

De impact van het nieuwe FTK op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen

Lezing door Age Bakker, bestuurslid pensioenfonds Zorg en Welzijn, voor het seminar Beleggersberaad 2014 georganiseerd door Pensioen Pro, Rotterdam, 9 oktober 2014

Vandaag wordt het nieuwe FTK in de Tweede Kamer besproken. De verwachting is dat het nieuwe FTK in grote lijnen door de Kamer zal worden overgenomen. Wat gaat het nieuwe FTK betekenen voor het beleggingsbeleid van pensioenfondsen?

Ik zal die vraag beantwoorden vanuit de achtergrond van een fonds met een duidelijke indexeringsdoelstelling. Het beleggingsbeleid staat, samen met het indexeringsbeleid, in dienst van die doelstelling. Daarom zal ik, naast het beleggingsbeleid, ook nadrukkelijk stilstaan bij de impact van het nieuwe FTK op het indexeringsbeleid.

Het vertrekpunt voor mijn verhaal is waar we als pensioenfondsen met een defined benefit-regeling onder het 'oude' FTK vandaan komen. De meeste pensioenfondsen streven er naar om naast het nominale pensioen ook compensatie voor de opgetreden prijs- of looninflatie te bieden en zo koopkracht te behouden.

In de afgelopen jaren is wel duidelijk geworden dat binnen het oude FTK die indexeringsambitie schipbreuk heeft geleden. Bij veel pensioenfondsen is een behoorlijke indexeringsachterstand ontstaan, gemiddeld over de afgelopen vijf jaar zo'n 10%. Binnen het oude 'FTK' is het steeds moeilijker geworden om een beleggingsbeleid vol te houden dat past bij de indexeringsambitie. Een belangrijke vraag is dan ook of het nieuwe FTK het voor pensioenfondsen gemakkelijker maakt om te werken aan die ambitie.

Mijn story line zal zijn dat het nieuwe FTK de knelpunten daarvoor maar voor een beperkt deel wegwerkt. Op punten houdt het nieuwe FTK juist een verdere nominalisering van de pensioenaanspraken in. Met andere woorden de indexeringsambitie wordt er niet gemakkelijker op. Ook is de vraag of het geheel er nu eigenlijk minder complex op wordt.

Maar nu eerst terug naar het bestaande pensioencontract en het 'oude FTK. Waarom werd het steeds moeilijker om een beleggingsbeleid vol te houden dat past bij de indexeringsambitie?

Een allereerste weeffout in het 'oude' FTK was dat de reële voorwaardelijke toezeggingen worden berekend tegen een nominale risicovrije marktrente. Mogelijk was er wel iets te zeggen voor een conservatieve discontovoet om zo pensioenfondsen ervoor te behoeden dat ze zich rijk rekenen op basis van rendementen uit het verleden.

Maar het zekerheidsdenken in de waardering van de pensioenverplichtingen is niet bestand gebleken tegen de paradigma shift die optrad na de financiële crisis. Het stimuleringsbeleid van centrale banken heeft tot uitzonderlijk lage rentetarieven geleid. Veel pensioenfondsen

krijgen zo, wat Amerikanen noemen, een ‘double whammy’. Ze moeten rekenen met een risicovrije rente die in historisch opzicht uitzonderlijk laag is, maar ze kunnen niet op zoek naar meer rendement omdat het risicoprofiel niet mag worden verhoogd.

Het FTK is niet ‘fool proof’ gebleken voor de extreem lage rente waarin we nu zitten. De op zich goed bedoelde regel keert zich ten kwade door de lange periode van lage en dalende rente en het daardoor ontstane reservetekort.

Het wrange bij het uniforme defined benefit contract is dat bij een rentedaling het vooral de verplichtingen van de jongeren zijn die fors stijgen – hun verplichtingen hebben immers een veel langere duration. Maar het zijn de ouderen die daar op korte termijn de hinder van ondervinden, in de vorm van achterblijvende indexering. De ouderen vangen dus het renterisico van de jongeren op.

Dat lijkt mij een vorm van onbedoelde solidariteit, die bovendien tot een beleggingsspagaat leidt: moeten de fondsen het renterisico, omwille van de korte termijn zekerheid, afdekken en daarmee de ouderen tegemoet komen? Of moeten de fondsen de nominale rente juist niet afdekken en vol gaan voor een beleid dat past bij een lange termijn indexeringsambitie. Een keuze tussen korte termijn zekerheid en lange termijn reëel rendement. Een keuze tussen de belangen van de jongeren en die van de ouderen. Een lastig dilemma dus, want ook pensioenfondsen kunnen iedere euro maar eenmaal uitgeven.

En het dilemma wordt nog groter als we de vergrijzing en de bestandsveroudering er bij nemen. Volgens de leerboekjes zou het vanzelf spreken om bij een ouder wordend bestand risico terug te nemen, Maar – en daar komt het dilemma weer om de hoek – als we in een uniforme beleggingsmix risico terugnemen, dan betekent dat simpelweg een lager rendement. En voor de jongeren betekent 1% minder rendement al gauw 30% minder pensioen.

Het is al met al voor pensioenfondsen heel moeilijk geworden het allemaal uit te leggen aan de deelnemers. Een eerste communicatieprobleem is hoe bij de feitelijke rendementen die behaald worden uit te leggen dat toch indexatie wordt onthouden of zelfs wordt gekort. Pensioenfonds PFZW heeft in de afgelopen 10 jaren een gemiddeld rendement behaald van ruim 8%. En toch heeft het maar beperkt kunnen indexeren. Voor deelnemers is het heel moeilijk te vatten: ‘Jullie halen goede rendementen en moeten mogelijk tóch korten?’

Dat voedt ook het gevoel ‘Volgens mij leg ik meer premie in dan ik straks aan uitkering terugkrijg.’ Met name van jongeren horen we dat geluid steeds vaker. Maar ook ouderen beseffen niet hoeveel geld er eigenlijk in hun pensioenpot zit en hoeveel daarop is verdiend.

Een oplossing zou zijn om meer inzicht te geven in ingelegde premie en opgebouwd kapitaal. Dat zou de jongeren laten zien dat er voor hen wel degelijk iets overblijft, en het zou aan de

oudere deelnemers laten zien dat zij, ondanks indexatie achterstand, nog steeds waar voor hun geld krijgen. Over hun ingelegde premie is immers een aanzienlijk rendement behaald.

Lost het nieuwe FTK de knelpunten op die onder het oude FTK tot zoveel onzekerheid bij de deelnemers hebben geleid? Ik wil deze vragen vooral behandelen in het kader van de implicaties voor de indexeringsambitie en zal dus vooral kijken naar het effect op het beleggingsbeleid en het indexeringsbeleid. Ik onderscheid daarbij 8 elementen in het nieuwe FTK, waarvan 3 betrekking hebben op de waardering en 5 op de sturing. Deze lopen we stuk voor stuk langs.

Wat betreft de discontovoet verandert er op hoofdlijnen niets. Dat betekent dat we reële voorwaardelijke aanspraken blijven sturen op basis van een nominale risicovrije marktrente. Er blijft dus een incentive om – met het oog op de korte termijn – renterisico af te dekken. De dekkingsgraad beweegt immers met de nominale marktrente. Als pensioenfondsen op korte termijn een stabiele dekkingsgraad willen, loont het dus om die rente af te dekken.

Daarmee zetten we dan wel het lange termijn inflatierisico wagenwijd open. Zo blijven we geconfronteerd met de beleggingsspagaat van het oude FTK: we mikken op korte termijn nominale zekerheid terwijl we een lange termijn reële ambitie willen waarmaken.

Al met al handhaaft het nieuwe FTK hiermee de prikkel om het beleggingsbeleid zo in te richten dat de kans op nominaal korten kleiner wordt. Dat gaat per definitie ten koste van de indexatie ambitie. We zullen later zien dat deze bias naar het voorkomen van korten sterker wordt door andere elementen van het nieuwe FTK.

Wat wél verandert is dat de driemaands rentemiddeling onder het oude FTK wordt vervangen door een twaalfmaands dekkingsgraad-middeling onder het nieuwe FTK. Daarmee wordt onze dekkingsgraad, de stuurthermometer voor pensioenfondsen, op een meer consistente wijze berekend. Niet alleen de rente, en dus de verplichtingen, worden gemiddeld, maar ook de fluctuaties in het aanwezig vermogen worden gemiddeld.

Zo wordt de dekkingsgraad als geheel minder gevoelig voor korte termijn schokken in zowel rente als rendement. Dat geeft meer ruimte voor een lange termijn beleggingsbeleid, dat gericht kan zijn op de indexeringsambitie. Dat is een belangrijke plus van het nieuwe FTK.

Ten slotte verandert wat betreft de waardering de berekening van de Ultimate Forward Rate. Deze convergeert niet langer naar een vaste eindwaarde van 4,2%, maar naar een 10-jaars gemiddelde. Dit betekent dat bij de huidige rentestand de UFR convergeert naar 3,6%, dat impliceert een daling van de dekkingsgraad met 2%.

Dat is wellicht wel te overzien, maar de overgang naar een flexibele eindwaarde voor de UFR impliceert wel dat de rentegevoeligheid toeneemt. En dat impliceert op zijn beurt weer dat het afdekken van de rente, als je dat als fonds al wil, complexer wordt. Al met al een min.

Overigens heeft staatssecretaris Klijnsma aangegeven dat mogelijk op termijn aansluiting wordt gezocht bij de UFR die straks Europa breed zal gelden. We wachten het af.

Dan de veranderingen die gevolgen hebben voor de sturing binnen het fonds: wanneer en hoeveel kan het fonds indexeren?

Waar we vandaan komen is de beleggingsspagaat die ontstaat bij herstelplannen die onder invloed van financiële tegenwind vastlopen. ‘Kruiend ijs’ is dan ook een passende term bij het gure klimaat voor de pensioenfondsen na de financiële crisis. Bij toenemende wind schuiven de ijsschotsen steeds verder over elkaar en uiteindelijk vermorzelen ze het pensioenschip dat geen kant meer uit kan.

Het probleem van de herstelplannen onder het oude FTK was dat naarmate het einde van de herstelperiode naderde tussentijdse schokken niet meer goed konden worden opgevangen, met als onvermijdelijk gevolg soms forse kortingen. Die kortingen hebben het vertrouwen in het stelsel aangetast, misschien nog wel meer dan het achterblijven van de indexatie. Voor fondsen in lange termijn herstel impliceren de regels dat beleggingsrisico moet worden teruggenomen.

Weliswaar worden onder het nieuwe FTK de vermogensvereisten verder opgekrikt, wat leidt tot een latere indexatie dan nu het geval is, maar daar staat tegenover dat door de nieuwe dakpanconstructie een jaarlijkse revisie van herstelplannen mogelijk is. Dit is een belangrijke verbetering van de herstelsystematiek en dus, al met al, een plus van het nieuwe FTK. Het geeft ruimte aan een beleggingsbeleid dat niet voortijdig risico behoeft terug te nemen.

Een tweede verandering is hoe om te gaan met nominale kortingen. Deze komen onder het nieuwe FTK na vijf jaar onderdekking in beeld. Ze moeten dan onvoorwaardelijk worden ingeboekt, maar mogen worden uitgesmeerd over 10 jaar. Dat leidt tot een kleinere kans op zeer grote kortingen ineens, zoals onder het kruiende ijs van het oude FTK. Omdat korten een veel grotere impact heeft op het vertrouwen van de deelnemers dan niet-indexeren voelden besturen zich gedwongen risico terug te nemen ten koste van de indexatie ambitie.

Voor het beleggingsbeleid betekent de nieuwe regel dat een langere termijn horizon kan worden genomen. Door de kans op grote kortingen ineens te verkleinen krijgen pensioenfondsbesturen meer ruimte voor een weloverwogen afweging tussen indexeringsambitie en nominale zekerheid. We geven dit dus ook een plus.

Het nieuwe FTK introduceert een nieuwe systematiek voor toekomstbestendig indexeren. Pas vanaf een dekkinggraad van 110% mag gedeeltelijk worden geïndexeerd. Die indexering moet dan wel zo robuust zijn dat ze in beginsel 'oneindig lang' kan worden gegeven.

Op zichzelf spreekt de filosofie achter dit systeem aan en het voorkomt onvoorzichtig indexeringsgedrag van pensioenfondsen, dat mogelijk ten koste kan gaan van jongere generaties. Tegelijkertijd knelt de vormgeving van het toekomstbestendig indexeren door de nominale invulling die eraan wordt gegeven.

De grens waarbij geïndexeerd mag worden is wederom afhankelijk van de stand van de nominale rente. Als fondsen de dekkinggraad rondom die grens stabiel willen houden, worden ze verleid tot het afdekken van de nominale rente en dus tot het openzetten van het inflatierisico.

Los van deze afdekspagaat is er geen directe impact op beleggingsbeleid. Maar de ruimte om te indexeren wordt aanmerkelijk minder. Al met al voegt de vormgeving nogal wat complexiteit toe en het zal lastig worden helder te communiceren aan de deelnemers onder welke omstandigheden nu wel of niet kan worden geïndexeerd. Een min dus.

Het nieuwe FTK maakt inhaal van gemiste indexering in de afgelopen jaren vrijwel onmogelijk voor de voorzienbare toekomst. Inhaalindexering mag pas vanaf het maximum van vereist eigen vermogen en dekkinggraad waarbij het pensioenfonds toekomstbestendig kan indexeren. En daarvoor mag niet meer dan 10% van het overschot worden gebruikt.

Ook dit heeft op zichzelf geen directe impact op het beleggingsbeleid, dat zich kan richten op buffervorming en dus in dit opzicht een lange termijnbeleid kan blijven volgen. Maar de fondsen worden gedwongen tot een zodanige mate van reserve-opbouw dat dit in de communicatie naar de deelnemers vragen zal oproepen.

Laat ik wel een kanttekening plaatsen bij de inhaalindexering. Er is veel aandacht geschonken aan de opgelopen indexeringsachterstand in de afgelopen jaren. Het besef van achterstallig indexatie onderhoud en het daardoor opgelopen koopkrachtverlies heeft er mede aan bijgedragen dat het vertrouwen in het pensioenstelsel een deuk heeft opgelopen.

Waar in de communicatie minder aandacht aan is gegeven is dat tegenover die achterstand staat dat door de toegenomen levensverwachting pensioenen over een veel langere periode worden uitgekeerd. Met andere woorden: deelnemers krijgen misschien in reële termen iets minder pensioen dan verwacht, maar ze krijgen het wel voor een langere periode dan gedacht tijdens de opbouwfase. Hiervoor is in feite geen premie betaald.

Mijn inschatting is dat tegenover de gemiddelde indexatie achterstand van zo'n 10 % die deelnemers in de afgelopen vijf jaar hebben opgelopen zeker 6% staat van langere

pensioenuitkeringen op basis van gestegen levensverwachting. De vraag is gewettigd of het nog reëel is hiervoor een inhaalambitie te formuleren.

Hoe dit ook zij, duidelijk is dat het nieuwe FTK voor inhaalindexatie geen tot weinig ruimte biedt en pensioenfondsen zullen zich dus moeten beraden hoe hiermee om te gaan in de communicatie naar deelnemers. Ik kan me voorstellen dat de inhaalambitie wordt teruggebracht tot de voor de gestegen levensverwachting gecorrigeerde gemiste indexatie.

Ten slotte, pensioenfondsen mogen zowel onder het oude als het nieuwe FTK tijdens de herstelperiode geen risico verhogen. Dat betekent dat pensioenfondsen nu, bij deze lage rente, renteafdekking moeten bijzetten of anders beleggingsrisico moet terugnemen. Dit is een zeer knellende eis: het kan immers nog jaren duren voordat het vereist eigen vermogen is. Bestuurders moeten toekijken en kunnen niet adequaat in het beleggingsbeleid bijsturen.

Voor mij is dit wel de grootste belemmering onder het nieuwe FTK en het zou goed zijn als dit alsnog wordt aangepast. Het zou goed zijn als pensioenfondsen het beleggingsbeleid tussentijds kunnen aanpassen als dit aantoonbaar in lijn is met de ambities en risicobereidheid van fonds en deelnemers. Hoopgevend is dat staatsecretaris Klijnsma in haar brief aan de Kamer dit punt erkent. Laten we hopen dat hier alsnog een plus komt.

Hoe moeten we het nieuwe FTK, alles overziende, nu waarderen? Het nieuwe FTK brengt zeker een aantal verbeteringen. Deze zitten vooral in de 12-maands dekkingsgraadmiddeling, elementen van de herstelsystematiek en het uitsmeren van kortingen in de tijd. Daardoor ontstaat meer ruimte voor een beleggingsbeleid gericht op de lange termijn indexeringsambitie. Die stabiliserende maatregelen en het oprekken van de hersteltermijnen werken al met al goed uit voor de stabiliteit en robuustheid van het stelsel.

Maar daar staat tegenover dat de herstelsystematiek nog steeds onvoldoende scoort op de mogelijkheid bij te sturen, zeker in de huidige periode van lage rentes. Ook is een groot nadeel dat de stuurthermometer nominaal blijft. Dat geeft een incentive om de rente af te dekken en een disincentive om inflatie af te dekken. De nieuwe UFR-methodiek maakt de gevoeligheid voor de (lange) rente zelfs nog groter. Al met al blijft in dit nieuwe FTK het fundamentele probleem van de beleggingsspagaat bestaan.

De dalende rente houdt pensioenfondsen in de houdgreep. In combinatie met de lage dekkingsgraden, de regel dat tijdens reservetekort geen risico mag worden toegevoegd en de prikkel uit het nieuwe FTK om de nominale aanspraken vóór alles te beschermen wordt de lage rente een giftig cocktail.

Hoe meer renterisico wordt afgedekt, hoe meer inflatierisico open komt te staan. Bovendien loopt bij oplopende inflatie vaak ook de rente op. Renteafdekking zit dan in de weg, de nominale dekkingsgraad kan de rentestijging niet of slechts ten dele volgen.

Markratio zegt dat het verstandig is om renteafdekking te verminderen bij een lage rente. Immers, renteafdekking is dan duur en de potentiële omvang van het verlies door rentestijging wordt steeds groter. Maar hier staat het FTK in de weg. Pensioenfondsen komen zo steeds verder vast te zitten. En als dan de rente ineens met een sprong omhoog gaat, al dan niet in combinatie met een oplopende inflatie, zijn de rapen gaar. De fondsen zitten vast en kunnen van die rentesprong niet profiteren. Dat wordt dan nog een lastige om uit te leggen.

Kenmerkend voor het nieuwe FTK is dat het opbouwen van grote buffers gaat vóór het realiseren van de indexatie ambitie. Het nieuwe FTK speelt daarmee meer op zeker. De kortingsschrik zit er goed in. Maar die focus op zekerheid staat de beleidsruimte voor pensioenfondsbesturen om de indexatieambitie na te streven in de weg. Het is wat wrang te moeten constateren dat juist nu pensioenfondsen, mede op aandringen van de toezichthouder, hebben geïnvesteerd in de deskundigheid van bestuurders, hun bewegingsruimte danig wordt ingeperkt.

Het beschermen van de nominale zekerheid gaat in dit nieuwe FTK dus vóór de indexeringsambitie. En dat betekent een verdere nominalisering van het stelsel. Om het scherp te zeggen: in het nieuwe FTK staat tegenover de grotere zekerheid op nominale aanspraken ook de zekerheid van groter koopkrachtverlies dan onder het oude FTK.

Binnen defined benefit blijft het moeilijk een beleggingsbeleid vol te houden dat past bij de indexeringsambitie. Weliswaar werkt het nieuwe FTK de knelpunten voor een deel weg. Maar de kern van het probleem van het oude FTK, de waardering van verplichtingen op basis van een nominale rente die niet past bij de pensioenambitie, wordt niet opgelost.

Het wordt in deze omstandigheden steeds aantrekkelijker voor pensioenfondsen om andere pensioenvormen te overwegen. Een goed vormgegeven premieovereenkomst regeling zou beter kunnen aansluiten bij de ambities van de deelnemers van pensioenfondsen.

Het nieuwe FTK leidt er ook toe dat de complexiteit verder vergroot en dat maakt een heldere communicatie naar de deelnemers moeilijker. De indexatieregels zijn haast niet uit te leggen. Ook wat dat betreft zou een goed vormgegeven premieovereenkomst, waarin de deelnemer een kapitaal opbouwt in plaats van een uitgestelde annuïteit, uitkomst kunnen bieden. Premie en rendement worden dan niet langer verbruikt met de aankoop van dure en met hoge buffers duur te verzekeren annuïteiten in de opbouwfase.

De politiek kan de premieovereenkomst verbeteren door risico nemen omwille van koopkrachtbehoud toe te staan in de uitkeringsfase en door de premieovereenkomst te verrijken met elementen van collectieve risicodeling. Daarmee wordt de premieovereenkomst een volwaardig alternatief voor het defined benefit contract.

Onder het nieuwe FTK worden grotere buffers opgebouwd, maar als deze niet tot uitkering komen is dat een schrale troost. Eigenlijk wordt aan deelnemers gevraagd om structureel meer buffers opzij te zetten, waarop men echter later geen aanspraak kan maken. De opbouw van die buffers raakt vooral de middengeneratie die de indexatie achterstand niet meer inloopt.

Ik ben dus bang dat het nieuwe FTK er niet voldoende in zal slagen om het vertrouwen in het stelsel te herstellen. Met het nieuwe FTK hebben we nog niet een sterk, toekomstbestendig en stabiel pensioenstelsel, waarin we kunnen sturen op indexatieambitie en waarover we transparant kunnen communiceren naar de deelnemers. Wel heb ik mogelijkheden aangegeven voor reparatie.

We zijn er dus nog niet. Ik zie het zelf het nieuwe FTK meer als een zijwaartse beweging, die de opmaat moet vormen voor een grondige aanpassing van het stelsel waarvoor de Nationale Pensioendialoog een belangrijk middel is.

Ik zou willen bepleiten dat vermogensbeheerdeskundigen een grotere rol spelen bij de Nationale Pensioendialoog over de toekomst van het pensioenstelsel. Er wordt nu sterk gesproken in abstracte termen als keuzevrijheid, solidariteit en collectiviteit. Maar er zal expliciet meer aandacht moeten worden gegeven aan de implicaties die deze keuzes hebben voor het beleggingsbeleid. Dat is belangrijk omdat uiteindelijk een goed beleggingsbeleid de toegevoegde waarde van ons pensioenstelsel bepaalt.