

Bespreking 'The true cost of the FTK' (SEI Research), Con Keating

Arjen Siegmann, mei 2006

Noot: Siegmann werkt als post-doc onderzoeker bij de afdeling Financiering van de Economische Faculteit aan de VU. Daarnaast is hij part-time werkzaam als onderzoeker bij de afdeling Economisch Beleid en Onderzoek van De Nederlandsche Bank (maar niet als zodanig betrokken bij de ontwikkeling van het FTK).

Het is logisch dat het nieuwe toezichtskader voor pensioenen en verzekeraars, het FTK, gemengde reactie oproept. Maar het is toch wel bijzonder als er op enig moment twee artikelen over het FTK circuleren waarvan de een als ondertitel heeft "Why the Dutch are leading the way", terwijl het ander het FTK betitelt als "the misguided application of elementary economic theory". Het eerste artikel betreft de Ambachtsheer Letter van juli 2005, het tweede betreft een recent research artikel uitgebracht door SEI, geschreven door Con Keating. Als deze artikelen iets aangeven, dat is het wel dat het FTK internationaal de aandacht trekt. Maar die aandacht is in het geval van Keating niet positief. In deze bespreking van het artikel 'The true cost of the FTK' zal ik dan ook ingaan op zijn kritiek op het FTK. Aan het eind zal ik proberen te duiden hoe twee respectabele heren als Ambachtsheer en Keating toch tot zo'n uiteenlopend waardeoordeel over het FTK komen.

FTK: vernieuwing en kritiek

Het paper van Con Keating is in feite een serie van twee artikelen, met elk ongezoeten kritiek op de inhoud van het FTK, waarbij de hoop uitgesproken wordt dat het zal bijdragen tot een mogelijke aanpassing van het FTK. Het artikel is gesponsord door SEI, een wereldwijd opererende aanbieder van diensten op het gebied van asset management en genoteerd aan de NASDAQ. Keating is bekend als bedenker van de 'Omega' risico maatstaf en is Principal van het 'Finance Development Centre'.

Voordat ik in ga op de kritiek van Keating, is het wellicht nuttig om nog even kort te schetsen wat de belangrijkste vernieuwingen van het FTK zijn, en op welke punten de kritiek van wetenschappers zich tot nu toe heeft gericht. Daarna kan ook het artikel van Keating worden geïdentificeerd als een inbreng die niet volstrekt nieuw is.

De belangrijkste twee vernieuwingen van het FTK zijn de invoering van marktwaardering voor de pensioenverplichtingen en de invoering van 3 toetsen op de financiële positie van het pensioenfonds. De invoering van marktwaardering past in een internationale trend op zowel het gebied van accounting als het pensioentoezicht, en wordt bijvoorbeeld in de VS en het VK ook als zodanig toegepast op defined-benefit (DB) pensioenfonds.

Dan de kritiek: Bijna alle kritiek die op het FTK wordt geuit heeft te maken met de angst voor hogere kosten van de pensioenvoorziening. Onder kosten versta ik dan een toename van de gemiddelde premie, of een toename van de premievolatiliteit. Het punt van de premievolatiliteit ligt het meest voor de hand: het gebruik van mogelijk sterk fluctuerende actuele rentes als discontovoet in combinatie met een 1-jaars horizon voor de solvabiliteitstoets (minimum dekkingsgraad van 105) kan gemakkelijk leiden tot sterke

fluctuaties in de premie. Het punt van de premiehoogte loopt via een indirecte route: invoering van marktwaardering en de wens tot duration matching kan leiden tot het verlagen van de fractie aandelen in de beleggingsmix, wat op lange termijn een hoger niveau voor de premie vereist.

Keating deel 1: buffers en obligaties

Deel 1 van de serie van twee artikelen beschrijft de mogelijk negatieve consequenties van de invoering van het FTK. Ten eerste zullen door de strenge toetsen pensioenfondsen hogere buffers moeten aanhouden, wat onnodig kostbaar is. De buffers moeten immers opgebouwd worden met hoge premies, deels betaald door bedrijven. En dat is allemaal geld dat ondernemingen niet kunnen steken in hoog-renderende investeringen. Ten tweede zal de nieuwe regelgeving leiden tot een vlucht uit aandelen, in de richting van staatsobligaties: een afname van risicodragend kapitaal in de economie.

Beide beweringen lijken me ongegrond en zijn vrij simpel te weerleggen. Ten eerste de buffers: een hogere buffer opbouwen kost initieel wel wat meer premie, maar het lange termijn effect is juist een kleinere premiefluctuatie, en via het hefboom effect een lager evenwichtsniveau voor de premie. Tel daarbij op dat het FTK in principe geformuleerd is in termen van nominale pensioenrechten, en dat de zogenaamde buffers eigenlijk vrij klein zijn als met reële rentes wordt gewerkt, en het is duidelijk dat die buffers zo gek nog niet zijn. Daarbij komt een belangrijk punt dat ik bij Keating niet heb gelezen, en wel de intergenerationale solidariteit: De houdbaarheid van een pensioenstelsel met een grote DB-component hangt sterk samen met het bestaan van buffers. Hoewel werknemers verplicht deelnemen, zullen er toch spanningen ontstaan wanneer pensioenfondsen in onderdekking zijn. Zo bezien functioneren de buffers in feite als waarborg van de solidariteit tussen generaties.

Ten tweede de vlucht in staatsobligaties. Het lijkt me erg kort door de bocht om te stellen dat corporate bonds identiek zijn aan een combinatie van staatsobligaties en aandelenopties (p.6 en vn. 17), maar dat laat ik voor nu maar even liggen. Het belangrijkste punt is hier: gaan pensioenfondsen uit aandelen na de invoering van het FTK? Het idee van Keating is dat aandelen meer risico hebben, en dus minder aantrekkelijk zijn onder het FTK met haar strenge buffereisen. Echter, dit is in tegenspraak met de praktijk, en met het FTK zelf, waarin het terugschroeven van aandelenbeleggingen slechts aan de orde is bij een zeer treurige positie van het pensioenfonds. En als lage buffers veroorzaakt worden door dalende aandelenprijzen, dan is daarmee direct de fractie aandelen lager, en hoeft van daadwerkelijk verkopen van aandelen geen sprake te zijn. Daarbij komt dat duration matching prima met rente derivaten gedaan kan worden, dus het idee dat matching gaat leiden tot een enorme uitbreiding van de obligatieportefeuilles lijkt me ongegrond.

Keating deel 2: financieel-economische dogmatiek?

In deel 2 betoogt Keating met een haast on-Engelse directheid: er deugt niets van de financieel-economische theorie zoals toegepast op het pensioenvraagstuk. Het blijft zoeken naar wat er nu precies mis is met de economische theorie, maar Keating geeft gelukkig een concreet voorbeeld: "Is \$100 in obligaties evenveel waard als \$100 in aandelen?". Dit is tevens een berucht voorbeeld, want het wordt door mensen als Zvi Bodie gebruikt om aan te geven hoe bizar sommigen in de VS naar de pensioenfondsen-problematiek kijken. Hij doelt dan op de idee dat het vergroten van de fractie aandelen de discount rate laat stijgen, waarmee dan ineens de waarde van de verplichtingen zijn gedaald. Hierover schreef *The Economist* ooit: "Lies, damned lies and pension accounting". Keating valt gelukkig niet in deze val en het getuigt juist wel van moed om juist dit voorbeeld te gebruiken en te betogen dat er wèl verschil zit tussen \$100 in obligaties en \$100 in aandelen. Volgens Keating zit de misvatting hem in het verschil tussen *prijs* en *waarde*: de kostprijs van beide portefeuilles is dan wel het zelfde, ze zijn niet hetzelfde waard vanuit het oogpunt van de belegger (lees: het pensioenfonds). De wetenschappers die beweren dat dit wel zo is, lopen achter, en zijn dogmatisch aanhanger van de neo-klassieke economische school.

Hier speelt volgens mij het misverstand dat asset pricing ("hoeveel is deze call-optie of dit aandeel waard?") hetzelfde zou zijn als portefeuille theorie ("wat is de optimale mix van aandelen en obligaties?"). Beide hebben hun geëigende plaats in de financieel-economische theorie. De keuze die binnen het FTK gemaakt wordt is dat op korte termijn de actuele prijs van de assets en liabilities de beste momentopname geeft voor de solvabiliteit. Het gaat expliciet over een moment-opname, dus dan moet de actuele waarde van schulden en bezittingen leidend zijn. De stelling van Keating dat marktrentes arbitrair zijn is dan juist het omgekeerde wat hier aan de hand is: marktrentes staan buiten de invloedssfeer van pensioenfondsen en toezichthouder en worden bepaald door wereldwijde vraag en aanbod van obligaties. En als de aard van het pensioencontract zodanig is dat je een nominale toezegging doet die je met grote waarschijnlijkheid wilt nakomen, dan is de rente op een obligatie met een bepaalde credit rating als disconteringsvoet geen gek idee. Daarbij komt dat er al aanpassingen in de regelgeving zijn voorgesteld en/of doorgevoerd die het pensioenfondsen mogelijk maakt om een gemiddelde rente te gebruiken bij het bepalen van de premie. Dit komt duidelijk tegemoet aan de angst voor grotere volatiliteit in de premie. Daarmee heeft Keating dus wel een punt, maar het is minder relevant geworden dan voorheen.

Het alternatief van Keating, het vergelijken van asset en liability *cash flows* op verschillende tijdstippen in de toekomst, is precies wat het FTK beoogt middels de continuïteitstoets. Deze toets komt in de praktijk neer op een goed gedocumenteerde ALM studie, gericht op de lange termijn.

Tot slot

Na lezing van de artikelen ben ik weinig wijzer geworden over mogelijke tekortkomingen van het FTK, en dat is jammer. Wellicht had er wat meer energie gestoken kunnen worden

in het specifiekere uitwerken van een bepaald punt van kritiek. Beide delen bieden daarbij aanknopingspunten lijkt me. Deel 1 richt zich in feite op de macro-economische impact van de nieuwe regelgeving, en er is veel interesse rond de vraag wat de (indirecte) invloed van het FTK zal zijn op de lange rente. En dat zal afhangen van wat pensioenfondsen precies gaan doen, en is zeker een analyse waard.

In deel 2 had ik meer uitgewerkte kritiek verwacht op de invloed van de 1-jaars hersteltermijn op de pensioenfondsen. Er leeft bijvoorbeeld de zorg dat deze toets wel eens een zeer beperkende factor voor het bepalen van de beleggingsmix zou kunnen worden. Niet voor niets heeft de minister van sociale zaken al toegezegd dat hij hier kritisch naar gaat kijken.

Tot slot, wat verklaart het eerder genoemde enthousiasme van Ambachtsheer tegenover de zwarte insteek van Keating? Volgens Ambachtsheer is Nederland "the #1 pensions country in the world", wat hij baseert op het verplichte karakter van de pensioenregelingen, toegenomen transparantie, beleggingsexpertise en een levendig debat over governance. Daarmee legt Ambachtsheer de nadruk op institutionele factoren, waar Keating slechts rekening houdt met de specifiek geformuleerde eisen en toetsen (die ook nog eens aan wijziging onderhevig zijn). Zonder per se te willen zeggen dat Nederland het beste land is op pensioengebied, lijkt me dat hier precies de tekortkoming ligt van Keating in zijn kritiek op het FTK.