



## CONCEPT

Regeling van de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid  
van \_\_\_\_\_, tot vaststelling van de parameters voor pensioenfondsen  
(Regeling parameters pensioenfondsen)

### **De Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid,**

Gelet op artikel 131a van de Pensioenwet, artikel 67ia van de Wet verplichte  
beroepspensioenregeling, artikel 49a van de Invoerings- en aanpassingswet Pensioenwet en de  
artikelen 4, 22 en 36 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen;

### **BESLUIT:**

#### **Artikel 1**

Een pensioenfonds of beroepspensioenfonds dient voor de berekeningen als bedoeld in de  
artikelen 114, 116, 126, 128 en 131 van de Pensioenwet dan wel de artikelen 59, 61, 67d, 67f  
en 67i van de Wet verplichte beroepspensioenregeling uit te gaan van:

- a. minimale verwachtingswaarden voor de groeivoeten van het loon- en prijsindexcijfer van  
3%, respectievelijk 2%;
- b. een maximaal verwacht rendement op vastrentende waarden na aftrek van beleggingskosten  
van 4,5%;
- c. maximale risicopremies voor aandelen, onroerend goed en grondstoffen na aftrek van  
beleggingskosten, te onderscheiden in de volgende categorieën:
  - 1°. voor aandelen ontwikkelde markten: een rekenkundig gemiddelde van 4,5% of een  
meetkundig gemiddelde van 3%;
  - 2°. voor niet-beursgenoteerde aandelen: een rekenkundig gemiddelde van 5% of een  
meetkundig gemiddelde van 3,5%;
  - 3°. voor aandelen opkomende markten: een rekenkundig gemiddelde van 5,5% of een  
meetkundig gemiddelde van 4%; en
  - 4°. voor onroerend goed en voor grondstoffen: een rekenkundig gemiddelde van 3,5% of een  
meetkundig gemiddelde van 2%; en
- d. in de continuïteitsanalyse wordt een marktconforme disconteringsvoet gehanteerd.

#### **Artikel 2**

Een pensioenfonds of beroepspensioenfonds kan na instemming van De Nederlandsche Bank  
afwijken van hetgeen is bepaald in artikel 1 indien de actuele marktomstandigheden of de  
specifieke karakteristieken van het fonds dat noodzakelijk maken.

#### **Artikel 3**

Pensioenfondsen of beroepspensioenfondsen die op het moment dat deze regeling in werking  
treedt, de premies voor het jaar 2007 hebben vastgesteld, onder toepassing van de Nota



Hoofdlijnen FTK (Kamerstukken II 2004/05, 28294, nr. 4) en de Nota Uitwerking FTK (Kamerstukken II 2004/05, 28294, nr. 11) voldoen voor het jaar 2007 aan artikel 116 van de Pensioenwet dan wel artikel 61 van de Wet verplichte beroepspensioenregeling.

**Artikel 4**

Deze regeling treedt in werking met ingang de dag waarop artikel 1 van de Pensioenwet in werking treedt (of tzt 1 januari 2007) en vervalt op 1 januari 2010.

**Artikel 5**

Deze regeling wordt aangehaald als Regeling parameters pensioenfondsen.

Deze regeling zal met toelichting in de Staatscourant worden geplaatst.

's-Gravenhage,  
de Minister van Sociale Zaken  
en Werkgelegenheid,

(A.J. de Geus)

### **Toelichting**

Deze regeling bevat de regels ter uitvoering van artikel 131a van de Pensioenwet, artikel 67ia van de Wet verplichte beroepspensioenregeling (WVB), artikel 49a van de Invoerings- en aanpassingswet Pensioenwet en van de artikelen 4, 22 en 36 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.

Artikel 49a, eerste lid, van de Invoerings- en aanpassingswet Pensioenwet bepaalt dat deze regels voor de periode 1 januari 2007 tot en met 31 december 2009 worden vastgesteld bij ministeriele regeling en dat deze regeling niet eerder in werking treedt dan nadat het ontwerp aan beide Kamers der Staten-Generaal is overgelegd. Voor de periode na 31 december 2009 worden deze regels vastgesteld bij algemene maatregel van bestuur.

Over deze regels heeft De Nederlandsche Bank (DNB) op 3 oktober 2006 advies uitgebracht. Zoals is aangegeven in de brief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 18 oktober 2006 (Kamerstukken II 2005/06, 30 413, nr. 90) zijn de sociale partners over dit advies geconsulteerd en zijn de conclusies van die consultatie in die brief opgenomen.

### **Artikel 1**

Dit artikel bevat de regels die dienen te worden gehanteerd bij de berekening van de technische voorzieningen bij het vaststellen van de hoogte van de kostendekkende premie. Indien de verplichtingen afhankelijk zijn van de loon- en prijsontwikkeling (hetgeen het geval zal zijn bij een onvoorwaardelijk toeslagbeleid), dan dient het fonds rekening te houden met deze minimale percentages van het gemiddelde loon- en prijsindexcijfer voor de premie. Indien het fonds voor het bepalen van de kostendekkende premie uitgaat van het rendement van de beleggingen, zijn de parameters ten aanzien van het rendement in deze ministeriele regeling bepalend. De regels over het maximaal verwacht rendement op vastrentende waarden en de maximale risicopremies voor aandelen en onroerend goed hebben immers betrekking op de veronderstelde maximale inkomsten van een fonds.

Daarnaast voorziet artikel 4 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen erin dat voor de berekening van de gedempte premie kan worden uitgegaan van een voortschrijdend gemiddelde (van de rendementen van het fonds) met een maximum periode van tien jaar of van een vastgestelde verwachte waarde (van het toekomstig rendement). Indien wordt gekozen voor een voortschrijdend gemiddelde kan dat betekenen dat het fonds op grond van de historisch waargenomen rendementen uitgaat van hogere rendementen dan die in deze regeling zijn bepaald. Artikel 4, vierde lid van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen stelt echter dat het aldus bepaalde gemiddelde gedurende langere tijd wordt gehanteerd en dat deze is gebaseerd op een goed onderbouwde analyse en bovendien op de langere termijn niet afwijkt van de gemiddelde realisatie. Dat heeft als consequentie dat een eenmaal gemaakte keuze voor een voortschrijdend gemiddelde consequent gehanteerd wordt, ook als het voortschrijdend gemiddelde op termijn lager zou zijn dan de rendementen in deze regeling. Dit voorkomt 'cherry-picking' en leidt tot de beoogde demping van de premie.

Indien wordt gekozen voor een verwachte waarde dient wel in alle gevallen aan deze parameters te worden voldaan. Ook hier geldt de genoemde restrictie van artikel 4, vierde lid van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.

Daarnaast zijn de in deze regeling opgenomen minimale percentages van het gemiddelde loon-

en prijsindexcijfer en de regels over het maximaal verwacht rendement op vastrentende waarden en de maximale risicopremies voor aandelen en onroerend goed en grondstoffen van belang voor de continuïteitsanalyse die een fonds op grond van artikel 131 van de Pensioenwet dan wel 67i van de WVB dient te maken.

Ten aanzien van de bepaling in artikel 1, onderdeel a, wijst DNB er onder meer op dat een schatting van de verwachte inflatie op basis van een historisch gemiddelde weinig representatief lijkt. DNB stelt dat in de markt (van indexobligaties) wordt aangenomen dat de hoge inflatiepercentages voor de periode tot 1980 niet op korte termijn zullen terugkeren. Volgens DNB sluit deze visie van de markt aan bij de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB) om de prijsinflatie rond 2% te stabiliseren. De huidige (Europese) politiek gericht op beperking van de financieringstekorten van overheden speelt daarnaast een stabiliserende rol op het gebied van inflatie. Beheersing en stabilisering van inflatie is onderdeel geworden van beleid, mede als gevolg van de hoge inflatie gedurende enkele voorgaande decennia. De minimumwaarden voor de te hanteren verwachtingen voor loon- en prijsinflatie zijn consistent met deze ontwikkelingen.

Ten aanzien van de bepaling in artikel 1, onderdeel b, wijst DNB erop dat een schatting van de verwachte lange rente op basis van een historisch gemiddelde weinig representatief lijkt en dat in de markt wordt verwacht dat de nominale rente structureel op een lager niveau is komen te liggen vanwege het op inflatiebeheersing gerichte monetaire beleid. DNB acht het van groter belang dat de rentes en rendementen die de fondsen hanteren in overeenstemming zijn met de verwachtingen die kunnen worden afgeleid uit de marktprijzen. Als indicator daarvoor heeft DNB ten tijde van de advisering de forward rentecurve voor de 15-jaars lange rente gebruikt. Op grond van deze rentecurve komt DNB tot een maximum verwachtingswaarde van 4,5 %. Tot slot stelt DNB daarbij voor deze parameter iedere 3 jaar te evalueren in het licht van de forward rentecurve.

Ten aanzien van artikel 1, onderdeel c, merkt DNB in haar advies op dat een van de belangrijkste verschillen tussen zakelijke waarden en obligaties het verschil in risico(perceptie) is. De obligatiebelegger is vrijwel zeker van zijn toekomstige kasstromen, terwijl de aandelenbelegger in onzekerheid verkeert over toekomstige dividenduitkeringen en waardeontwikkelingen. Ter compensatie eist de aandelenbelegger een hoger (verwacht) rendement, de zogenaamde risicopremie. Deze premie weerspiegelt als het ware een vergoeding voor het extra risico dat hij loopt. DNB stelt daarbij voor de risicopremie op aandelen uit te splitsen naar de categorieën aandelen: ontwikkelde markten (in het advies genoemd: mature markets), niet-beursgenoteerde aandelen (in het advies genoemd: private equity) en opkomende markten (in het advies genoemd: emerging markets) en de maximale risicopremie voor deze categorieën vast te stellen op respectievelijk 3 %, 3,5 % en 4 %, waarmee het maximaal verwacht totaalrendement op aandelen (het gaat hierbij om rekenkundige gemiddelden) zou uitkomen op respectievelijk 7,5 %, 8, % en 8,5%. In de brief van 18 oktober 2006 van de minister van SZW is vooral op dit onderdeel nader ingegaan. In de brief is op dit punt van de risicopremies en de systematiek die daaraan ten grondslag ligt, geconstateerd dat hierover door experts en in de literatuur verschillend wordt

gedacht. Daarbij is aangegeven dat de risicopremies die de Stichting van de Arbeid hanteert op rekenkundige basis hoger uitkomen dan DNB heeft geadviseerd. Het verschil bedraagt over de gehele linie zo'n 1,2 – 1,5 % procentpunt, afhankelijk van de specifieke omstandigheden van een fonds. In die brief is geconcludeerd het hanteren van maximaal meetkundige gemiddelden van 3 % voor aandelen mature markets, 3,5 % voor aandelen private equity en 4 % voor aandelen emerging markets mogelijk te maken en is geconstateerd dat dit goed aansluit op de uitvoeringspraktijk.

Omdat sommige pensioenfondsen in de praktijk blijken uit te gaan van rekenkundige gemiddelden en andere van meetkundige gemiddelden, is in deze regeling in beide mogelijkheden voorzien. De regeling beoogt op dit terrein geen harmonisatie aan te brengen in de te hanteren systematiek. Slechts is beoogd te komen tot bepaalde plafonds in de verwachte beleggingsopbrengsten waarbij de keuze voor de daarbij te hanteren systematiek aan het fonds wordt overgelaten.

Ofschoon de vertaling van rekenkundige gemiddelden naar meetkundige gemiddelden niet eenduidig is en afhankelijk is van de samenstelling van de beleggingsportefeuille van een fonds, de volatiliteit in die portefeuille en de samenhang tussen de verschillende beleggingscategorieën, is een verschil tussen rekenkundige gemiddelde en meetkundige gemiddelde van ca. 1,5 % een adequate benadering.

Om te voorkomen dat het fonds bij de ene beleggingscategorie uitgaat van meetkundige gemiddelden en bij de andere van rekenkundige gemiddelden, is in artikel 3 erin voorzien dat de beoordeling van die risicopremies consistent moet zijn. Dat betekent dat een keuze voor één van de benaderingswijzen ook moet gelden voor alle beleggingscategorieën en dat een eventuele overgang naar een andere benaderingswijze alleen toegelaten is als de omstandigheden daartoe nopen.

Met betrekking tot de risicopremie op onroerend goed heeft DNB er in haar advies op gewezen dat Nederlandse pensioenfondsen ongeveer 10% van hun vermogen in onroerend goed beleggen en dat dit is onder te verdelen in direct onroerend goed (4%) en indirect onroerend goed (6%). Daarbij stelt zij dat indirect onroerend goed – bijvoorbeeld beursgenoteerde onroerend goed beleggingsinstellingen door de aanwezigheid van vreemd vermogen (en bijgaand hogere risico's) meer gelijkenissen vertoont met beleggen in beursgenoteerde aandelen. Daarbij tekent zij aan dat het verhoogd risicoprofiel van indirect onroerend goed ten opzichte van direct onroerend goed het gevolg is van de financieringswijze van de betreffende beleggingsinstelling en niet van de kenmerken van het onroerend goed zelf.

Ten aanzien van de te hanteren risicopremie kan indirect onroerend goed beschouwd worden als aandelen ontwikkelde markten. Indien de financiering van indirect onroerend goed echter niet zou resulteren in een dergelijk verhoogd risicoprofiel, dan kan het als direct onroerend goed worden beschouwd, met de risicopremie voor onroerend vastgoed. Voor direct onroerend goed geldt altijd de risicopremie voor onroerend goed.

Met betrekking tot de risicopremie op grondstoffen noemt DNB in haar advies als een belangrijke reden om in grondstoffen te beleggen de voordelen van diversificatie voor de beleggingsportefeuille. Zij wijst er daarbij op dat de inschatting van het verwachte rendement

op grondstoffen echter voor zowel de korte als de lange termijn complex is. Het advies van DNB over de risicopremies voor grondstoffen is overgenomen.

Uitgangspunt van de continuïteitsanalyse is, net als bij de waardering van de technische voorzieningen, dat de verplichtingen op marktconforme wijze worden gewaardeerd. In de continuïteitsanalyse vindt discontering van kasstromen daarom plaats op basis van een marktconforme disconteringsvoet. Bij de waardering van de verplichtingen op toekomstige momenten – de continuïteitsanalyse kent een looptijd van 15 jaar - dient een fonds een inschatting te maken van de toekomstige ontwikkeling van de rentetermijnstructuur. Deze ontwikkeling kan afgeleid worden uit de actuele rentetermijnstructuur, waarvan publicatie plaatsvindt op de website van DNB. Deze rentetermijnstructuur is gebaseerd op de swapcurve in de markt voor Europese interbancaire swaps en wordt gebruikt voor het vaststellen van de technische voorzieningen. De verwachtingen in de markt over de toekomstige rentes zijn echter onderhevig aan onzekerheid. Deze onzekerheid neemt toe met de tijdshorizon. Bovendien neemt de liquiditeit van de betreffende markt voor Europese interbancaire swaps af voor langere looptijden en vertoont ze niet zelden grillige patronen. Een fonds mag daarom – in aanvulling op de hiervoor genoemde ‘objectieve’ marktinformatie – aanvullende aannames maken met betrekking tot de rente op lange termijn mits deze worden onderbouwd en niet tot systematische over- of onderschattingen leiden. In het basispad van de continuïteitsanalyse is de ontwikkeling in de tijd van de nominale rentetermijnstructuur zodoende marktconform en consistent met de rentetermijnstructuur op rapportagedatum (*arbitrage-free*).

Marktwaardering heeft als consequentie dat renteschommelingen van invloed kunnen zijn op de verwachte indexatiekwaliteit (de gemiddelde verwachte indexatie in de komende jaren). Het moment waarop de continuïteitsanalyse wordt opgesteld kan in dit verband van belang zijn, en is van invloed op de verwachting die het fonds de komende 1 tot 3 jaar zal communiceren. Het is niet in het belang van de deelnemer dat deze geconfronteerd wordt met sterk wisselende schattingen omtrent de indexatiekwaliteit bij een gegeven ambitie. Met het indexatielabel, dat per 1 januari 2008 in werking treedt en dat zeer waarschijnlijk uitgaat van brede categorieën, zal dit probleem zich minder snel voordoen. In aanloop daar naartoe zullen fondsen in het overgangsjaar 2007 niet verplicht worden om ‘puntschattingen’ met betrekking tot de indexatiekwaliteit te communiceren, zoals de tot nu toe gehanteerde indexatiematrix voorschreef. In plaats hiervan is het toegestaan om een bepaalde “range” aan te geven rond de verwachtingswaarde, zoals in de Regeling toeslagenmatrix is geregeld.

Een ander aandachtspunt betreft de gevolgen van de continuïteitsanalyse in geval van een herstelplan. Of er sprake is van een reservetekort, wordt bepaald door de toets op het vereist eigen vermogen, in beginsel per ultimo van een jaar. Als tussentijds een reservetekort wordt geconstateerd dan dient het fonds dit op grond van de wet onverwijld te melden aan DNB en binnen drie maanden een lange termijn herstelplan in te dienen. Na melding beziet de toezichthouder of een eventueel bestaand herstelplan nog voldoende is, of dat de onderliggende situatie tot een (wijziging van het) herstelplan noopt.



Een fonds dient voor het basispad uit te gaan van de parameters die zijn aangegeven in artikel 1. De Nederlandsche Bank kan een pensioenfonds daarnaast op grond van artikel 154 Pensioenwet verzoeken een scenario door te rekenen, bijvoorbeeld een stress-scenario ('schokscenario'). Deze scenario's kunnen toegesneden worden op de specifieke fondskarakteristieken, waaronder de toekomstige ontwikkeling van het deelnemersbestand.

### **Artikel 2**

Dit artikel voorziet in de mogelijkheid om van de parameters af te wijken indien het fonds daartoe goede redenen heeft. Dit is conform hetgeen daarover is bepaald in de Nota Uitwerking FTK (Kamerstukken II 2004/05, 28294, nr. 11). De mogelijkheid om af te wijken bij actuele marktomstandigheden is bijvoorbeeld bedoeld voor beleggingen die zich kenmerken door een hoge volatiliteit, zoals het geval is bij beleggingen in grondstoffen. De mogelijkheid om rekening te kunnen houden met de specifieke karakteristieken van het fonds is vooral bedoeld om rekening te houden met groeivoeten in de loon- en prijsindexcijfers in een bepaalde bedrijfssector of bedrijfstak die significant afwijken van het landelijk gemiddelde. Om zeker te stellen dat afwijking alleen op goede gronden gebeurt, is voorzien in beoordeling ervan door DNB. In de Nota Uitwerking FTK is ook aangegeven dat DNB de mogelijkheid heeft om gemotiveerd af te wijken. In die mogelijkheid is reeds voorzien, omdat:

- als de continuïteitsanalyse wordt toegepast in de situatie dat er geen tekort is in het vereist eigen vermogen bij een pensioenfonds dan zijn op de conclusies van de continuïteitsanalyse de algemene bevoegdheden van DNB op grond van artikel 157 van de Pensioenwet (Aanwijzing) dan wel artikel 72 van de WVB van toepassing;
- als de continuïteitsanalyse wordt toegepast in de situatie dat er wel een tekort is in het vereist eigen vermogen bij een pensioenfonds dan zijn op de conclusies aan de uitkomst van de continuïteitsanalyse de bevoegdheden van DNB op grond van artikel 126 Pensioenwet (langetermijnherstelplan) dan wel artikel 67 van de WVB van toepassing.

### **Artikel 3**

In het advies van 3 oktober geeft DNB aan dat gegeven het tijdstip waarop dit advies wordt uitgebracht, het voor de hand ligt voor 2007 toe te staan dat die fondsen die voor de premiestelling het beleidskader van het overgangregime FTK hebben toegepast, deze methodiek in de premievaststelling voor het jaar 2007 nog eenmaal mogen hanteren. In deze bepaling wordt dit geregeld.

De Minister van Sociale Zaken  
en Werkgelegenheid,

(A.J. de Geus)