

Rondetafelgesprek vaste Kamercommissie SZW: Evaluatie FTK

Position Paper Han de Jong¹

Onderstaand geef ik commentaar op het rapport van WTW. Daarbij volg ik de methodiek van dat rapport en richt ik het commentaar op de bevindingen van WTW ten aanzien van de vijf doelstellingen van de wijziging van het FTK in 2015.

Doel 1: Voorkomen van abrupte omvangrijke kortingen en tegengaan uitstel herstel maatregelen.

WTW constateert dat het eerste deel van dit doel is bereikt. Dat betreft een feitelijke constatering en ik kan er slechts mee instemmen. Je kunt je overigens afvragen of bij het uitsmeren van eventuele kortingen en het hanteren van een ‘rollende’ looptijd voor een herstelplan niet over nog langere periodes zou moeten worden nagedacht.

Ten aanzien van het tweede deel van dit doel meent WTW dat dat veel minder is bereikt. Dat wordt voor een belangrijk deel geweten aan de verandering van de maximale parameters ten aanzien van verwachte rendementen en de manier waarop fondsen die hanteren. Ten aanzien van dat laatste merkt WTW op dat fondsen de neiging hebben hun herstelplannen te baseren op de maximaal toegestane verwachte rendementen. Daarmee wordt de suggestie gewekt dat fondsen onverantwoord bezig zijn. Deze indruk wordt versterkt door de constatering dat fondsen met lage dekkingsgraden hogere verwachte rendementen veronderstellen.

Ik ben het hiermee oneens. De door de Commissie Parameters vastgestelde maximale verwachte rendementen komen mijns inziens goed overeen met historische gemiddelden. Het woord ‘maximaal’ moet niet worden gezien als ‘maximaal te verwachten’. Als dat wel zo zou zijn, zou de handelwijze van de fondsen onverantwoord zijn. Uitgaan van historische gemiddelden lijkt mij, bij gebrek aan een beter inzicht, een redelijk prudente aanpak. Ik zou het oordeel van WTW op dit punt willen herformuleren. Fondsen met hoge dekkingsgraden die herstelplannen baseren op verwachte rendementen die duidelijk onder de ‘maximale’ liggen in hun herstelplannen gaan uit van wel behoorlijk conservatieve rendementsveronderstellingen. Het stelsel heeft al op diverse plaatsen buffers (zoals het feit dat een fonds met een nominale dekkingsgraad van 100% of zelfs iets meer toch nog geacht wordt een dekkingstekort te hebben). Het lijkt mij overdreven overal in het stelsel buffers en veiligheidsmarges in te bouwen.

Hoewel het feitelijk los staat van de herziening van het FTK stoort WTW zich daarnaast aan hoe de Commissie Parameters de rendementen heeft vastgesteld. Een gebruikelijke benadering is een berekening waarbij een risicovrij rendement het uitgangspunt is en daarbij een risicopremie wordt opgeteld die afhankelijk is van de specifieke vermogenscategorie. Door de huidige aanpak waarbij per vermogenscategorie een soort zelfstandig verwacht rendement is verondersteld, wordt er feitelijk gewerkt met vanuit historisch perspectief wel forse risicopremies bovenop het risicovrije rendement. Dat zet in principe aan tot het nemen van risico met als doel die (veronderstelde) premies te incasseren. Ik ben het met die argumentatie van WTW in beginsel wel eens. Toch denk ik dat de aanpak van de Commissie verdedigbaar is onder de huidige omstandigheden, die zich kenmerken door extreem lage risicovrije rendementen. De feitelijke ontwikkeling van rendementen gedurende de afgelopen jaren is ook positiever geweest dan de Commissie heeft verondersteld. Iemand die de afgelopen jaren is uitgegaan van de maximaal toegestane verwachte rendementen, heeft zich achteraf gezien (tot nog toe) niet rijk gerekend.

¹ Chief Economist ABN AMRO, Lid Beleggingsadviescommissie bij enkele pensioenfondsen, Docent ‘Macro-economie en Financiële Markten’ aan de Masteropleiding Investment Management aan de VU
Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven en is niet noodzakelijkerwijs de mening van ABN AMRO

In deze discussie valt mij nogal op dat de deskundigen die deel hebben uitgemaakt van de Commissie Parameters vooral kwamen uit de hoek van academische macro-economen en risicobeheerders. Bij het samenstellen van een toekomstige commissie zouden wel wat meer echte beleggers mogen worden overwogen. Daarnaast zou ik overwegen geen ‘vertegenwoordigers van...’ op te nemen in de Commissie. Ook valt te overwegen de frequentie van rapportage iets op te voeren. Als ik het goed heb begrepen, komt er momenteel eens per vijf jaar een Commissie-rapport uit. Waarderingen kunnen een forse invloed hebben op de rendementen op langere termijn. Juist het waarderingsniveau van veel vermogenscategorieën is de laatste jaren sterk gestegen. Pensioenfondsen worden aangemoedigd eens per jaar of ten minste eens per drie jaar een ALM-studie uit te voeren. In zekere zin is een rapportage van de Commissie Parameters een soort input voor een ALM studie van het stelsel als geheel.

2. Tegengaan spagaat in beleggingsbeleid tussen gerichtheid op koopkrachtbehoud (indexatie) en nominale stabiliteit.

Het gaat hier in de kern om de essentie van het pensioencontract. De huidige formele visie is dat het gaat om nominale zekerheid met een reële ambitie. Dat maakt een spagaat bij voorbaat onvermijdelijk. Als je onverkort vasthoudt aan nominale zekerheid, heeft dat belangrijke consequenties. De afgelopen jaren is er slechts zeer beperkt geïndexeerd, dus het is voor deelnemers heel duidelijk geworden dat de reële ambitie slechts een ambitie is. Maar er is ook op behoorlijke schaal gekort. En kortingen blijven ook in de toekomst mogelijk. De feitelijke situatie is derhalve dat nominale zekerheid evenmin bestaat. Ik begrijp niet dat mensen dat niet zouden begrijpen. En als we die nominale zekerheid wel willen, zullen we de reële ambitie moeten opgeven.

Fondsen die in reservetekort verkeren maar niet in een dekkingstekort mogen eenmalig hun risicoprofiel verhogen. De toezichthouder vindt dat deze mogelijkheid niet onbeperkt moet voortduren. Ik ben dat wel eens met DNB, maar zou een eventueel te bepalen einddatum nog wel behoorlijk in de toekomst leggen. Overigens merk ik zelf dat veel fondsen deze ‘joker’ achter de hand willen houden. Wellicht dat ze nooit van de mogelijkheid gebruiken gaan maken terwijl ze misschien juist worden aangemoedigd het wel te doen als er een einddatum wordt vastgesteld.

WTW merkt op dat het verwonderlijk is dat de fondsen die het risicoprofiel hebben verhoogd, dat vooral hebben gedaan door hun renteafdekking te verminderen. WTW schrijft dat fondsen die beslissing hebben genomen op een kennelijke rentevisie. In de manier waarop we in Nederland naar pensioenen kijken is ‘visie’ bijna een vies woord geworden. Maar bij een rentetermijnstructuur die deels onder nul ligt en verder ook historisch ongekend laag ligt, lijkt me een dergelijke handelwijze verdedigbaar. We kunnen de toekomst niet ‘weten’. Wat wel duidelijk is, is dat teleurstellingen niet zullen uitblijven als we ons hele pensioenvermogen in 15-jaars swaps beleggen met een effectief rendement van nog geen 1,5%.

Wat betreft de nieuwe indexatiesystematiek wil ik het volgende opmerken. De nieuwe systematiek geeft fondsen minder ruimte en in mijn optiek is de nieuwe systematiek zeer beperkend. Tot nog toe is dit niet problematisch geweest omdat de inflatie erg laag is. Diverse fondsen hebben in 2018 gekozen voor zeer marginale indexatie om aan de deelnemers een soort ‘goede wil’ te tonen. Je vraagt je af wat er zou gebeuren als de inflatie verder oploopt en de rente daarbij bijvoorbeeld zou achter blijven.

3. Meer stabiliteit bij financiële sturing

Dat de waardering van verplichtingen tegen dagkoersen op vastrentende markten gebeurt, heeft mij nooit aangesproken. Het is een soort waardering op executiewaarde, waarbij je overigens zeker weet dat niemand die verplichtingen als zekerheid voor die bedragen zou willen overnemen. Actuarieel wellicht zuiver, maar verder niet logisch. De invoering van de beleidsdekkingsgraad is derhalve een verbetering, maar mijn fundamentele bezwaren blijven bestaan. Bovendien is er nu een veelheid aan

dekkingsgraden en dat kan verwarrend zijn. Wellicht zou het verplicht moeten zijn dat fondsen aan deelnemers een bepaalde dekkingsgraaddefinitie rapporteren. Van bestuurders van fondsen mag wel verwacht worden dat zij door de bomen het bos nog wel zien.

De invoering van de verplichting om een reële dekkingsgraad te rapporteren is mij, vrees ik, ontgaan. Ik kijk nooit naar de reële dekkingsgraad van de fondsen waarbij ik betrokken ben. In de jaren dat ik als externe adviseur bij enkele fondsen betrokken ben heb ik nooit enige discussie over de reële dekkingsgraad meegemaakt. In de enquête van WTW is ook een forse meerderheid ontevreden of zeer ontevreden over de reële dekkingsgraad.

4. Stabiele pensioenpremies

In mijn optiek is het bepalen van de kostendeekkende premie met behulp van verwachte rendementen een goede aanpak en heeft die bijgedragen tot premiestabiliteit. Een suggestie om premieberekening te doen op basis van de rentetermijnstructuur wijs ik af. Niet alleen zou dit leiden tot veel hogere premies, maar een pensioenvermogen kan met een lange termijn horizon worden belegd. Dat hoeft per definitie niet risicovrij. Wie zijn hele leven alleen maar risicoloos belegt, doet zich zelf tekort. Vanuit persoonlijke risicohouding en kennis kan dat overigens best een goede keuze zijn voor individuen.

Bij de wijziging van de regels aangaande rendementsdemping moeten veronderstelde rendementen op vastrentende waarden voor een periode van vijf jaar worden gefixeerd. Bij de huidige extreem lage effectieve rendementen lijkt me dat nogal lang.

5. Fondsbesturen stellen hun financiële beleid op voorhand vast.

Het is natuurlijk prima dat fondsen aan de deelnemers duidelijk maken wat de deelnemers mogen verwachten en wat de risico's zijn. Mijn indruk is wel dat de combinatie van regelgeving en het toezicht erg eenzijdig zijn gericht op het uitsluiten van risico's. De manoeuvreerruimte voor fondsbesturen is beperkt. De nadruk op het uitsluiten van risico's zal ongetwijfeld op termijn gaan ten koste van beleggingsrendementen. Aangezien een pensioen voor een groot deel bestaat uit opgebouwde rendementen is dat vervelend. De balans is op dit punt in mijn optiek zoek. Hier speelt naar mijn idee ook weer dat degenen 'die er over gaan of adviseren' vooral theoretici zijn uit de hoek van macro-economie, risicobeheer en actuariaat.

Amsterdam, 7 mei 2018