

Prestaties Nederlandse pensioenfondsen op basis van de funding ratio return benadering

Inleiding

In het VBA jaarnaal van april 2002 presenteerden wij de zogenaamde Funding Ratio Return (FRR) benadering (Ponds & Quix 2002). Deze benadering relateert het beleid van een pensioenfonds aan diens lange termijn strategische perspectief en een hieraan ontleend fondsspecifiek 'opbrengst-risico' afwegingskader in ALM-verband. De FRR kan ook gebruikt worden om de prestaties van pensioenfondsen te meten

door in beeld te brengen hoe de financiële positie van pensioenfondsen zich heeft ontwikkeld aan de hand van het gerealiseerde excess return ten opzichte van het gerealiseerde risico. Dit onderwerp, de FRR als performancemaatstaf, staat centraal in het onderhavige artikel. Na een beschrijving van de achtergrond en het formularium van de FRR-benadering gaan we nader in op de schatting van de beleggings-

Eduard H.M.
Ponds (I)
en Fons A.C.M
Quix
Staf Risico-
beheer ABP



rendementen en van de groei van de pensioenverplichtingen bij Nederlandse pensioenfondsen. Op basis hiervan komen we tot een inschatting van de ontwikkeling van de financiële positie bij Nederlandse pensioenfondsen over de periode 1993-2002. Vervolgens wordt de FRR gerelateerd aan de gelopen pensioenfondsriscio's. We sluiten af met conclusies en aanbevelingen.

Achtergrond en formularium FRR

In het verleden, zeg vóór de jaren 90, werd bij pensioenfondsen niet of nauwelijks aandacht besteed aan zaken als performancemeting en risico-analyse. De houding was er een van dat op de lange termijn alles wel goed komt. Vanaf begin jaren 90 werd marktwaardering van beleggingen meer en meer geaccepteerd en werden de beleggingsprestaties van de verschillende fondsen beoordeeld in vergelijking met andere fondsen en marktindices. Hoewel deze ontwikkeling een duidelijke stap voorwaarts betekent qua transparantie en het afleggen van verantwoording, is er ook een duidelijk nadeel. Pensioenfondsen worden aangezet tot kuddegedrag -herding- in hun beleggingsbeleid, waardoor dit beleid wordt afgestemd op wat naar verwachting de sector als geheel doet. Dit is ongewenst omdat een pensioenfonds zijn beleggingsmix idealiter juist zou moeten afstemmen op ten eerste de eigen fondsspecifieke kenmerken (de aard van de verplichtingen, de opbouw van het deelnemersbestand en de verwachte ontwikkelingen hierin) en ten tweede de risicohouding(en) van de stakeholders in het pensioenfonds.

Met de FRR beogen wij aan deze kritiek tegemoet te komen. Bij het concept van de FRR gaat het niet zozeer om het absolute beleggingsresultaat, maar om het beleggingsrendement ten opzichte van het rendement (groeivoet) van de pensioenverplichtingen. Dit laatste wordt uiteraard bepaald door de aard van de verplichting (nominaal, prijsindexatie, loonindexatie etc.) en de verplichtingenportefeuille, in het bijzonder wat betreft de rijpheid van het fonds tot uitdrukking komend in de duration van deze verplichtingen.

De FRR (Rf) is de procentuele verandering in de dekkinggraad over een één-jaarsperiode, ook te beschouwen als de één-jaars opbrengstvoet c.q. groeivoet van de dekkinggraad. In essentie is de groeivoet van de dekkinggraad terug te voeren op het verschil tussen het rendement op het aanwezig

vermogen en het rendement van de bestaande verplichtingen¹. Dit is te verduidelijken aan de hand van de onderstaande balansopstelling naar één-jaars stroomgrootheden (figuur 1).

Figuur 1: Balans pensioenfonds naar stroomgrootheden

beleggingsrendement	reële rente + indexatie +
	Δ waarde agv Δ reële rente
+ premies	+ opbouw
- uitkeringen	- vrijval
Δ vermogen	Δ verplichtingen

De derde post van de rechter kolom in figuur 1 geeft aan dat in elk jaar de verplichtingen afnemen met de voor dat jaar voorziene uitkeringen, vaak vrijval verplichtingen genoemd. De feitelijke uitkeringen zullen gelijk zijn aan de vrijval bij een accurate actuariële projectie van de voorziene uitkeringen. Regel 2 geeft aan dat de verplichtingen toenemen met de opbouw van nieuwe aanspraken uit hoofde van een extra verricht dienstjaar. Als de premie op kostendekkend niveau ligt, zal de opbouw van nieuwe verplichtingen precies gedekt worden door extra vermogensopbouw uit hoofde van de premie-inleg². Regel 1 tenslotte geeft ten aanzien van de bestaande verplichtingen allereerst aan dat deze elk jaar aangroeien met de indexatie³ en oprentingslast (één jaar verder in de tijd, dus hogere contante waarde van de toegezegde uitkeringen) en ten tweede kan de waarde van de verplichtingen veranderen als gevolg van een verandering in de reële yieldcurve. De aangroei van de verplichtingen dient gedekt te worden door het rendement op het bij aanvang aanwezige vermogen. Als het aanwezige vermogen geheel wordt aangehouden in de perfect hedge portfolio, zal de verandering in de waarde van de verplichtingen precies gedekt worden door een even grote verandering in de waarde van het vermogen. Het mismatchrisico is nul. Elke afwijking tussen de feitelijke mix en de perfect hedge portfolio zal leiden tot mismatchrisico.

Aannemende dat de feitelijke uitkeringen sporen met de voorziene uitkeringen en dat een kostendekkende premie wordt geheven, is vast te stellen dat de groeivoet van de dekkinggraad en het risico daarentrent terug te voeren is op twee grootheden, te weten: het excess return (zijnde het verschil tussen het beleggingsrendement en de groeivoet van de bestaande verplichtingen) en diens risico, door ons mismatchrisico genoemd. Deze vaststelling is terug

te vinden in de uitdrukking voor de FRR:

$$R_F = \frac{F_{+1}}{F} - 1 = \frac{A_{+1} / L_{+1}}{A/L} - 1 = \frac{A(1+R_A) / L(1+R_L)}{A/L} - 1 = \frac{(1+R_A)}{(1+R_L)} - 1$$

waaruit volgt:

$$[1] \quad R_F = \frac{R_A - R_L}{1+R_L}$$

Het risico (uitgedrukt als variantie) rond de verwachte waarde van R_F geeft het mismatchrisico aan⁴:

$$[2] \quad \sigma_F^2 = \left(\frac{1}{1+R_L}\right)^2 (\sigma_A^2 + \sigma_L^2 + \sigma_L^2 [R_F - 2R_L])$$

waarbij:

F	=	Dekkingsgraad
A	=	Vermogen
L	=	Verplichtingen
R_F	=	Funding Ratio Return (groeivoet dekkingsgraad)
R_A	=	Return vermogen
R_L	=	Return verplichtingen
σ_F^2	=	Mismatchrisico
σ_A^2	=	Beleggingsrisico
σ_L^2	=	Risico verplichtingen

In het algemeen kan gesteld worden dat een hogere groeivoet van de dekkingsgraad alleen kan worden gerealiseerd door meer mismatchrisico aan te gaan.

Meting van de prestaties van Nederlandse pensioenfondsen in FRR-termen

Voor de meting van beleggingsrendementen is, mede door de inspanningen van de WM-company, inmiddels een dusdanige standaardisatie bereikt dat pensioenfondsen vergelijkbare rendementscijfers produceren. Ook voor andere prestatie-indicatoren (premie, indexatie, dekkingsgraad) zijn inmiddels door de pensioensector stappen gezet om de transparantie te vergroten. Helaas rapporteren de pensioenfondsen echter nog niet over de groeivoet van de verplichtingen. Teneinde consistent te zijn met de meting van het beleggingsrendement zal deze meting in elk geval ook in marktwaarde/fair value termen plaats dienen te vinden. Deze waarderingsgrondslag voor de verplichtingen is binnen de Nederlandse pensioensector voorzichtig gesteld nog altijd omstreden zodat we waarschijnlijk moeten wachten tot de introductie van

nieuwe accounting standards c.q. de implementatie van het nieuwe Financiële Toetsingskader van de PVK vooraleer de stap gezet kan worden naar prestatie-meting in ALM-context. Op dat moment zou ook de jaarlijkse presentatie van WM-beleggingsrendementen vervangen kunnen worden door een vergelijking tussen de fondsen op basis van de Funding Ratio Return.

Het ontbreken van passende metingen voor de verplichtingen op individueel fondsniveau leidt ertoe dat wij het accent leggen op de prestaties van de pensioensector als geheel. Voor de beleggingen kunnen we dit op een acceptabele manier doen. Voor de verplichtingen hebben we een aantal aannames moeten maken. Deze aannames doen niet volledig recht aan de diversiteit in pensioenregelingen.

Beleggingsrendementen – Sinds eind jaren 80 / begin jaren 90 speelt WM-company in Nederland een belangrijke rol bij de performancemeting van de beleggingsportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Naast de resultaten per pensioenfonds publiceert WM-company de performance van het WM-universum; een indicator voor de beleggingsperformance van het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds. De rendementen op de bezittingen van pensioenfondsen over de periode 1993-2002 van het WM-universum zijn vermeld in tabel 1.

Return verplichtingen – De Pensioen- & Verzekeringkamer publiceert een pensioenmonitor met de statistiek van de niet-financiële gegevens van de aanvullende pensioenregelingen die zijn ondergebracht bij pensioenfondsen. Een van de aspecten waarover deze monitor rapporteert betreft het door de fondsen toegepaste toeslagen- en indexatiebeleid. Uiteraard zijn de afspraken op dit punt van groot belang voor de return pensioenverplichtingen. Uit de pensioenmonitor met de stand van zaken per 1 januari 2001 blijkt dat voor vrijwel alle pensioenverplichtingen geldt (98,5% van het totaal aan pensioenverplichtingen) dat de toeslagverlening voorwaardelijk is d.w.z. afhankelijk is van de financiële positie van het pensioenfonds. Kijken we vervolgens naar de basis voor de toeslag dan wordt die in ongeveer 60% van de gevallen gebaseerd op loonontwikkeling (werkgever, bedrijfstak of algemeen). In 20% van de gevallen wordt de prijsontwikkeling gevolgd. Voor het overige zijn mengvormen van toepassing.

Idealiter zou bij de berekening van de groei van de verplichtingen rekening moeten worden gehouden met het voorwaardelijk karakter van de toeslagen. Tegenvallende beleggingsrendementen zorgen immers voor een verslechterde financiële positie en dit heeft via de optie van het pensioenfonds om de toeslagen niet of niet volledig toe te passen een dempende invloed op de waardeinstijging van de pensioenverplichtingen (drukt dus de groei van de verplichtingen). Ondanks dat pensioenfondsen hun toeslagbeleid mogen inzetten voor de bijsturing van de financiële positie is slechts een klein aantal fondsen⁶ zover dat men dit vertaald heeft in concrete afspraken over de samenhang tussen financiële positie en toeslagen. Tegen deze achtergrond gaan wij bij de berekening van de returnverplichtingen uit van een onvoorwaardelijk toeslagenbeleid. Hiermee overschatten we dus de hoogte van de returnverplichtingen.

Voor wat betreft de basis voor de toeslagverlening sluiten we aan bij het feit dat het merendeel van de fondsen werkt met een koppeling aan de loonontwikkeling. Aangezien een minderheid van de fondsen hiervan afwijkt (prijzen of mengvormen) en deze afwijking over het algemeen leidt tot een lagere indexatie leidt deze keuze ook tot een (beperkte) overschatting van de returnverplichtingen.

Naast de indexatie is de gehanteerde rekenrente bepalend voor de returnverplichtingen. Bij reële toezeggingen impliceert marktconformiteit dat de verplichtingen gewaardeerd worden tegen de reële rente.

De groeivoet van de verplichtingen kan worden benaderd op basis van de onderstaande uitdrukking⁷:

$$[3] R_L = R_{rt} + R_i - MD*(R_{rt} - R_{rt-1})$$

waarbij:

- R_i = toegekende indexatie
- R_{rt} = reële rente op tijdstip t
- R_{rt-1} = reële rente op tijdstip $t-1$
- MD = modified duration van de pensioenverplichtingen
- R_L = Return verplichtingen

Reële rente – De reële rente (de voor inflatieverwachtingen gecorrigeerde nominale rente) is in Nederland niet waarneembaar. Er zijn geen of onvoldoende beleggingstitels voorhanden aan de hand waarvan de marktconforme reële rente kan worden ingeschat. Gelukkig zijn in een aantal andere landen (o.a. Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Frankrijk) wel beleggingstitels beschikbaar met een reële rentecoupon en een hoofdsom (waarover de rente berekend en waartegen wordt afgelost) die wordt geïndexeerd voor inflatie. Voor deze landen is het dan ook mogelijk om de samenhang tussen nominale rente en reële rente te onderzoeken. Op basis hiervan is vervolgens een model⁸ voor de reële rente in Nederland geschat met de volgende uitgangspunten:

- Inflatieverwachtingen komen tot stand via adaptieve verwachtingen

Tabel 1: Funding Ratio return en dekkingsgraad voor WM-universum van Nederlandse pensioenfondsen 1993-2002

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	gem.
Aandelen		42.3%	-5.4%	11.5%	29.9%	32.1%	15.4%	41.4%	-5.2%	-14.6%	-30.5%	9.0%
Vastrentend		16.1%	-3.8%	17.8%	9.2%	8.0%	10.6%	-0.4%	7.8%	6.6%	7.5%	7.8%
Onroerend goed		10.6%	3.7%	6.9%	12.8%	14.6%	8.4%	17.2%	18.9%	11.7%	5.1%	10.9%
Return												
Vermogen (Ra)		21.7%	-3.3%	14.7%	15.2%	15.8%	12.4%	16.3%	2.6%	-2.8%	-8.1%	8.0%
Reële rente (ultimo)	4.2%	3.8%	4.3%	3.9%	3.8%	3.7%	3.4%	3.8%	3.6%	3.5%	2.9%	
Contractloon		3.1%	1.8%	1.4%	1.7%	2.2%	3.0%	2.6%	3.3%	4.1%	4.0%	
Duration verplichtingen		15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	
Return												
verplichtingen (Rl)		14.2%	-1.8%	10.6%	7.1%	7.8%	11.2%	0.9%	8.9%	10.4%	15.7%	8.4%
$R_f = (R_a - R_l) / (1 + r_l)$		6.5%	-1.5%	3.7%	7.5%	7.4%	1.1%	15.3%	-5.7%	-12.0%	-20.6%	-0.4%
Cumulatieve R_f		6.5%	4.9%	8.8%	17.0%	25.6%	27.0%	46.3%	37.9%	21.4%	-3.6%	
Dekkingsgraad-index	100.0	106.5	104.9	108.8	117.0	125.6	127.0	146.3	137.9	121.4	96.4	
% zakelijke waarden		42%	41%	40%	42%	47%	49%	56%	52%	55%	49%	

- Een geïmpliceerde reële rente kan worden afgeleid op basis van het verschil tussen de nominale rente en de geconstrueerde inflatieverwachting.
- De uiteindelijke reële rente wordt bepaald als het gewogen gemiddelde van de (veronderstelde) lange termijn reële rente en de geïmpliceerde reële rente

De resultaten van het model zijn vermeld in tabel 1.

FRR prestaties Nederlandse pensioenfondsen 1993-2002

Tabel 1 toont de ontwikkeling van de FRR en diens componenten voor het universum van Nederlandse pensioenfondsen over de periode 1993-2002.

Vanaf eind 1992⁹ tot en met 1999 heeft de dekkingsgraad van de pensioenfondsen vrijwel elk jaar een verbetering laten zien. Deze ontwikkeling ging samen met een vergroting van de involvering in zakelijke waarden met een top van 56% in 1999. Met het jaar 2000 kwam de ommekeer. Na een mager beleggingsrendement in dit jaar volgden twee jaren met negatieve rendementen. Bovendien gingen deze rendementen gepaard met een forse toename van de verplichtingen. Dit laatste vooral door een daling van de reële rente (die leidt tot een stijging van de pensioenverplichtingen) en loonstijgingen die substantieel boven de consumenten prijsstijgingen uitkwamen.

Per saldo is de dekkingsgraad van de pensioenfondsen, berekend met behulp van de funding ratio return, in de afgelopen 10 jaren licht gedaald¹⁰, en wel met bijna 0,4%-punt op jaarbasis. Naar verwachting zal de feitelijke ontwikkeling van de dekkingsgraad van het universum een grotere daling hebben gekend, omdat de feitelijke premiestortingen over deze periode (ten gevolge van premieholocausts c.q. terugstortingen) onvoldoende zijn geweest om de pensioenopbouw te compenseren. Of om in termen van de Pensioen- & Verzekeringskamer te spreken; de geheven premie lag beneden de kostprijspremie. Bovendien is de dekkingsgraad ook nog verder gedaald door de verplichtingenstijging die voortvloeit uit aanzienlijke verbeteringen van de pensioenregelingen. Vanaf midden jaren 90 is bij veel pensioenfondsen het schrappen van de VUT-regelingen gepaard gegaan met het verlagen van de pensioenleeftijd (richting 60-63). Daarnaast zorgden actuariële risico's voor verhoging van de verplichtingen¹¹.

Nieuwe sterftetafels leidden al snel tot een gemiddelde extra jaarlijkse stijging met 0,2%.

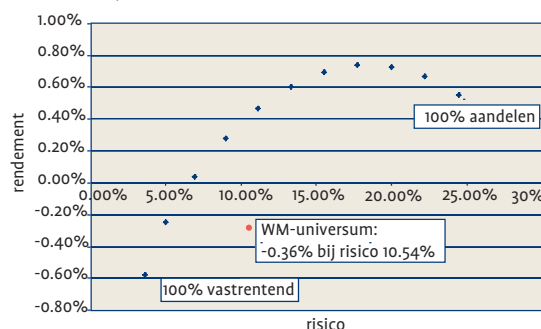
Al met al hebben de Funding Ratio Return, de premiestelling beneden kostprijsniveau, de verbeteringen van de regeling en het langlevensrisico geleid tot een verslechterde financiële positie. Daarnaast geldt dat gemiddeld genomen het beleggingsrisico en het mismatchrisico is toegenomen.

Funding Ratio Return en pensioenfondsisrisico

Met het begrip FRR beogen wij de voor een pensioenfonds centrale rendementsvariabele centraal te stellen. Het gaat immers niet zozeer om de absolute hoogte van het behaalde beleggingsrendement, maar meer om de vraag of het behaalde rendement voldoende is gebleken om de groei van de pensioenverplichtingen bij te houden c.q. te overtreffen. Naast inzicht in dit behaalde extra rendement is het van belang om te bezien met welk risico dit rendement is gerealiseerd. We bekijken daarvoor de standaarddeviatie van de FRR. Op basis van tabel 1 is dit voor het WM-universum en voor verschillende constante mixen van aandelen en obligaties (beiden op basis van rendement WM-universum) in beeld gebracht voor de periode 1993-2002.

Figuur

FRR en risico bij verschillende constante mixen van aandelen en vastrentend



Op basis van ex-post metingen blijkt het mismatchrisico van het WM-universum ruim 10% te bedragen. Ondanks deze risico-exposure is over de periode 1993 tot en met 2002 een rendement gerealiseerd dat lager is dan de jaarlijkse groei van de pensioenverplichtingen. Wanneer een pensioenfonds over deze periode een risicominimaliserende strategie had gevolgd, 100% allocatie naar vastrentende waarden

met een mismatchrisico onder de 5%, zou dit geleid hebben tot een negatief extra rendement t.o.v. verplichtingen van om en nabij de 0,6% per jaar¹². Toevoeging van 10% aandelenallocatie (mismatchrisico van ongeveer 5%) en het volgen van een constante mix zou voldoende zijn geweest om de performance van het WM-universum te verbeteren. Een verdere uitbreiding naar een constante 20% aandeleninvolving had gezorgd voor een positieve FRR. Deze verbetering zou gepaard zijn gegaan met een substantieel lager mismatchrisico dan het WM-universum heeft gelopen. Het mismatchrisico dat het universum heeft gelopen komt overeen met het risico van een strategie die constant over de periode 1993-2002 ongeveer 40% in aandelen zou hebben aangehouden. Deze constante mix strategie zou over de betreffende periode een FRR hebben gerealiseerd van ongeveer 0,4%.

Achteraf weten we dat de beschouwde periode wordt gekenmerkt door twee totaal verschillende economische omgevingen. Wanneer we eind 1999 de berekeningen hadden uitgevoerd over de voorafgaande 7 jaren had dit geresulteerd in een FRR van ruimschoots 5,5% met een risico van ongeveer 6%. De laatste 3 jaren kennen een negatieve FRR van ongeveer -12%. Uit tabel 1 blijkt dat het gemiddelde Nederlandse pensioenfonds in ieder geval niet op deze switch heeft geanticipeerd. Eind 1999 bereikte immers de involvering in zakelijke waarden met 56% haar maximum.

Tabel 2: Excess return en mismatch risico naar onderscheidbare perioden

	Excess return	Mismatchrisico
1993-1999	+ 5,6%	5,4%
1993-2002	- 0,4%	10,5%

Conclusie en aanbeveling

We willen ons zeker niet achter de analisten/commentatoren scharen die op basis van dit type analyses het door de pensioenfondsen gevoerde beleid veroordelen. Risico's moeten immers ex-ante gemanaged worden en het is wat al te makkelijk om op basis van de thans beschikbare informatie dit ex-ante risicomangement te veroordelen.

Wel vragen wij ons af of de zeer lange termijn oriëntatie van pensioenfondsen wel een goede basis vormt voor het beleggingsbeleid dat de fondsen voeren. Deze benadering wordt immers maar al te makkelijk vertaald in de stelling dat met een lange termijn horizon aandelen altijd de te verkiezen beleggingen zijn. Dit nog altijd populaire adagium in de pensioensector zal er zeker toe hebben bijgedragen dat het gemiddelde fonds eind jaren 90 vasthield aan haar beleggingsstrategie en de involvering in zakelijke waarden verder opvoerde.

Inmiddels hebben de afgelopen decennia duidelijk gemaakt, dat we binnen de zeer lange termijn (zeg 40 jaar) geconfronteerd worden met meerdere totaal verschillende regimes. In plaats van het enten van het beleggingsbeleid op het gemiddelde lange termijn regime ligt het dan ook veel meer voor de hand om het risicobeheer af te stemmen op de regimes die voor het komende decennium mogelijk worden geacht. Bovendien komt dan de focus te liggen op het onderkennen van mogelijke transitie naar andere regimes en de wijze waarop het beleid reageert¹³. Het gaat immers om het vooraf onderkennen van de regimeveranderingen en het op basis hiervan bijsturen van het beleid. In de academische wereld is het min of meer geaccepteerd om beslissingen ten aanzien van de strategische allocatie af te stemmen op in de tijd variërende rendementen (risicopremies) en risico's (Campbell & Viceira 2002). In de praktijk dient dit nog wel te worden waargemaakt en hier zal de goede belegger zich kunnen onderscheiden van de doorsnee en een betere return-risk kunnen realiseren. Dit betekent dan ook dat pensioenfondsen die waarde willen toevoegen met hun strategisch beleggingsbeleid dienen te anticiperen op verwachte veranderingen in regimes en niet langer een vaste strategische asset-mix zonder meer nastreven die is afgestemd op de gemiddelde lange termijnverwachtingen.

Of deze benadering tot betere prestaties van de Nederlandse pensioenfondsen zou hebben geleid is natuurlijk afhankelijk van de kwaliteiten die je de fondsen op dit vlak toedicht. Wat we wel zeker weten is dat binnen deze alternatieve setting een veel grotere incentive aanwezig is om klassieke visies en overtuigingen ter discussie te stellen en vooraf de juiste vragen te stellen.

Referenties

- Campbell J.Y. & Viceira L.M. (2002): 'Strategic Asset Allocation, Portfolio Choice for Long-Term Investors', Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press, Oxford.
- Dalen van G. (2003): 'Beleidskader en Herstelplan', in *VB Contact* 177, februari 2003, p. 5-6.
- Ponds E.H.M. & Quix A.A.C.M (2002): 'Groeivoet dekkingsgraad als afwegingskader voor beleid van Pensioenfondsen', in: *VBA Jaarnaal*, april 2002, pp. 10-17.
- Ewijk van C & Ven van de M (2003): 'Pension funds at risk', april 2003, CPB-rapport
- PVK Pensioenmonitor niet financiële gegevens pensioenfondsen. Stand van zaken 1 januari 2001
- WM Company rapportage WM-universum tot en met 2002 (nog te verschijnen)

Noten

- 1 Onder druk van de verslechterde financiële positie zullen de pensioenfondsen komen tot een concretisering van de voorwaardelijke indexatie. Daarmee kan het pensioenfonds direct invloed uitoefenen op het rendement op de verplichtingen (bijvoorbeeld door geen indexatie te geven). Tegen deze achtergrond is het verstandig om de prestaties van de fondsen niet alleen te vergelijken op basis van de FRR maar zeker op basis van de samenstellende delen i.c. rendement beleggingen en rendement verplichtingen.
- 2 In het verleden hebben Nederlandse pensioenfondsen bij hun premiestelling veelal rekening houden met het verwachte extra rendement op aandelenbeleggingen. De booming jaren '90 zijn aangegrepen om in sommige gevallen over te gaan tot premieholidays en zelfs terugstortingen. De nieuwe regelgeving van de PVK staat premiestelling onder kostprijsniveau slechts toe bij een meer dan adequate financiële positie.
- 3 Deze indexatielast vloeit voort uit de indexatie van de ingegane pensioenen en de indexatie van de pensioenrechten van actieven en slapers samenhangend met algemene loonstijging en indexatie van de franchise
- 4 Vergelijk voor de afleiding van [2] voetnoot 6 in Ponds&Quix 2002; cruciale aanname is dat op de korte termijn van één jaar de samenhang tussen R_A en R_L zo goed als nul is. Dit is een realistische aanname voor het huidige financiële beleid bij Nederlandse pensioenfondsen.
- 5 In de afgelopen jaren werden ook de resultaten van de individuele fondsen gepubliceerd via VB/Opf.
- 6 Het pensioenfonds voor de Metalekro (PME) beschikt vanaf 2000 over een beleidsstaffel waarin de relatie wordt gelegd tussen financiële positie en premie-, toeslag- en beleggingsbeleid (van Dalen 2003). Bij enkele ondernemingspensioenfondsen, bijvoorbeeld Pensioenfonds Hoogovens, zijn al enige jaren beleidsstaffels van kracht. Mede onder druk van de verslechterde positie en de regelgeving van de toezichthouder zijn op dit moment meerdere fondsen bezig met de ontwikkeling van fondsspecifieke beleidsstaffels.
- 7 Bij de nog altijd veelvuldig gehanteerde vaste rekenrente van 4% geldt de volgende formule:
$$R_L = 4\% + R_i$$
- 8 Jong de F.: 'De reële termijnstructuur in Nederland, 1970-2001', Onderzoeksrapport ten behoeve van Staf Risicobeheer ABP, 2002.
- 9 Inzicht in de dekkingsgraad op basis van fair value per eind 1992 ontbreekt. Als neutraal referentiepunt is voor 100 gekozen.
- 10 Indien wij een vaste rekenrente van 4% hanteren leidt dit tot een stijging van de dekkingsgraad t.o.v. 1992 met 12%
- 11 Van Ewijk en van de Ven (CPB) laten zien dat de 4% dekkingsgraad eind 2002 ongeveer gelijk is aan de dekkingsgraad in 1992. In combinatie met het gestelde in de vorige voetnoot dat op basis van de FRR de 4% dekkingsgraad met 12% zou zijn gestegen kan de som van de effecten van extra groei verplichtingen uit hoofde van zwaardere sterftetafels en verbeteringen in de pensioenregelingen worden geschat op ca. 10%-punten dekkingsgraad. Hiermee rekening houdend zou de feitelijke ontwikkeling van de dekkingsgraad, de feitelijke R_F , gemiddeld uitkomen op circa 1,4% negatief (= -0,4%-1%).
- 12 Obligaties haalden immers conform tabel 1 een gemiddeld rendement van 7,8% terwijl de verplichtingen return 8,4% bedroeg.
- 13 Zie hiervoor ook The Ambachtsheer Letter van april 2003; persistent investment regimes or random walk? Even Shakespeare knew the answer.