit. Er mag daarom in de modellering van toekomstige rendementen niet vertrouwd worden op een terugkeer van de relatief hoge rendementen die beleggingen in aandelen in de tweede helft van de vorige eeuw te zien hebben gegeven. In lijn met literatuur over dit onderwerp verwacht dit deel van de Commissie een wereldwijd reëel aandelenrendement dat circa 1% lager ligt dan het historische gemiddelde over 1900-2008. Dit leidt tot een advies van een maximum verwachtingswaarde voor het rendement op beursgenoteerde aandelen van nominaal 7,5% rekenkundig en 6% meetkundig en voor de overige zakelijke waarden van 8% rekenkundig en 6,5% meetkundig. Tabel 1 laat zien dat deze geadviseerde maxima circa 1,5%-punt lager uitkomen dan (het gemiddelde van) de

huidige parameterwaarden.<sup>1</sup> Ook voor direct vastgoed en beleggingen in grondstoffen adviseert dit deel van de Commissie uit te gaan van lagere maximale rendementsverwachtingen dan de huidige waarden.

**Tabel 1. Rendementsparameters DNB, CPB en Voorzitter**

Categorie	Advies		Huidige waarden		Verandering
	rekenkundig	meetkundig	rekenkundig	meetkundig	
<b>Maximum verwachtingswaarden<sup>1)</sup></b>					
Beursgenoteerde aandelen	7,5%	6%	(9, 1%) (geschat)	(7,6%) (geschat)	-1,6%
Overige zakelijke waarden	8%	6,5%	9,5%	8%	-1,5%
Direct vastgoed	6,5%	5%	8%	6,5%	-1,5%
Grondstoffen	6,5%	5%	8%	6,5%	-1,5%

<sup>1)</sup> Het rekenkundige gemiddelde komt overeen met het “statistische gemiddelde” of de “mean”. Het meetkundige gemiddelde komt, onder zekere aannames, overeen met de mediaan van de verdeling.

Met het oog op een evenwichtige behandeling van beleggingsportefeuilles die meer of minder risicovol zijn dan gemiddeld adviseert dit deel om de pensioenfondsen te binden aan zowel de rekenkundige als aan de meetkundige maximum verwachtingswaarden. De begrenzing in rekenkundige termen is voor toezichtdoeleinden van groot belang. Zonder deze begrenzing stellen de parameters effectief geen bovengrens aan het verwachte (portefeuille)rendement<sup>2</sup>.

**Het andere deel van de Commissie**, bestaande uit de vertegenwoordigers van de Stichting van de Arbeid (StvdA), neemt als basis de gemiddelde risicopremie op aandelen over een lange periode (1900-2008), het gemiddelde van “goede en slechte tijden”. Voorts blijkt uit veel empirische overzichten dat de feitelijke risicopremie op aandelen gedurende lange perioden fors kan afwijken van dit historische gemiddelde. Daarom moeten pensioenfondsen – als complement van het kiezen van een historische risicopremie als basis – meer dan tot nu toe vooral rekening houden met deze mogelijkheid van, som forse, afwijkingen. Pensioenfondsen moeten prudent omgaan met realistische parameterwaarden.

De gemiddelde risicopremie op aandelen (het rendement uitgaande boven risicovrije staatsobligaties) bedroeg in de periode 1900-2005 4%. Als gevolg van de daarop volgende slechte jaren is dit gemiddelde voor de periode 1900-2008 gedaald tot 3,4%. Dit deel van de Commissie vindt redeneringen in literatuur om voor de toekomst van dit laatste langjarige gemiddelde af te wijken (naar beneden of naar boven) niet overtuigend. Dit deel van de Commissie stelt daarom voor om voor de komende vijftien jaar uit te gaan van de gemiddelde risicopremie op aandelen

<sup>1</sup> Omdat in de huidige regeling de categorie beursgenoteerde aandelen niet als één categorie bestaat, maar als twee separate categorieën aandelen ontwikkelde markten (inclusief indirect vastgoed) en aandelen emerging markets, is een schatting gemaakt op basis van de parameters voor de huidige onderliggende categorieën en de waargenomen verhouding tussen beleggingen in beide categorieën. Per ultimo 2008 was de verhouding tussen beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd 9 staat tot 1. Bron: DNB Toezichtgegevens pensioenfondsen, Tabel 8.9 Belegd pensioenvermogen voor risico pensioenfondsen, exclusief derivaten.

<sup>2</sup> DNB heeft bij de beoordeling van de herstelplannen het daarin opgenomen meetkundig portefeuillerendement getoetst door aanvullende aannames te maken over volatiliteit en correlaties.

van 3,4%. Het totale rendement op aandelen komt dan uit op 7¼% (4% rendement op staatsobligaties plus 3,4% risicopremie op aandelen)<sup>3</sup>. Voor een dergelijke risicopremie op aandelen is ruimschoots steun te vinden in de literatuur.

Dit deel van de Commissie stelt per saldo de volgende parameters voor.

**Tabel 2. Rendementsparameters StvdA (meetkundig<sup>4</sup>)**

Categorie	Advies	Huidige waarden	Verandering
<b>Maximum verwachtingswaarden</b>			
Beursgenoteerde aandelen	7,25%	(7,6%) (geschat)	-0.35%
Overige zakelijke waarden	7,75%	8%	-0,25%
Direct vastgoed	6,5%	6,5%	0
Grondstoffen	6,25%	6,5%	-0,25%

Uit dit overzicht blijkt dat dit deel van de Commissie adviseert om voor direct vastgoed de huidige parameter ongewijzigd laten en die voor grondstoffen in geringe mate neerwaarts aan te passen.

Voorts adviseren deze leden om alleen meetkundige parameters te hanteren. Deze parameters sluiten goed aan bij de feitelijke aangroei van beleggingen en de centrale kengetallen van de stochastische analyses die door pensioenfondsen worden gemaakt. Door uit te gaan van volatiliteits- en correlatieaannames legt het meetkundig gemiddelde het verwacht portefeuillerendement eenduidig vast. Wanneer rekenkundige gemiddelden het vertrekpunt zijn, zijn voor de vertaling van de rekenkundige verwachting op portefeuilleniveau naar het meetkundige rendement overigens dezelfde aannames vereist.

#### *Consequenties en bestuurlijke inpassing*

Op basis van de huidige parameterwaarden mag gemiddeld genomen over de sector uit worden gegaan van een maximaal verwacht portefeuillerendement van jaarlijks 6,9% rekenkundig. Dit percentage daalt met circa een procentpunt indien de parameterwaarden gelden van het eerstgenoemde deel van de Commissie en met 30 basispunten onder die van het andere deel. De nieuwe parameters impliceren andere randvoorwaarden voor de beleidsruimte van pensioenfondsen, in het bijzonder voor nieuw op te stellen continuïteitsanalyses, herstelplannen en gedempte kostendekkende premies. Dit kan leiden tot aanpassingen in de premiehoogte en/of in het ambitieniveau van de pensioenregeling. Als indicatie van de omvang van deze effecten is berekend wat de gevolgen van de nieuwe parameters zouden zijn indien de gehele aanpassingslast in de premies wordt opgevangen. Vanuit de gedempte kostendekkende premie zorgen de nieuwe parameterwaarden voor een premiestijging die kan oplopen tot 1,9 respectievelijk 0,6 miljard euro. Toekomstige continuïteitsanalyses (met een horizon van 15 jaar) zullen ook een lager pad

<sup>3</sup> Het reële rendement op aandelen bedroeg in de jaren 1900-1949 gemiddeld 3,5% en in de jaren 1950-1999 gemiddeld 9%. Het door dit deel van de Commissie voorgestelde rendement op aandelen bedraagt reëel 5¼% voor de komende jaren.

<sup>4</sup> In rekenkundige termen zouden de waarden in de tabel circa 1,5%-punt hoger uitkomen.

voor de dekkingsgraad laten zien, waarop fondsen een beleidsreactie zullen moeten formuleren. De impact op eventuele nieuwe herstelplannen is zeer fondsspecifiek en kan niet naar sectorniveau worden berekend.

De Commissie geeft in overweging om, gelet op de huidige tijdsplanning van de evaluatie van het FTK, uitstel tot herziening van herstelplannen te verlenen aan de pensioenfondsen die op grond van de feitelijke ontwikkeling van de dekkingsgraad, vastgesteld op 31 december 2009, te maken krijgen met zodanige tegenvallers in de uitvoering van de lopende herstelplannen dat aan extra maatregelen niet valt te ontkomen. Hierbij moet worden opgemerkt dat de (gedempte) kostendeekkende premie voor 2011 voor het eerst op basis van de nieuwe parameters bepaald zal moeten worden. Voorts is de Commissie unaniem van mening dat de samenhang tussen de regels rond risico en rendement nadere aandacht verdient in de evaluatie van het Financieel toetsingkader (FTK). Dit geldt ook voor de consistentie tussen het gemaximeerde rendement voor vastrentende waarde en de rentetermijnstructuur die wordt gebruikt voor het disconteren van de verplichtingen van pensioenfondsen.

## 1. Inleiding

De parameters waarover de Commissie moet adviseren, stellen grenzen aan de rendementen en inflatieverwachtingen waarmee pensioenfondsen mogen rekenen bij het opstellen van continuïteitsanalyses, herstelplannen en kostendeckende premies. De huidige parameters, die zijn vastgelegd in de ministeriële *Regeling parameters pensioenfondsen*, vervallen met ingang van 1 januari 2010. Voor de periode na 31 december 2009 dienen de parameters van het FTK te worden vastgesteld bij algemene maatregel van bestuur. De Commissie Parameters heeft als opdracht (bijlage 1) te bezien of op grond van financieel-economische ontwikkelingen in het verleden en realistische verwachtingen ten aanzien van de toekomst de huidige parameters aanpassing behoeven, en zo ja, welke parameters de Commissie voor de periode na 31 december 2009 adviseert.

Na een overzicht van de huidige parameters beschrijft paragraaf 3 het doel en het gebruik van de parameters. Vervolgens geeft de Commissie in paragraaf 4 de overwegingen die ten grondslag liggen aan de toetsing van de huidige parameters. Paragraaf 5 geeft de onderbouwing van de concreet voorgestelde parameters. Paragraaf 6 gaat in op de inpassing in het bestuurlijke kader met aandacht voor de implicaties voor de lopende herstelplannen en paragraaf 7 rond af met slotoverwegingen.

Op enkele onderdelen is het advies van de Commissie niet unaniem. Daar waar sprake is van verdeeldheid, worden twee standpunten weergegeven. De standpunten van de leden Knot (De Nederlandsche Bank), Van Ewijk (Centraal Planbureau) en Don (voorzitter) worden aangeduid als de standpunten van de leden KvED. De standpunten van de leden Driessen en Van Popta (beiden Stichting van de Arbeid) worden aangeduid als de standpunten van de leden DvP.

## 2. Huidige parameters

De parameters vormen de grenswaarden voor de verwachtingen ten aanzien van rendementen, inflatie en loonontwikkeling waarmee pensioenfondsen voor toezichtdoeleinden mogen rekenen. Bij de rendementen gaat het om maximumwaarden waarmee pensioenfondsen mogen rekenen; bij de loon- en prijsinflatie gaat het om minimum verwachtingswaarden.

**Tabel 3. Huidige parameterwaarden**

Categorie	rekenkundig		meetkundig	
	totaal	risicopremie	totaal	risicopremie
<b>Maximum verwachtingswaarden</b>				
Vastrentende waarden	4,5		4,5	
Aandelen ontwikkelde markten	9	4,5	7,5	3
Niet-beursgenoteerde aandelen	9,5	5	8	3,5
Aandelen opkomende markten	10	5,5	8,5	4
Onroerend goed	8	3,5	6,5	2
Grondstoffen	8	3,5	6,5	2
<b>Minimum verwachtingswaarden</b>				
Looninflatie	3		3	
Prijsinflatie	2		2	

Tabel 3 laat zien dat de maximum verwachtingswaarden voor het totale rendement bij de niet-vastrentende waarden zijn opgebouwd uit de som van de risicopremies die in de ministeriële regeling worden genoemd en het maximaal verwacht rendement op vastrentende waarden van 4,5%. Omdat sommige pensioenfondsen in de praktijk blijken uit te gaan van rekenkundige gemiddelden en anderen van meetkundige gemiddelden, is in de huidige regeling voorzien in beide mogelijkheden.

### **3. Doel en gebruik van de parameters**

#### **3.1. Doel**

De parameters vormen een belangrijk element in het beleid van pensioenfondsen dat vraagt om een toetsing van de consistentie tussen gewekte verwachting, financiering en realisatie van de indexatieambitie. Deze toetsing krijgt een invulling in de continuïteitsanalyse die periodiek wordt opgesteld en die als basis dient voor de communicatie van de uitkomsten aan de deelnemers. Bovendien zorgt de continuïteitsanalyse voor de onderbouwing van herstelplannen. Ook kunnen de parameters input vormen voor de berekening van de gedempte kostendeckende premie<sup>5</sup>. De parameterwaarden bepalen in deze toepassingen in hoge mate de gemodelleerde verwachte ontwikkeling van de dekkingsgraad en daarmee de in de toekomst te verwachten indexatie dan wel de verwachte benodigde inzet van herstelmaatregelen, zoals premieaanpassingen en indexatiekortingen.

De rendementsparameters betreffen maximumwaarden om te voorkomen dat pensioenfondsen verwachtingen wekken die door de uiteindelijk gerealiseerde rendementen moeilijk waargemaakt kunnen worden. De financiële gezondheid van pensioenfondsen wordt uiteindelijk niet bepaald door de verwachte maar door de gerealiseerde rendementen en de wijze waarop daarmee wordt omgegaan.

#### **3.2 Gebruik**

De Commissie ontleent aan het gebruik van de parameters de volgende uitgangspunten.

##### *Consistent gebruik van parameters*

De uiteindelijke keuze van de parameters door pensioenfondsen dient op consistente wijze plaats te vinden. De voorgeschreven parameters geven grenswaarden aan, met maximumwaarden (t.a.v. rendementen) en minimumwaarden (t.a.v. loon- en prijsinflatie). Binnen deze grenzen dient rekening te worden gehouden met de specifieke eigenschappen van de eigen portefeuille en de onderlinge samenhang tussen grootheden. Ook de actuele situatie op financiële markten speelt daarbij een rol, bijvoorbeeld weerspiegeld in de relatie tussen het verwachte rendement op vastrentende waarden en de renteverwachting zoals ingeprijsd door de actuele

---

<sup>5</sup> Daar waar sprake is van onvoorwaardelijke indexatie kunnen de parameters ook van toepassing zijn bij het bepalen van de technische voorzieningen.

rentetermijnstructuur. De haalbaarheid en consistentie van de parameterkeuzes van een fonds moeten op de voorgrond staan. Keuzes voor parameters, binnen de grenzen van de regeling, dienen met elkaar verenigbaar te zijn.

#### *Beperking aantal rendementsparameters*

Idealiter wordt bij het bepalen van verwachte rendementen rekening gehouden met de specifieke eigenschappen van een beleggingsportefeuille van een pensioenfonds. In praktijk is dit echter ondoenlijk. Daarom wordt aangenomen dat de portefeuilles voldoende breed zijn gediversifieerd en dat specifieke risico's geen doorslaggevende rol spelen. Vandaar dat voor een beperkt aantal hoofdcategorieën het gemiddelde rendement wordt gegeven in de vorm van één cijfer (per categorie). Deze gemiddelde rendementen staan in verhouding tot de gemiddelde risicograad van de betreffende beleggingscategorie. Bij een lage risicograad past ook een lager verwacht rendement.

De huidige rendementsparameters betreffen veel categorieën die weliswaar op duidelijke gronden zijn afgebakend maar ongelijk in grootte zijn. De samenhang van de beleggingen tussen de afzonderlijke categorieën is soms groter dan binnen de categorieën. Mede om die reden stelt de Commissie voor om het aantal categorieën zakelijke waarden terug te brengen tot beursgenoteerde aandelen en overige zakelijke waarden.

#### *Termijn van beleggingen*

Bij de beleggingen in vastrentende waarden is de duration van de portefeuille veelal 5 tot 10 jaar. Het rendement op vastrentende waarden is daarom op deze looptijd afgestemd. Zakelijke waarden zoals aandelen hebben geen eindige looptijd.

#### *Bruto rendementen*

Bij het bepalen van de parameterwaarden geniet het de voorkeur om maximum verwachtingswaarden voor de totale rendementen ('total return') te presenteren in plaats van risicopremies, omdat de risicopremie een afgeleid en niet eenduidig begrip is (o.a. afhankelijk van de keuze voor de rentevoet ten opzichte waarvan wordt gemeten). De rendementen betreffen bovendien bruto cijfers, dus voor aftrek van beleggingskosten. De huidige regeling is hierover onduidelijk. In de praktijk wordt (deels) gebruik gemaakt van netto rendementen, maar de rendementen die op de markt tot stand komen zijn bruto rendementen. Deze bruto rendementen bieden ook een vergelijkingsmaat voor de rendementen op minder liquide beleggingen. Bovendien vormen zij de basis voor de literatuur waarop de becijferingen in dit advies berusten.



## 4. Overwegingen van de Commissie

### 4.1 Overwegingen bij het verwachte rendement op aandelen

De Commissie heeft tot taak de huidige parameters te toetsen, rekening houdend met de financieel-economische ontwikkeling in het verleden en realistische verwachtingen voor de toekomst. Na een terugblik op de invloed van de recent fors gedaalde aandelenkoersen op het langjarig gemiddelde aandelenrendement en een beschouwing over de mogelijkheid dat de koersen weer snel terugkeren naar vroegere niveaus, vraagt de Commissie in deze paragraaf vooral aandacht voor realistische verwachtingen voor de toekomst.

#### *Behaalde rendementen*

Over de risicopremie voor aandelen is een enorme literatuur beschikbaar. Voor recente overzichtsartikelen zie Salomons (2008), Donaldson en Mehra (2008) en Mehra en Prescott (2008).<sup>6</sup> De literatuur geeft aan dat historisch gezien de gerealiseerde aandelenrisicopremie zeer variabel is; de schattingen voor het lange termijn gemiddelde liggen tussen de 2,4 en 8%. Deze cijfers geven een brede range van mogelijke risicopremies aan. Die brede range hangt overigens voor een belangrijk deel samen met de uitgangspunten die worden gehanteerd. Zo kan enerzijds worden gerekend met een meetkundige of rekenkundige benadering en anderzijds het rendement op kort lopende of langlopende staatsobligaties als referentiepunt worden genomen.

Een wereldwijde aandelenportefeuille, waarbij de omvang van de aandelenmarkt van 1900 als startgewicht in de portefeuille dient, had over de periode tot en met 2008 een aandelenrisicopremie ten opzichte van lange staatsobligaties opgeleverd van 3,4%<sup>7</sup>. Dit langjarig gemiddelde is door de realisaties van de afgelopen drie jaren met 60 basispunten gedaald. In een eerdere studie<sup>8</sup> werd de lange termijn aandelenrisicopremie ten opzichte van lange staatsobligaties nog op 4% geschat. Dit is berekend voor de periode 1900-2005.

Tabel 4 laat zien dat de ontwikkeling op de aandelenmarkten in de afgelopen 3 kalenderjaren heeft gezorgd voor een verlaging van de historische risicopremie op een wereldwijde aandelenportefeuille, en ook op die van portefeuilles gericht op o.a. de VS en Nederland. De verlaging hangt in de VS deels ook samen met enige stijging in het reële rendement op staatsobligaties.

---

<sup>6</sup> Salomons, (2008), *A Theoretical and Practical Perspective on the Equity Risk Premium*, Journal of Economic Surveys 22, pp. 299-329. Donaldson. en Mehra (2008), *Risk-Based Explanations of the Equity Premium*, in Mehra (ed.), *Handbook of the Equity Risk Premium*, chapter 2, Elsevier, pp. 37-99. Mehra en Prescott (2008), *Non-Risk-Based Explanations of the Equity Premium*, in Mehra (ed.), *Handbook of the Equity Risk Premium*, chapter 3, Elsevier, pp. 101-115.

<sup>7</sup> Dimson, Marsh en Staunton (2009), *Keeping faith with stocks*, in Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009. Het achterliggende Sourcebook laat voor de periode vanaf 1950 zien dat het wereldwijd aandelenrendement ten opzichte van staatsobligaties is gedaald van 4,4% over de periode 1950-2005 tot 3,2% over de periode 1950-2008: een daling van 1,2%.

<sup>8</sup> Dimson, Marsh en Staunton (2006), *The worldwide equity premium: a smaller puzzle*, Working Paper, London Business School.

**Tabel 4. Gemiddeld reëel rendement op aandelen en staatsobligaties op jaarbasis (meetkundig)**

	Aandelenrisicopremie tov. staatsobligaties		Rendement staatsobligaties		Rendement aandelen	
	1900-2005	1900-2008	1900-2005	1900-2008	1900-2005	1900-2008
Wereldwijd <sup>9</sup>	4	3,4	1,8	1,8	5,8	5,2
VS	4,5	3,8	2	2,1	6,5	6
Nederland	3,9	3,2	1,4	1,4	5,3	4,6

Bron: Dimson e.a. (2006) en (2009).

De recent sterk gedaalde rendementen roepen allereerst de vraag op of in de toekomst mag worden gerekend op een snelle terugkeer van het oude historische gemiddelde. Naast deze mogelijkheid van ‘mean reversion’ moet echter ook aandacht worden besteed aan de mogelijkheid van structureel lagere risicopremies. Het zicht daarop kan vertekend zijn door de hoge risicopremies die bijvoorbeeld in de periode 1990-1999 zijn gerealiseerd. In deze periode bedroeg het reële aandelenrendement in de VS 14,2% per jaar (meetkundig) en in Nederland zelfs 17,8%. Door met name het negatieve rendement van 5,2% in Japan bleef het rendement wereldwijd in de jaren negentig overigens beperkt tot gemiddeld 7,9% per jaar.

#### *Mean reversion in aandelenrendementen?*

De onzekerheid omtrent mean reversion is zo groot, dat geen betrouwbare schatting kan worden gegeven die als basis kan dienen voor realistische toekomstverwachtingen. Er is literatuur die de aanwezigheid van mean reversion ondersteunt. Er is echter ook literatuur die het bestaan ervan bestrijdt<sup>10</sup>. Het aantonen van mean reversion gaat met grote statistische problemen gepaard. De omvang, richting en timing van eventuele mean reversion zijn niet voldoende robuust vast te stellen. Periodes met negatieve rendementen worden historisch gezien zeker niet altijd gevolgd door periodes met hogere risicopremies. Historisch gezien zijn er weliswaar gebeurtenissen aan te wijzen waarin het niveau van beurskoersen relatief snel een (gedeeltelijk) herstel heeft laten zien (herstel na krach 1987, goede rendementen na de sluispende krach 2000-2003), maar daar staan andere voorbeelden tegenover (Japan jaren ‘90, het herstel na 2003 was achteraf slechts van korte duur).

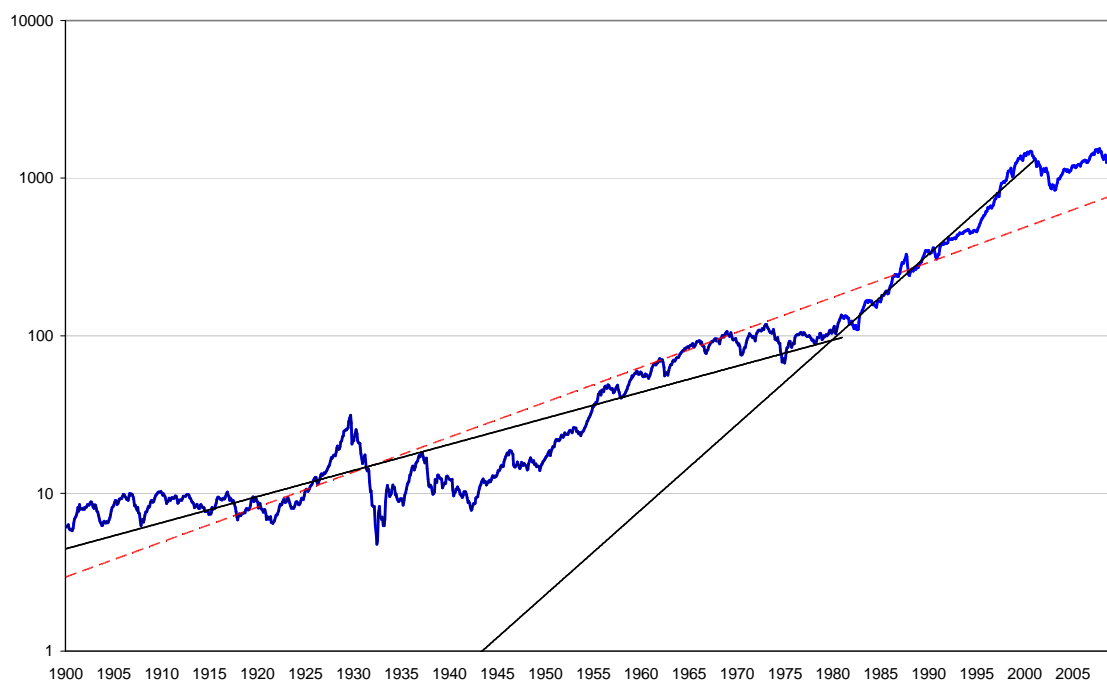
Figuur 1 toont de ontwikkeling van de S&P 500 index. Gezien de relatief sterk gestegen koersen in de jaren tachtig en negentig leek in de periode rond 1980 sprake te zijn van een trendbreuk. Maar met de koersontwikkeling sinds 2000 lijkt een terugkeer in gang gezet naar een minder sterke stijging. Of toekomstige koersen nog verder zullen terugvallen tot op of onder de trendlijn

<sup>9</sup> De wereldwijde aandelenportefeuille heeft in de studies van Dimson e.a. betrekking op 17 landen, te weten Australië, België, Canada, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Japan, Nederland, Noorwegen, Spanje, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Zuid-Afrika, Zweden en Zwitserland. Voor al deze landen zijn de aandelenrendementen over de periode 1900-2008 apart in beeld gebracht.

<sup>10</sup> De aanvankelijke conclusie van sommige studies, bijvoorbeeld Fama en French (1988) en Poterba en Summers (1988), dat aandelenrendementen op lange termijn inderdaad mean reversion vertonen, is inmiddels genuanceerd door Boudoukh en Richardson (1994), Goetzman en Jorion (1993), Lo en MacKinlay (1989), Nelson en Kim (1993), Richardson en Smith (1991), Richardson en Stock (1989) en Richardson (1993).

van de periode 1900-1980 of dat de toekomstige rendementen weer hoger zullen uitkomen, laat zich niet goed voorspellen.

**Figuur 1. Standard & Poor's 500 Index, maandcijfers 1900:1-2009:8, ongecorrigeerd**



De (zwarte) doorgetrokken lijnen geven de gemiddelde ontwikkeling in 1900-1980 respectievelijk 1981-2000. De (rode) stippellijn geeft het gemiddelde over 1900 tot heden.

Bron: Shiller (2005) *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, geactualiseerde cijfers.

Kortom, het is voor de Commissie zeer de vraag of er sprake zal zijn van een vorm van mean reversion in financiële markten, zelfs wanneer de relatief lange horizon van pensioenfondsen in ogenschouw wordt genomen. Zouden ze al bestaan, dan zijn dergelijke effecten niet voorspelbaar.

#### *Verwachte rendementen*

Uit zowel de besproken literatuur als figuur 1 blijkt dat het gerealiseerde rendement op aandelen langdurig kan afwijken van een gemiddelde waarde. Naar het oordeel van de Commissie dienen pensioenfondsen – meer dan tot nu toe – vooraf rekening te houden met zulke, soms forse afwijkingen.

In lijn met literatuur over dit onderwerp maken **de Commissieleden KvED** met betrekking tot de in de toekomst te verwachten aandelenrendementen een duidelijk onderscheid tussen (gerealiseerd) verleden en (verwachte) toekomst. Zo noemt Dimson c.s. twee factoren waarom de verwachte aandelenrendementen lager zullen zijn dan de in het verleden gerealiseerde rendementen.

- De toegenomen integratie van de financiële markten neemt geleidelijk aan steeds meer belemmeringen weg voor diversificatie. Hierdoor kunnen de risico's beter worden gespreid<sup>11</sup>. De toegenomen diversificatie heeft daarom de risicopremie structureel doen dalen, en tegelijkertijd gezorgd voor een herwaardering van het aandelenbezit middels een stijging van de aandelenkoersen. Dimson c.s. waarschuwt dat de daaruit voortvloeiende tijdelijk hogere (ex post) risicopremie niet als bewijs moet worden gezien voor een toegenomen (ex ante) risicopremie. Dit herwaarderingseffect moet niet worden onderschat. Tussen 1980 en 2000 bedroeg het reële aandelenrendement bijna 13% per jaar. Dat is veel hoger dan op grond van het dividendrendement kan worden verklaard<sup>12</sup>. Nadat de belemmeringen voor diversificatie zijn geslecht, zal dit herwaarderingseffect verdwijnen en de risicopremie het structureel lagere niveau bereiken.
- Daarnaast is het reële aandelenrendement van wereldwijd 3,5% per jaar in 1900-1949, gevolgd door een koersstijging in reële termen van gemiddeld jaarlijks 9% in 1950-1999 (beide meetkundig). Het optimisme aan het begin van de 20<sup>e</sup> eeuw werd gelogenstraft door de gebeurtenissen in de eerste 50 jaar, terwijl na 1950 sprake was van beter dan verwachte resultaten als gevolg van o.a. technologische ontwikkelingen en een ongekennde stijging van de productiviteit. Deze incidentele factoren zorgen voor een opwaartse vertekening in de historische data<sup>13</sup>.

Op grond van deze twee factoren verwacht Dimson c.s. voor de komende 20 jaar een wereldwijd reëel aandelenrendement van jaarlijks 4%-4,5% (meetkundig)<sup>14</sup>. Dat is 0,7%-1,2% lager dan het langjarig gemiddelde van 5,2%.

Het onderscheid tussen (gerealiseerd) verleden en (verwachte) toekomst staat ook centraal in andere studies. Zo presenteren Fama en French<sup>15</sup> twee berekeningen voor de (ex ante) risicopremie op aandelen die met 2,55% en 4,32% in de periode 1951-2000 fors lager zijn dan de gerealiseerde risicopremie van 7,43%. Ook zij verklaren dit verschil uit de daling van de (ex ante) risicopremie in de genoemde periode die de aandelenkoersen en daarmee de (ex post) gerealiseerde rendementen heeft opgedreven.

Voorts is het rendement op staatsobligaties de afgelopen 25 jaar wereldwijd aanmerkelijk hoger uitgekomen dan het rendement op schatkistpapier dat de risicovrije korte rente weergeeft. Ook

---

<sup>11</sup> De wereldwijde index kent over de periode 1900-2008 een volatiliteit van 17,6% per jaar, terwijl de indices voor de afzonderlijke landen een gemiddelde volatiliteit kennen van 22,7%. Ondanks de afgenomen risicopremie blijft diversificatie volgens Dimson c.s. een van de laatst beschikbare 'free lunches'. Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009, p. 43.

<sup>12</sup> Zie voor toepassing van de Gordon-formule: Gordon (1994), *Finance, investment and macroeconomics*, Edward Elgar.

<sup>13</sup> Zie ook Dimson, Marsh en Staunton (2002), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, 1st edition New York.

<sup>14</sup> In *Keeping faith with stocks* verwachten Dimson c.s. een risicopremie van 3%-3,5% ten opzichte van de korte rente. Hier is verondersteld dat de reële korte rente gelijk is aan 1%, dat is het wereldwijd gemiddelde voor de periode 1900-2008. Zie ook paragraaf 5 voor een nadere onderbouwing.

<sup>15</sup> Fama en French (2002), *The Equity Premium*, *Journal of Finance* 57, blz. 637-659.

hier waarschuwen Dimson c.s. dat het een illusie is te denken dat dit in de toekomst zo zal blijven<sup>16</sup>. Het relatief hoge rendement weerspiegelt de daling van de inflatie die veelal sterker is geweest dan verwacht en daardoor vooruit is gelopen op de daling van de nominale lange rente. Ook dit leidt tot een opwaarts herwaarderings-effect van de beleggingen in staatsobligaties dat verdwijnt zodra inflatie en lange rente een stabiel niveau bereiken. Dit heeft tevens gezorgd voor een drukkend effect op de risicopremie ten opzichte van het risicovrije rendement op staatsobligaties.

In het licht van bovenstaande achten deze Commissieleden het noodzakelijk om bij de vaststelling van een realistische waarde voor het toekomstige verwachte aandelenrendement een correctie toe te passen op het in het verleden behaalde gemiddelde rendement. Bij de vaststelling van deze correctie baseren zij zich op de studie van Dimson c.s.

**De Commissieleden DvP** nemen de gemiddelde risicopremie op aandelen van 3,4% over de periode 1900-2008 als basis (over de periode 1900-2005 gemeten bedroeg deze risicopremie overigens 4%, zie tabel 4). In de tijdsspanne 1900-2008 hebben perioden met hoge, met lage en met zelfs negatieve risicopremies elkaar afwisselend opgevolgd. Een periode van bijna 110 jaren, met zoveel afwisseling, is volgens deze leden voldoende lang om het historische gemiddelde, zonder correcties, neerwaarts of opwaarts, als basis te nemen. Een risicopremie van 3,4% ligt boven het gemiddelde van de jaren 1900-1949, maar beneden die van de periode 1950-1999. En er is ook literatuur voorhanden waarin de risicopremie op 3,4% of hoger wordt geschat<sup>17</sup>.

Deze leden achten een redenering à la Dimson en anderen die leidt tot een neerwaartse correctie van het historische gemiddelde niet overtuigend. Tegenover het argument van de voortgaande diversificatie op de aandelenmarkten staat dat markten door de globalisering meer geïntegreerd zijn geraakt, waardoor spreiden minder zin heeft en beleggers een hogere risicopremie gaan vragen. De opeenvolging van dergelijke tegengestelde correcties maakt het moeilijk om de invloed van de afzonderlijke correcties in de tijd goed te identificeren.

Een, opwaartse of neerwaartse, correctie zou ook kunnen worden gebaseerd op een inschatting van het komende investerings- en beursklimaat. Maar dit is volgens deze leden een buitengewoon moeilijke benadering. Net zoals er lang kan worden getwist over mean reversion, kan er lang worden getwist over het extrapoleren van optimisme of pessimisme naar de toekomst.

---

<sup>16</sup> Dimson, Marsh en Staunton (2009), *Looking to the long term*, in Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009, p. 15.

<sup>17</sup> Fernandez, (2009), *Market Risk Premium used in 2008 by professors: 1,400 answers*, IESE Business School Survey, pp.21; Fernandez, (2009), *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School Working Paper, pp.25; Graham en Harvey, (2009), *The Equity Risk Premium amid a Global Financial Crisis*, Duke University Working Paper, pp.19; Siegel (1998), *Risk and return: start with the building blocks*, Mastering Finance, Pitman Publishing, blz. 5-12; Welch, (2000), *Views of Financial Economists On The Equity Premium And Other Issues*, The Journal of Business, 73-4, 501-537 (Update 2009: <http://welch.econ.brown.edu/academics/equpdate-results2009.html>).

Alles afwegende zijn deze leden van mening dat een risicopremie van 3,4% een adequate basis vormt voor het vaststellen van de parameterwaarde van het aandelenrendement (als realistisch maximum voor de komende vijftien jaren).

Omdat uit empirische analyses blijkt dat de feitelijke risicopremie op aandelen langdurig kan afwijken van dit historische gemiddelde, dienen pensioenfondsen – meer dan tot nu toe – ex ante rekening te houden met deze, soms forse, afwijkingen. Er bestaat overigens op dit punt geen verschil van opvatting binnen de Commissie. Een dergelijke aanpak is volgens deze leden het noodzakelijke complement van het kiezen van een historisch gemiddelde risicopremie als basis. Er zijn verschillende manieren om deze aanpak in te vullen (die zich ook kunnen uitstrekken tot het pensioencontract); pensioenfondsen moeten daarin hun eigen weg bepalen. Waar het om gaat is dat pensioenfondsen prudent met realistische maximale parameterwaarden omgaan.

#### **4.2 Hantering van rekenkundig en/of meetkundig gemiddelde?**

Een belangrijk discussiepunt is het gebruik van rekenkundige of meetkundige parameters. De *Regeling parameters pensioenfondsen* biedt de pensioenfondsen thans de keuze om of de meetkundige of de rekenkundige parameters te hanteren.

Verwachte rendementen vormen een belangrijk onderdeel van het financieel beleid van pensioenfondsen. Daarnaast is het risico, uitgedrukt in de onderliggende volatiliteiten en correlaties van de rendementen, van belang. Gegeven een kansverdeling van rendementen is het verwachte (rekenkundig) rendement gelijk aan het rendement dat gemiddeld genomen wordt behaald. Het mediane rendement is het rendement dat in 50% van de gevallen ten minste (of ten hoogste) wordt behaald. De mediaan komt onder bepaalde veronderstellingen<sup>18</sup> overeen met het meetkundige rendement. De mediaan (c.q. het meetkundige gemiddelde) ligt onder de verwachting, vanwege de scheefheid van de rendementsverdeling<sup>19</sup>. De mate waarin de mediaan onder de verwachting ligt, hangt af van de volatiliteit en het stochastische proces dat aan de rendementsverdeling ten grondslag ligt. In de huidige parameterwaarden is het verschil gesteld op 1,5%-punt.

Argumenten vóór het gebruik van rekenkundige parameters hangen samen met stochastische continuïteitsanalyses waarvan de basisinvoer doorgaans bestaat uit het *rekenkundige* rendement<sup>20</sup>. Dit is een statistisch zuivere schatter voor het verwachte rendement<sup>21</sup>. Ook laten rekenkundige verwachte rendementen op individuele beleggingscategorieën zich op eenduidige wijze vertalen

---

<sup>18</sup> In het bijzonder de veronderstelling van lognormaal verdeelde rendementen.

<sup>19</sup> Het rendement kan niet kleiner zijn dan -100% maar in theorie wel oneindig positief.

<sup>20</sup> Het is ook mogelijk om het meetkundige rendement als input te hanteren. Deze wordt dan wel eerst door het model omgerekend tot een rekenkundig gemiddelde, gebruik makend van aanvullende aannames over volatiliteits- en correlatieparameters die niet in het FTK zijn vastgelegd.

<sup>21</sup> Zie ook Ten Cate (2009), *Arithmetic and geometric mean rates of return in discrete time*, CPB Memorandum 223.

naar een rekenkundig verwacht portefeuillerendement, zonder dat daarbij aanvullende aannames over risicoparameters benodigd zijn.

Argument vóór het gebruik van meetkundige parameters is het feit dat de feitelijke meerjarige groei van zowel het vermogen als de pensioenverplichtingen in de praktijk vaak wordt uitgedrukt als een meetkundig (of geometrisch) gemiddelde rendement. Dit is de reden waarom in de communicatie met bestuurders van pensioenfondsen gewoonlijk gesproken wordt over meetkundige rendementen. Besturen van pensioenfondsen stellen de input voor continuïteitsanalyses, herstelplannen en kostendeckende premies vaak vast in termen van verwachte meetkundige rendementen. Het gebruik van meetkundige parameters borgt dat de mediane prognoses uit de stochastische analyses de nadruk krijgen.

Wat betreft de verwachte (maximum) rendementen is het van belang realistische waarden vast te stellen, in de wetenschap dat met de risico's elders in het FTK rekening wordt gehouden<sup>22</sup>. Dit neemt niet weg dat de omvang van risicoparameters een belangrijke invloed heeft op de toepassing van de parameters in de regeling. De huidige constellatie, waarin maxima worden opgelegd aan òf de rekenkundige òf de meetkundige parameters, werkt voor beleggingen met een bovengemiddeld risico anders uit dan voor minder risicovolle beleggingen. Het verschil tussen het rekenkundige en het meetkundige maximum van 1,5%-punt is namelijk gebaseerd op de volatiliteit van een gemiddelde, breed gespreide portefeuille. Wanneer beleggingen meer (minder) risicovol zijn, wordt het verschil groter (kleiner). De keuze voor een meetkundig (rekenkundig) uitgangspunt, leidt dan tot het overschrijden van het rekenkundig (meetkundige) maximum.<sup>23</sup> Indien bijvoorbeeld het verschil tussen het rekenkundig en meetkundig rendement voor een specifieke beleggingsportefeuille 2%-punt bedraagt, dan impliceert het hanteren van de maximum verwachtingswaarde voor het meetkundig rendement een rekenkundig rendement dat hoger is dan de daarvoor geldende maximum verwachtingswaarde. Omgekeerd komen minder risicovolle beleggingsportefeuilles uit op een meetkundig rendement dat eveneens hoger is dan de maximum verwachtingswaarde door het rekenkundig maximum als uitgangspunt te nemen.

**De Commissieleden KvED** stellen daarom dat zowel aan de rekenkundig als aan de meetkundig vastgelegde maximum verwachtingswaarden moet worden voldaan. Zij adviseren dus een èn-èn bepaling. Een rekenkundig maximum is voor toezichtdoeleinden van groot belang, want zonder

---

<sup>22</sup> Zo wordt in de DNB *Beleidsregel uitgangspunten beoordeling continuïteitsanalyse van pensioenfondsen* expliciet aangegeven dat bij de invulling van de parameters dient te worden uitgegaan van: (1) realistische rendementen van de diverse beleggingscategorieën; (2) realistische standaarddeviaties ten opzichte van de gebruikte rendementen; (3) realistische (auto)correlaties en (3) realistische technische veronderstellingen (toekomstige marktrente, inflatie, bestandsontwikkeling, salarisontwikkeling), die alle goed onderbouwd zijn.

<sup>23</sup> Daarbij zij opgemerkt dat de overschrijding van het rekenkundige maximum in beginsel onbegrensd is. De overschrijding van het meetkundige maximum is van bovenaf begrensd door de hoogte van het rekenkundige maximum. Merk tevens op dat de overschrijding van het rekenkundig maximum niet volledig teniet wordt gedaan wanneer op portefeuilleniveau wordt teruggerekend naar het meetkundige gemiddelde.

dit maximum zouden de parameters effectief geen bovengrens stellen aan het verwachte (portefeuille)rendement.

**De Commissieleden DvP** stellen voor om alleen het verwachte meetkundige beleggingsrendement aan een maximum te binden. Deze parameters sluiten goed aan bij de feitelijke aangroei van beleggingen en de centrale kengetallen van de stochastische analyses die door pensioenfondsen worden gemaakt. Door uit te gaan van volatiliteits- en correlatieaannames legt het meetkundig gemiddelde het verwacht portefeuillerendement eenduidig vast. Wanneer rekenkundige parameters het vertrekpunt zijn, zijn voor de vertaling van de rekenkundige verwachting op portefeuilleniveau naar het meetkundige rendement overigens dezelfde aannames vereist.

Overigens heeft de Commissie de indruk dat op dit vlak verschillen in technisch inzicht bestaan die mede van invloed zijn op de keuzes die worden gemaakt om het verwachte portefeuillerendement te begrenzen. De Commissie adviseert om de technische aspecten hiervan helder te krijgen.

## 5. Onderbouwing parameterwaarden

### 5.1 Prijsinflatie

Een schatting van de prijsinflatie op basis van een gemiddelde stijging van de consumentenprijsindex in het verleden lijkt weinig representatief, aangezien de inflatie de afgelopen decennia structureel is afgenomen (zie tabel 5). Ook consensus marktverwachtingen laten niet zien dat hoge inflatiepercentages op (middel)lange termijn zullen terugkeren. De inflatieverwachting voor de lange termijn (5-10 jaar vooruit) schommelt al jaren rond 2%. Sinds het uitbreken van de crisis lijkt de inflatieverwachting op lange termijn iets te zijn toegenomen, maar deze ligt wel nog steeds in de buurt van 2%. Een minimum verwachtingswaarde van 2% prijsinflatie is ook in lijn met het monetaire beleid van de ECB dat gericht is op een prijsinflatie die op middellange termijn dichtbij, maar niet hoger dan 2% bedraagt.

Het advies is daarom de verwachte prijsinflatie ongewijzigd vast te stellen op 2%. Hierbij moet worden aangetekend dat door de financiële crisis zowel de neerwaartse als de opwaartse risico's voor de inflatie op middellange termijn zijn toegenomen.

**Tabel 5. Contractlonen en consumentenprijsindex (CPI), jaarlijkse procentuele mutaties**

	CPI	Contractlonen	Reële contractlonen	Arbeidsproductiviteit marktsector
	1	2	3 (=2-1)	4
1970-1979	7,1	10,0	2,9	3,1
1980-1989	2,9	2,2	-0,7	1,9
1990-1999	2,5	2,7	0,2	1,6
2000-2008	2,3	2,6	0,3	2,2

Bron: CPB, CEP 2009, bijlage 2 en 7.



## 5.2 Contractloonstijging

De nominale contractloonstijging op langere termijn wordt geschat op 3% per jaar. Bij een inflatie (CPI) van 2% komt dit overeen met een reële contractloonstijging op macroniveau van 1%. Deze inschatting spoort met een arbeidsproductiviteitsgroei van circa 1,9% in de marktsector. Het verschil tussen deze 1,9% en de reële contractloonstijging van 1% ontstaat doordat de gemiddeld betaalde lonen in de marktsector gewoonlijk sneller toenemen dan de contractlonen. Bovendien moet rekening worden gehouden met het feit dat de consumentenprijsindex gemiddeld sneller stijgt dan de prijzen in de marktsector en met een kleine correctiepost voor eventueel stijgende sociale lasten. Samen bedragen deze posten 0,6% à 0,9%, zodat een reële contractloonstijging van naar beneden afgerond 1% een realistisch uitgangspunt is.

Wat arbeidsproductiviteitsgroei betreft zijn er verschillende schattingen. Allereerst is er een verschil tussen de arbeidsproductiviteitsgroei op macroniveau en die in de marktsector; voor Nederland is de eerste gemiddeld historisch zo'n 0,4%-punt lager dan de laatste door de lagere (toegerekende) productiviteitsgroei in de collectieve sector. Een arbeidsproductiviteitsgroei van 1,9% in de marktsector correspondeert dus met een arbeidsproductiviteitsgroei van 1,5% op macroniveau.

Een studie voor de Amerikaanse economie<sup>24</sup> komt voor de arbeidsproductiviteitsgroei in de marktsector op middellange termijn uit op 2,25%. Voor Nederland vindt Lever<sup>25</sup> voor de periode 1970-2003 een cijfer van 2,1% voor de groei van arbeidsproductiviteit in de marktsector. De groei lijkt sinds 1970 enigszins te vertragen. Voor de periode 1990-2008 bedraagt de gemiddelde groei 1,9%<sup>26</sup>.

Voor de toekomst gaat de CPB lange termijn studie<sup>27</sup> in de twee middelste scenario's uit van een groei van respectievelijk 1,5% en 1,9% op macro-niveau, corresponderend met groeicijfers van 1,9% en 2,4% voor de marktsector. Andere lange termijn studies gaan van wat lagere percentages uit. De Economic Policy Committee (EPC) van de EU hanteert in haar vergrijzingsstudie voor de EU-landen een cijfer van 1,7% per jaar. In lijn hiermee hanteert het CPB in zijn vergrijzingsstudie<sup>28</sup> ook dit cijfer van 1,7%. Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen de productiviteitsgroei in de marktsector en op macroniveau.

Op grond van dit overzicht nemen wij in dit advies het getal van 1,9% als realistisch uitgangspunt voor de productiviteitsstijging in de marktsector. Dit getal komt overeen met de gerealiseerde groei tussen 1990 en 2008 en ligt tussen het historisch gevonden cijfer van 2,1% en de toekomstraming in de vergrijzingsstudies van 1,7%.

---

<sup>24</sup> Oliner, Sichel en Stiroh (2007), *Explaining a Productive Decade*, Brookings Paper.

<sup>25</sup> Lever (2005), *Reële contractloonstijging op lange termijn*, CPB Memorandum 137.

<sup>26</sup> CPB (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*.

<sup>27</sup> Huizinga en Smid (2004), *Vier Vergezichten op Nederland*, CPB Document 55.

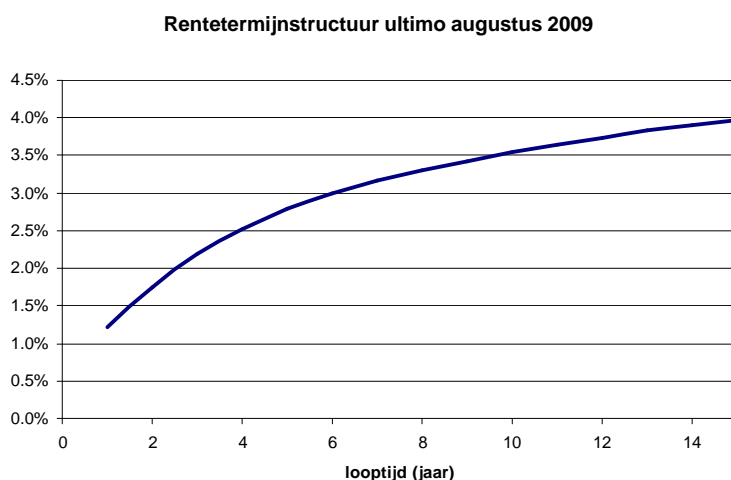
<sup>28</sup> CPB (2006), *Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances*.

Het advies is daarom ook hier de huidige parameter voor de contractloonsstijging ongewijzigd te handhaven op 3% per jaar.

### 5.3 Vastrentende waarden

Na een stijging in 2007 heeft de FTK rentecurve in 2008 en 2009 onder invloed van de financiële crisis een daling ingezet tot onder de niveaus van 2006. Het vlakke profiel ging over in een tot 20 jaar oplopende curve. De korte rente bevindt zich mede door het monetaire beleid op een historisch laag niveau (de 1 jaars zero coupon rente is 1,2%<sup>29</sup>). De voor de pensioenverplichtingen meer relevante 15 jaarsrente bevindt zich op 4,0%, zie figuur 2. De 30 jaars rente (niet afgebeeld) bedraagt 3,9%. Pensioenfondsen beleggen hun gelden doorgaans in liquide looptijden als 5 en 10 jaar waarvoor de rente respectievelijk op 2,8% en 3,5% ligt.<sup>30</sup> Tegelijk duiden de forward rates op renteverwachtingen voor deze looptijden tussen 4 en 4,5% op een horizon van vijf jaar. In dit licht is een rendement op staatspapier van 3,5 à 4,0% in de komende jaren realistisch. Afgerond resulteert een maximumwaarde van 4%.

**Figuur 2. Rentetermijnstructuur**



Bron: DNB.

Daarnaast kan het effect van de vergrijzing van de bevolking geleidelijk aan zichtbaar worden. Vrijwel alle simulatiestudies berekenen dat vergrijzing tot een daling van de rente zal leiden, voornamelijk op grond van het schaarser worden van arbeid.<sup>31 32</sup>

<sup>29</sup> Cijfers per ultimo augustus 2009.

<sup>30</sup> De ECB AAA overheidscurve loopt iets anders dan de FTK swap curve met resp. rentevoeten van 0,7%, 2,9%, 3,7% en 4,1% voor 1, 5, 10 en 15 jaarspapier.

<sup>31</sup> Brooks (2003), *Population Aging and Global Capital Flows in a Parallel Universe*, IMF Staff Papers 50, 200-221; Domeij en Flodén (2006), *Population Aging and International Capital Flows*, International Economic Review 47, 1013-1032; Boersch-Supan, Ludwig en Winter (2006), *Aging, Pension Reform, and Capital Flows: A Multi-Country Simulation Model*, *Economica* 73, 625-658.

<sup>32</sup> Dat de analyse van Kotlikoff *et al.* (2001) tot een stijging van de rente concludeert, volgt uit het feit dat deze analyse een afwijkende veronderstelling maakt ten aanzien van de sociale zekerheid. In deze analyse wordt een forse hervorming van de sociale zekerheid doorgevoerd, hetgeen beschikbare inkomens in de private sector en daarmee de private besparingen onder druk zet. Zie Kotlikoff., Smetters en Walliser (2001), *Finding a Way Out of America's Demographic Dilemma*, NBER Working Paper 8258.

De gemiddelde pensioenportefeuille bestaat echter niet alleen uit nominale staatsobligaties, maar deels ook uit bijvoorbeeld bedrijfsobligaties, inflation linked bonds en structured credits. Ook worden rentederivaten gebruikt die het renterisico op de balans beïnvloeden. Een representatief beeld van het verwacht rendement op vastrentende waarden in de context van de regeling moet deze portefeuillekarakteristieken reflecteren. Het representatieve rendement kan daardoor hoger dan wel lager (bijvoorbeeld door index linked bonds) dan de genoemde 4% liggen.

De omvang van een correctie is moeilijk precies vast te stellen, in het bijzonder gezien de grote invloed van het ongewisse toekomstige verloop van bijvoorbeeld credit spreads en default rates. Bovendien is deze in sterke mate afhankelijk van de specifieke samenstelling van de portefeuille. Het is echter niet onaannemelijk dat het rendement op een bredere, goed gediversifieerde portefeuille van vastrentende waarden hoger zal uitvallen dan dat op een portefeuille bestaande uit enkel staatspapier. In dat licht is een maximale rendementparameter van (afgerond) 4,5% voor vastrentende waarden als geheel acceptabel.<sup>33</sup>

#### **5.4 Zakelijke waarden**

De categorie zakelijke waarden wordt in de Regeling parameters pensioenfondsen onderverdeeld in drie subcategorieën: aandelen ontwikkelde markten, niet-beursgenoteerde aandelen en aandelen opkomende markten. In 2006 is voor deze indeling gekozen om redenen van consistentie met de risicoparameters voor de bepaling van het vereist eigen vermogen.

De Commissie adviseert de subcategorieën aandelen ontwikkelde markten en opkomende markten samen te voegen tot één categorie beursgenoteerde aandelen, en daarnaast de huidige categorie aandelen niet-beursgenoteerde aandelen te vervangen door een categorie overige zakelijke waarden (waaronder: niet-beursgenoteerde aandelen, hedge funds, infrastructuur<sup>34</sup>). Een eerste overweging om het aantal beleggingscategorieën te beperken en slechts één categorie beursgenoteerde aandelen te onderscheiden is gelegen in het verschuivend en vervaagend onderscheid tussen ontwikkelde en opkomende markten. Bovendien is er een gebrek aan betrouwbare lange termijn risicopremies voor beleggingen in aandelen opkomende markten<sup>35</sup>. Voorts geldt dat een indeling in subcategorieën ook in grote mate een benadering blijft van de individuele onderliggende beleggingen. Naarmate subcategorieën verder worden uitgesplitst, neemt het ‘specifieke’ risico toe ten opzichte van het uitgangspunt van een breed gespreide

---

<sup>33</sup> Uitgaande van een maximaal rendement van ongeveer 4% op staatspapier komt dit voor de portefeuille van een gemiddeld pensioenfonds de facto neer op een maximaal gemiddeld extra rendement van circa één procentpunt op de overige vastrentende waarden waaronder bedrijfsobligaties, inflation linked bonds en structured credit. Dit lijkt een realistische inschatting in het licht van de historische ontwikkeling van bedrijfsobligaties. Daarbij is geen rekening gehouden met de doorgaans kortere gemiddelde looptijd van bedrijfsobligaties ten opzichte van de referentierente op staatspapier.

<sup>34</sup> Daarbij zij opgemerkt dat beleggingen die classificeren als overige zakelijke waarden niet noodzakelijk een hoger verwacht rendement kennen dan een gespreide portefeuille van beursgenoteerde aandelen. In de keuze van de parameters dient daarmee rekening te worden gehouden.

<sup>35</sup> Dimson, Marsh en Staunton (2009), *Looking to the long term*, in Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009, p. 17.

portefeuille. Een keuze van parameters die past bij het gemiddelde rendement/risico-profiel per subcategorie kan er dan toe leiden dat een fonds zich te rijk rekent en/of de relevante risico's onvoldoende in acht neemt.

De unanimititeit over de onderverdeling van de categorie zakelijke waarden neemt niet weg dat de Commissie verdeeld is over de hoogte van de parameterwaarden, als gevolg van het verschil in benadering dat in paragraaf 4.1 is geschetst. **De Commissieleden KvED** adviseren een verwacht rendement op beursgenoteerde aandelen van maximaal 7,5% rekenkundig en 6% meetkundig. Dit is ruim 1,5%-punt lager dan de huidige parameterwaarden van circa 9,1% respectievelijk 7,6%.<sup>36</sup> Het advies is vastgesteld op grond van de aanname dat de lange rente op staatsobligaties van 3,5 à 4% als risicovrij mag worden beschouwd, een verwacht ecart tussen de lange en de korte rente van 1%<sup>37</sup>, en een aandelenrisicopremie ten opzichte van de korte rente van 4,5 à 5% rekenkundig en 3 à 3,5% meetkundig. Deze risicopremie volgt de conclusie van Dimson c.s. (2009) en is nadrukkelijk een ex ante verwachtingswaarde, die op grond van de in paragraaf 4.1 genoemde factoren circa 1%-punt lager ligt dan de in het verleden gerealiseerde waarde. Voor de categorie overige zakelijke waarden is in samenhang met de geringere verhandelbaarheid en in lijn met de huidige parameterwaarden een extra risicopremie van 0,5%-punt verondersteld, waardoor het verwacht rendement overige zakelijke waarden uitkomt op maximaal 8% rekenkundig en 6,5% meetkundig.

**Tabel 6. Parameteropbouw beursgenoteerde zakelijke waarden, commissieleden KvED**

	Rekenkundig	Meetkundig
Lange rente staatsobligaties	3,5 à 4	3,5 à 4
Verskil lange en korte rente	- 1	- 1
Risicopremie ten opzichte van korte rente	4,5 à 5	3 à 3,5
Maximum parameterwaarde	7,5	6

**De Commissieleden DvP** adviseren een verwacht rendement op beursgenoteerde aandelen van maximaal 7,25% meetkundig. Dit is 0,35%-punt lager dan de huidige parameterwaarde van circa 7,6%.<sup>38</sup> Het advies is vastgesteld op grond van de aanname dat de lange rente op staatsobligaties van 4% als risicovrij mag worden beschouwd, en een aandelenrisicopremie ten opzichte van de lange rente van 3 à 3,5% meetkundig. Deze risicopremie is gebaseerd op het langjarig historisch gemiddelde van 3,4% zoals berekend in Dimson c.s. (2009). Voor de categorie overige zakelijke waarden is in samenhang met de geringere verhandelbaarheid en in lijn met de huidige parameterwaarden een extra risicopremie van 0,5%-punt verondersteld, waardoor het verwacht rendement overige zakelijke waarden uitkomt op maximaal 7,75% meetkundig.

<sup>36</sup> Dit cijfer is geschat op basis van de over de sector gemiddelde portefeuillegewichten, respectievelijk 89% en 11%, van de twee subcategorieën waarvoor de rekenkundige maxima thans 9% en 10% bedragen.

<sup>37</sup> Zie Dimson, Marsh en Staunton (2009), *Looking to the long term*, in Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2009, p. 16.

<sup>38</sup> Zie voetnoot 33.

## 5.5 Direct vastgoed

Vastgoed is een heterogene beleggingscategorie bestaande uit o.a. winkels, woningen en kantoren. In het FTK is bovendien een scheiding aangebracht tussen beleggingen in direct en in indirect vastgoed, waarbij de laatste als aandelen ontwikkelde markten worden beschouwd. Beleggingen in direct vastgoed ('bakstenen') vinden in tegenstelling tot andere beleggingscategorieën vaak binnen Nederland plaats en hebben doorgaans een lokaal karakter. Binnen de categorie vastgoed is een gestage verschuiving waarneembaar richting indirect vastgoed vanwege aspecten als betere verhandelbaarheid, internationale diversificatie en operationele bedrijfsvoering. In de gemiddelde pensioenportefeuille bedraagt het aandeel van vastgoed momenteel circa 11%, waarvan eenderde direct vastgoed. Direct vastgoed vormt gemiddeld genomen dus een klein onderdeel van de beleggingsportefeuille.

De uitdaging in de objectieve schatting van een risicopremie voor direct vastgoed is grotendeels dezelfde als ten tijde van de advisering over de parameters in 2006<sup>39</sup> en laat zich samenvatten als een gebrek aan representatieve en relevante (markt)data. Veel gebruikte indices beginnen in de jaren '70 van de vorige eeuw. Hordijk (2005)<sup>40</sup> stelt bijvoorbeeld dat het rendement op Nederlands direct vastgoed over de periode 1977-2001 rekenkundig gemiddeld 9,7% per jaar bedroeg. Fugazza *et al.* (2006)<sup>41</sup> beschrijven voor Europees direct vastgoed een meetkundig gemiddeld jaarlijks rendement van 8,1% over de periode 1986-2005. Dit zijn relatief hoge rendementen welke mogelijk samenhangen met: de relatief goede algemene economische en beursontwikkelingen in de jaren '80 en '90, de langdurige hausseperiode in de vastgoedmarkt, een liquiditeitspremie voor de mindere verhandelbaarheid van vastgoed. Direct vastgoed wordt relatief weinig verhandeld en de waarderingen vinden vaak plaats op taxatiewaarde.

Voor direct vastgoed adviseren **de Commissieleden KvED** een verwacht rendement van maximaal 6,5% rekenkundig en 5% meetkundig.

**De Commissieleden DvP** adviseren een meetkundig rendement van 6,5%. De berekeningen van Hordijk en van Fugazza c.s. zijn enigszins gedateerd en de becijferde rendementen vallen samen met een hausseperiode. Alles afwegende, zien deze leden geen redenen om van de huidige meetkundige parameterwaarde af te wijken.

## 5.6 Grondstoffen

Grondstoffenprijzen waren de afgelopen jaren heftig in beweging, mede onder invloed van diverse macro-economische ontwikkelingen. Veel grondstoffen blijken op individueel niveau erg volatiel. De olieprijs liep medio 2008 op tot \$147 per barrel (West Texas Intermediate) om vervolgens binnen een half jaar tot onder de prijs van \$40 te dalen. De goudprijs doorbrak begin

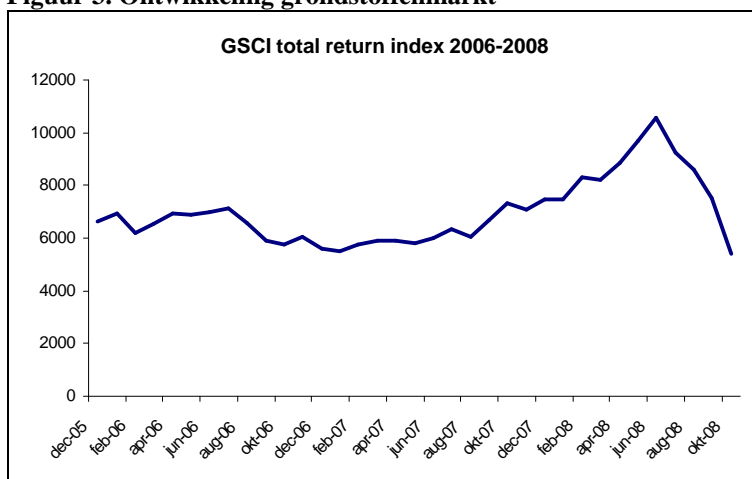
---

<sup>39</sup> Zie DNB (2006), *Advies inzake onderbouwing parameters FTK*.

<sup>40</sup> Hordijk (2005), *Valuation and Construction Issues in Real Estate Indices*, Europe Real Estate Publishers.

2008 de grens van 1.000 dollar om na een terugval van ruim 30% begin 2009 opnieuw kortstondig boven de 1.000 dollar te pieken. De GSCI grondstoffenindex steeg van 2006 tot en met medio 2008 met circa 60%, maar moest deze winst gedurende de laatste helft van 2008 meer dan prijsgeven. Na de hausse trad even snel de baisse op. Ook in de grondstoffenmarkten is dus sprake van grote volatiliteit.

**Figuur 3. Ontwikkeling grondstoffenmarkt**



Bron: Datastream.

In de portefeuille van een gemiddeld pensioenfonds bedraagt het aandeel grondstoffen ongeveer 2 à 3%. Het rendement op beleggingen in grondstoffen is toe te wijzen aan drie bronnen: prijsstijgingen, kasrendement en rolrendement<sup>42</sup>.

*Prijsstijgingen.* Ondanks de onzekerheid is de veronderstelling dat op grond van schaarste ontwikkelingen de toekomstige prijs van grondstoffen tot 0,5% sterker zal stijgen dan de algehele inflatie. Bij een inflatie van 2% in het eurogebied of 2,5% wereldwijd betekent dit een prijsstijging van grondstoffen van 2 à 2,5% in het eurogebied of 2,5 à 3% wereldwijd.

*Kasrendement.* Grondstofbeleggingen vinden doorgaans plaats door aan- en verkoop van termijncontracten. Het belegd vermogen wordt aangehouden in kas. Hierop wordt een kasrendement verdiend dat gelijk is aan de korte rente. Aansluitend bij tabel 6 bedraagt deze rente nominaal 2,5 à 3%.

*Rolrendement.* Afhankelijk van de vorm van de termijnstructuur wordt winst ('backwardation') of verlies ('contango') gemaakt bij het doorrollen van futures contracten. Deze vorm is niet constant door de tijd en verschilt bovendien sterk per type grondstof. Algemeen kan gesteld worden dat rolrendement hoger zal zijn bij grondstoffen die moeilijk of duur zijn om op te slaan (bijv. olie en levend vee). Op meer korte termijn spelen de grootte van voorraden en de kapitaalinstroom van

<sup>41</sup> Fugazza, Guidolin en Nicodano (2006), *Investing for the long run in European Real Estate*, Working Paper 2006-028A, Federal Reserve Bank of St. Louis.

<sup>42</sup> Zie Erb en Harvey (2006), *The strategic and tactical value of commodity futures*, Financial Analyst Journal, Vol. 62, Nr. 2, 69-97 en Gorton en Rouwenhorst (2006), *Facts and fantasies about commodity futures*, Yale ICF Working Paper.

beleggers een belangrijke rol. Door de grote onzekerheid over de vorm van de termijnstructuur kiest de Commissie voor een rolrendement van 0 à 0,25%.

**De Commissieleden KvED** komen op deze manier opgeteld tot een verwacht rendement voor grondstoffen van 5% meetkundig en 6,5% rekenkundig, terwijl de som van de prijsstijging, rolrendement en kasrendement bij **de Commissieleden DvP** resulteert in een meetkundig rendement voor grondstoffen van 6,25%.

### 5.7 Overzicht van parameterwaarden

Op grond van het voorgaande resulteert het volgende overzicht van parameterwaarden (de rendementsparameters zijn maxima, de inflatie en loonontwikkeling minima). Bij de rendementsparameters is sprake van een nieuwe, samengestelde categorie beursgenoteerde aandelen, naast een nieuwe categorie overige zakelijke waarden. Voor indirect vastgoed is momenteel geen aparte categorie aanwezig, maar de behandeling hiervan gaat als beursgenoteerde aandelen.

**Tabel 7. Overzicht parameterwaarden**

Categorie	Advies Commissieleden KvED		Advies leden DvP meetkundig	Huidige waarden	
	rekenkundig	meetkundig		rekenkundig	meetkundig
<b>Maximum verwachtingswaarden</b>					
Staatsobligaties en credits	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Beursgenoteerde aandelen	7,5%	6%	7,25%	(9,1%) (geschat)	(7,6%) (geschat)
Overige zakelijke waarden	8%	6,5%	7,75%	9,5%	8%
Direct vastgoed	6,5%	5%	6,5%	8%	6,5%
Grondstoffen	6,5%	5%	6,25%	8%	6,5%
<b>Minimum verwachtingswaarden</b>					
Prijsinflatie	2%	2%	2%	2%	2%
Contractloonstijging	3%	3%	3%	3%	3%

### 5.8 Gevolgen van nieuwe parameterwaarden

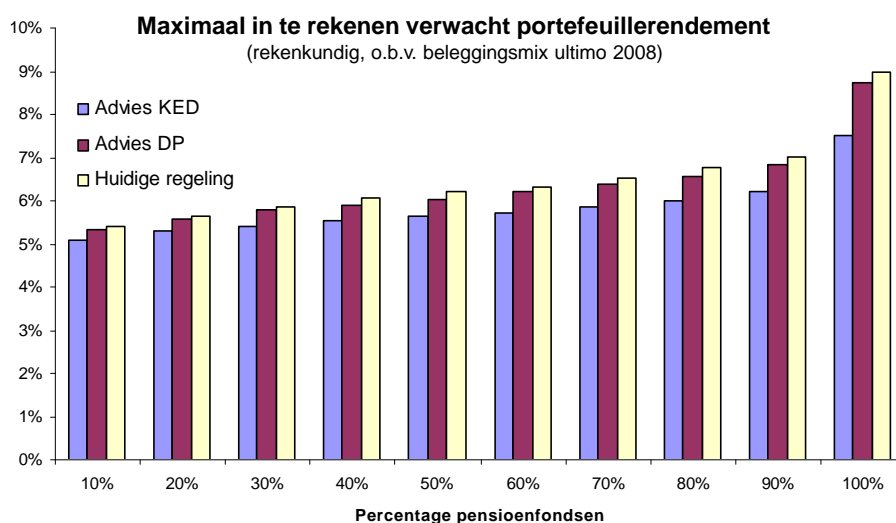
De commissie heeft beoogd een realistische parameterset te adviseren. Op basis van de parameters in de huidige regeling mogen pensioenfondsen, gewogen gemiddeld over de sector<sup>43</sup>, uitgaan van een maximaal verwacht portefeuillerendement van 6,9% rekenkundig. Op basis van de in dit advies opgenomen cijfers zou het verwacht rendement met circa 1 procentpunt afnemen onder het KvED advies en met circa 30 basispunten onder het DvP advies.<sup>44</sup> Dit effect is echter enigszins gekleurd door de impact van een beperkt aantal relatief grote pensioenfondsen, dat gekenmerkt wordt door een groot belang in zakelijke waarden. Voor verreweg de meeste

<sup>43</sup> Gebaseerd op de naar omvang van de beleggingen (tegen ultimo 2008) gewogen gemiddelde beleggingsportefeuille van 381 pensioenfondsen die eigen beheer voeren.

<sup>44</sup> De impactanalyses zijn gebaseerd op bruto rendementen. In de praktijk wordt bij de toepassing van de huidige parameters veelal geen kostenafslag gehanteerd. Onder de geadviseerde parameters zal dat wel zo zijn. Rekening houdend met kosten zal de afname van het verwachte rendement voor beide adviezen iets groter zijn. Deze kosten zijn fondsspecifiek omdat ze samenhangen met de omvang van het fonds en het beleggingsbeleid. Voor een fonds met enige omvang en een gemiddeld beleggingsbeleid liggen de kosten in de orde van grootte van 10 tot 20 basispunten.

pensioenfondsen, circa 90%, is de afname van het maximale verwachte rendement op portefeuilleniveau kleiner. Figuur 4 illustreert de verdeling over pensioenfondsen van de impact van de geadviseerde parameterwaarden op het door pensioenfondsen maximaal in te rekenen verwachte portefeuillerendement. Langs de horizontale as zijn de pensioenfondsen decielgewijs gerangschikt naar het maximaal in te rekenen verwachte rendement op basis van hun beleggingsmix. De rendementen langs de verticale as zijn de verwachtingen die maximaal mogen worden ingerekend.<sup>45</sup>

**Figuur 4. Implicaties nieuwe parameters**



De nieuwe parameters impliceren andere randvoorwaarden voor de beleidsruimte van pensioenfondsen, in het bijzonder voor nieuw op te stellen continuïteitsanalyses, herstelplannen en gedempte kostendeekkende premies. Dit kan leiden tot aanpassingen in de premiehoogte en/of in het ambitieniveau van de pensioenregeling. Als indicatie van de omvang van deze effecten is berekend wat de gevolgen van de nieuwe parameters zouden zijn indien de gehele aanpassingslast in de premies zou worden opgevangen.

Met betrekking tot de invloed van de parameters op de premiestelling zij opgemerkt dat meer dan de helft van de pensioenfondsen (een kwart gewogen naar de omvang van de beleggingen) een berekeningsmethodiek hanteert voor de bepaling van de kostendeekkende premie waarin de hoogte van de maximale rendementsparameters geen rol speelt.<sup>46</sup> Voor deze fondsen heeft aanpassing van de parameters dus geen rechtstreekse invloed op de premiehoogte. De overige fondsen (driekwart gewogen naar de omvang van de beleggingen) gaan uit van een gedempte kostendeekkende premie, waarbinnen de parameters wel een rol spelen.

<sup>45</sup> De interpretatie is als volgt. Kijkend naar het deciel '20%', blijkt dat dit deciel van de pensioenfondsen onder de parameters in de huidige regeling moet rekenen met een verwacht portefeuillerendement van 5,7% of lager. Onder de adviezen van KvED en DvP is dat respectievelijk 5,4% en 5,6%.

<sup>46</sup> Zij disconteren tegen de actuele rentetermijnstructuur.



De vaststelling en invulling van de feitelijke premie boven het niveau van de gedempte kostendekkende premie is een beleidskeuze van pensioenfondsen. Wanneer het verschil tussen de huidige feitelijke premie en de gedempte kostendekkende premie (op basis van de maximale parameterwaarden) gebruikt wordt om een daling van de parameterwaarden te accommoderen, dan zou implementatie van de nieuwe parameters naar verwachting leiden tot een gemiddelde stijging van de feitelijke premie van 0,1%-punt onder het KvED advies en nagenoeg nihil onder het DvP advies. Wanneer eenzelfde marge tussen beide wordt gehandhaafd dan stijgt gemiddeld genomen voor de sector<sup>47</sup> de totale premie met ongeveer 1,8%-punt op basis van het KvED advies. Het DvP advies zou dan leiden tot een premieverhoging met circa 0,5%-punt voor het gemiddelde van de sector.<sup>48</sup> Dat is respectievelijk een stijging van 1,9 en 0,6 miljard euro. Wanneer rekening wordt gehouden met een afslag voor beleggingskosten zijn de effecten iets groter. Toekomstige continuïteitsanalyses (met een horizon van 15 jaar) zullen ook een lager pad voor de dekkingsgraad laten zien, waarop fondsen een beleidsreactie zullen moeten formuleren.

De nieuwe parameters spelen ook een rol in eventuele nieuwe herstelplannen (zie de volgende paragraaf voor de implicaties voor de lopende herstelplannen). De verwachte stijging van de dekkingsgraad in deze herstelplannen zal afnemen wanneer uitgegaan wordt van lagere rendementsverwachtingen. Uiteindelijk wordt de feitelijke ontwikkeling van de dekkingsgraad bepaald door de feitelijke rendementen. Voor fondsen die geen ruimte hebben ten opzichte van de wettelijke vereisten zal de impact groter zijn. Uitgedrukt in premieverhoging kan het *in een individueel geval* gaan om maximaal 4%-punt in het KvED advies en 1,2%-punt in het DvP advies<sup>49</sup>. Net als bij de gedempte kostendekkende premie geldt dat de impact van de nieuwe parameters fondsspecifiek is. Hierbij zij het volgende aangetekend: (1) het geldt alleen voor fondsen die nieuwe herstelplannen moeten indienen, (2) dat geen rekening is gehouden met een eventuele stijging van de premie als gevolg van een stijging van de gedempte kostendekkende premie, (3) en dat de impact dicht bij de genoemde maxima ligt voor die fondsen die in het verleden geen of weinig marge hanteerden ten opzichte van de maximale parameters. Aangezien eventueel nieuwe herstelplannen een hypothetisch geval betreffen, kan geen omrekening worden gedaan naar sectorniveau.

Een lagere inrekening van wat maximaal aan rendement mag worden verondersteld kan leiden tot neerwaartse aanpassing van de voorziene toekomstige ontwikkeling van de dekkingsgraad en/of de bestaande beleidsruimte. Pensioenfondsen kunnen, indien er geen ruimte is om dit autonoom op te vangen, er voor kiezen om het minder rooskleurige toekomstperspectief (gedeeltelijk) te compenseren met aanpassingen in premie of indexatieverwachtingen. Sommige pensioenfondsen

---

<sup>47</sup> Gewogen naar de omvang van de beleggingen van pensioenfondsen.

<sup>48</sup> Merk op dat genoemde analyse los staat van de vraag naar de wenselijkheid van het inrekenen van risicovolle rendementsverwachtingen bij het vaststellen van de kostendekkende premie.

zullen bij een verlaging van de te voorziene rendementen hun communicatie over toekomstverwachtingen overeenkomstig moeten aanpassen. Hier staat tegenover dat een hogere premie ceteris paribus bijdraagt aan een hogere realisatie van het indexatiebeleid. Een inschatting van de effecten is echter fondsafhankelijk.

## **6. Inpassing in bestuurlijk kader**

### *Omgang met nieuwe parameters*

De bestuurlijke inpassing van de parameters die per 1 januari 2010 van kracht worden vraagt aandacht gezien enerzijds het grote aantal thans bij DNB ingediende herstelplannen, en anderzijds de evaluatie van het FTK in relatie tot het functioneren van aanvullende pensioenregelingen en het onderzoek naar het gevoerde beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Per brief van 18 mei 2009 heeft de Stichting van de Arbeid gewezen op de samenloop met de evaluatie van het FTK en bepleit om met de eventuele aanpassing van de thans geldende parameters te wachten tot het moment waarop een eventuele aanpassing van het FTK wordt doorgevoerd.

Per brief van 8 juni 2009 heeft de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid op de brief van de Stichting gereageerd waarin hij enerzijds wijst op de wettelijke verplichting om per 1 januari 2010 nieuwe parameters vast te stellen en anderzijds de zorg wegneemt dat de komst van de nieuwe set parameters zou betekenen dat de reeds in werking getreden herstelplannen opnieuw moeten worden doorgerekend. Deze noodzaak ontstaat wel indien de lopende herstelplannen, ook na inzet van de reeds in de herstelplannen opgenomen aanvullende maatregelen, niet meer haalbaar blijken. In dat geval zijn extra maatregelen nodig die met de nieuwe parameters moeten worden doorgerekend.

Voorts heeft de Stichting van de Arbeid per brief van 19 juni 2009 aan de leden van de Vaste Commissie voor Sociale Zaken en Werkgelegenheid uit de Tweede Kamer der Staten-Generaal met klem aangedrongen op een integrale in plaats van een stapsgewijze benadering van de pensioenvraagstukken. Wat betreft de parameters kan er volgens de Stichting voor worden gekozen om voor het jaar 2010 een set parameters gelijk aan de huidige te laten gelden en per 2011 een nieuwe set gewijzigde parameters te laten ingaan, gelijktijdig met eventuele wijzigingen in het FTK.

Tegen deze achtergrond ziet de Commissie het als zijn taak om rekening houdend met de ontwikkelingen in het verleden advies uit te brengen over parameters die zijn gebaseerd op realistische inzichten ten aanzien van toekomstige financieel-economische verwachtingen. Het vaststellen van realistische parameters moet echter worden onderscheiden van de bestuurlijke omgang met deze parameters. Deze bestuurlijke omgang blijkt uit de brief van 8 juni. In aansluiting daarop geeft de Commissie in overweging om, gelet op de huidige tijdsplanning van

---

<sup>49</sup> Dit is bij benadering. Er is vanuit gegaan dat de dekkingsgraad 1% minder snel stijgt bij een rendement dat 1% lager ligt. Er is uitgegaan van 4%-punt premieverhoging om 1%-punt dekkingsgraad te compenseren. Per fonds zullen deze relaties verschillen.

de evaluatie van het FTK, uitstel tot herziening van herstelplannen te verlenen aan de pensioenfondsen die op grond van de feitelijke ontwikkeling van de dekkingsgraad, vastgesteld op 31 december 2009, te maken krijgen met zodanige tegenvallers in de uitvoering van de lopende herstelplannen dat aan extra maatregelen niet valt te ontkomen.

Ook al heeft de komst van nieuwe parameters aldus geen directe gevolgen voor de lopende herstelplannen, dit neemt niet weg dat het van prudentie getuigt om het voorgenomen beleid aan de nieuwe parameters te toetsen, zodat men eventueel tijdig het beleid kan bijstellen.

Overigens moet hierbij worden opgemerkt dat de (gedempte) kostendekkende premie voor 2011 voor het eerst op basis van de nieuwe parameters bepaald zal moeten worden. De premie voor 2010 zal (in het najaar van 2009) bepaald worden aan de hand van de huidige parameters. Berekeningen worden immers in beginsel uitgevoerd met de parameters die ten tijde van de berekening van kracht zijn.

#### *Afwijkingsmogelijkheid parameters*

Artikel 2 van de *Regeling parameters pensioenfondsen* voorziet in de mogelijkheid om na instemming van de toezichthouder af te wijken van de parameterwaarden indien actuele marktomstandigheden of specifieke karakteristieken van het fonds dat noodzakelijk maken. Deze afwijkingsmogelijkheid doet zich bijvoorbeeld voor indien de loonstijging voor de komende twee of drie jaar al contractueel vastligt. Dat kan een reden zijn om in berekeningen ten behoeve van herstelplannen voor de korte termijn uit te gaan van de contractueel vastgelegde loonstijging. Daarnaast is het de vraag of de afwijkingsmogelijkheid voor de rendementparameters gehandhaafd moet blijven. Het vergt namelijk een buitenproportionele toezichtinspanning om aanvragen om af te mogen wijken van de vastgestelde parameters te beoordelen. Bovendien ontbreekt dan effectief een bovengrens waar de toezichthouder aan vast kan houden. De Commissie adviseert daarom de in artikel 2 genoemde afwijkingmogelijkheid met betrekking tot de rendementparameters achterwege te laten. Dit laat onverlet de afwijkingsmogelijkheid die in artikel 1 wordt geboden voor de toekomstige rentetermijnstructuur. Het verdient aanbeveling om bij deze afwijkingsmogelijkheid ook de consistentie tussen het gemaximeerde rendement voor vastrentende waarden en de rentetermijnstructuur te betrekken (zie ook de volgende paragraaf).

#### *Indirect vastgoed*

De *Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling* geeft aan dat indirect vastgoed onder de categorie aandelen ontwikkelde markten valt. Een dergelijk beschrijving ontbreekt nu nog in de *Regeling parameters pensioenfondsen*. Het verdient aanbeveling in de *Regeling parameters pensioenfondsen* de categorie onroerend goed te vervangen door direct vastgoed en voor indirect vastgoed eenzelfde toelichting op te nemen als in de *Regeling Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling*. Dan is er consistentie tussen beide regelingen.

### *Bruto en netto rendementen*

De huidige *Regeling parameters pensioenfondsen* is onduidelijk over bruto en netto rendementen. De aanbeveling is om expliciet op te nemen dat het bruto cijfers betreft, dus voor aftrek van beleggingskosten.

## **7. Slotoverwegingen**

### *Risico versus rendement*

De ministeriële *Regeling parameters pensioenfondsen* benoemt wel rendementsparameters, maar geen risicoparameters zoals standaarddeviaties en correlaties. De set van parameters is in die zin onvolledig. Pensioenfondsen zullen deze risicoparameters in een continuïteitsanalyse daarom zelf moeten schatten. Het FTK formuleert wel risicoparameters voor de bepaling van het vereist eigen vermogen, namelijk in de vorm van ‘schokken’ in de onderliggende risicocategorieën (bijvoorbeeld een 25% schok in aandelen van ontwikkelde markten) en correlaties. Nu wordt geen directe link gelegd tussen de verschillende toepassingen. Het valt te overwegen om in de toekomst beide sets van parameters in onderlinge samenhang te evalueren en eventueel aan te passen. Een mogelijkheid daartoe is om een directe link te leggen tussen de parameters uit de ministeriële regeling en de risicoparameters voor het vereist eigen vermogen. De Commissie meent dat de samenhang tussen de regels rond risico en rendement nadere aandacht verdient in de evaluatie van het FTK.

### *Rentetermijnstructuur*

De waarde van de verplichtingen wordt in beginsel voor het lopende jaar bepaald op basis van de actuele rentetermijnstructuur en voor de navolgende jaren op basis van de door deze actuele curve geïmpliceerde forward curves. Hoewel het rendement op een vastrentende beleggingsportefeuille beïnvloed wordt door het verloop van de rente, hangt dit ook af van andere factoren zoals de effectieve looptijd en de herbeleggingsveronderstellingen. Het (maximum) rendement voor vastrentende waarden staat daarom in zekere zin los van de voor de verplichtingen gehanteerde rentes. Daarmee kan het voor de vastrentende beleggingen veronderstelde rendement verschillen van de rentes waarmee de verplichtingen worden gewaardeerd. Dit roept echter lastige vragen op naar de consistentie tussen het gemaximeerde rendement voor vastrentende waarden en de rentetermijnstructuur, en naar de mogelijkheden om beide kanten van de balans op een samenhangende manier te behandelen. Het verdient aanbeveling om ook aan deze kwestie aandacht te besteden bij de evaluatie van het FTK.

## Bijlage 1



Ministerie van Sociale Zaken  
en Werkgelegenheid

Prof. dr. F.J.H. Don  
Frankenstraat 100  
2582 SP S GRAVENHAGE



Postbus 90801  
2509 LV Den Haag  
Anna van Hannoverstraat 4  
Telefoon (070) 333 44 44  
Fax (070) 333 40 33  
www.szw.nl

Contactpersoon drs. A.C.M. Moons  
Doorkiesnummer 070 333 50 25  
E-mail AMoons@minszw.nl

Ons kenmerk AV/PB/2009/8581

Datum 15 APR. 2009

Onderwerp Adviesaanvraag parameters FTK

Geachte heer Don,

Op 31 december 2009 vervalt de ministeriële regeling waarmee de huidige parameters zijn vastgesteld voor de berekeningen ten behoeve van de technische voorzieningen, de kostendekkende premie, de lange- en kortetermijnherstelplannen en de periodieke continuïteitsanalyse. Voor de periode na 31 december 2009 dienen de parameters van het FTK (Financieel Toetsingskader) te worden vastgesteld bij algemene maatregel van bestuur.

Deze adviesaanvraag strekt ter voorbereiding van deze maatregel. Graag verneem ik of de Commissie Parameters op grond van financieel-economische ontwikkelingen in het verleden en realistische inzichten ten aanzien van toekomstige financieel-economische verwachtingen aanleiding ziet tot aanpassing van de huidige parameters, en zo ja, welke parameters de Commissie voor de driejaarsperiode na 31 december 2009 adviseert.

Conform artikel 144 van de Pensioenwet hebben de parameters betrekking op:

- a. het minimale percentage van het gemiddelde loon- of prijsindexcijfer;
- b. het maximaal te hanteren gemiddelde rendement op vastrentende waarden; en
- c. de maximaal te hanteren risicopremies op onder andere aandelen en onroerend goed.

Voor alle duidelijkheid wijs ik erop dat de adviesaanvraag geen betrekking heeft op de rentetermijnstructuur of rentecurve die de contante waarde van de pensioenverplichtingen bepaalt. Deze rentecurve wordt meegenomen in de evaluatie van het FTK die onderdeel uitmaakt van de aangekondigde verkenning naar de houdbaarheid van het pensioenstelsel op lange termijn.



One kenmerk AV/PB/2009/8581

Met het oog op de tijdige inwerkingtreding van de genoemde algemene maatregel van bestuur zou ik het advies van de Commissie uiterlijk 1 september 2009, of zoveel eerder als mogelijk, willen ontvangen.

Hoogachtend,  
de Minister van Sociale Zaken  
en Werkgelegenheid,

The official seal of the Ministry of Social Affairs and Labour is circular, containing the coat of arms of the Netherlands and the text 'MINISTERIE VAN SOCIALE ZAKEN EN WERKGELEGENHEID'. A handwritten signature in black ink is written across the seal. Below the seal, the name '(J.P.H. Donner)' is printed in a small font.

Bijlage(n):

Pensioenwet, artikel 144 met samenvatting parlementaire behandeling  
Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen, artikel 23  
Regeling parameters pensioenfondsen, 19 december 2006  
Wijziging Regeling pensioenwet, 25 juni 2007

## **Bijlage 2**

### **Samenstelling van de Commissie Parameters**

prof.dr. F.J.H. Don (voorzitter)

drs. C.C.H.J. Driessen (Stichting van de Arbeid)

prof.dr. C. van Ewijk (CPB)

prof.dr. K.H.W. Knot (DNB)

drs. K.B. van Popta (Stichting van de Arbeid)

De Commissieleden KvED bestaan uit de leden Knot, Van Ewijk en Don.

De Commissieleden DvP bestaan uit de leden Driessen en Van Popta.