

# Leggen pensioenfondsen de lat voor performance te hoog?

Conferentie IIR, 24 juni 2003

Hans Braker

**AON**  
Investment Consulting

## De lat te hoog?

Over het belang van een goede normportefeuille

24 juni 2003

IIR

**AON**

1

## De normportefeuille als lat

- Belegger afgerekend op out/underperformance (...d.w.z. berekende out/underperformance)
- Ten opzichte van normportefeuille:
  - Portefeuillerendement > normrendement: OK
  - Portefeuillerendement < normrendement: niet OK

24 juni 2003

IIR

AON

2

## Normrendement goed gemeten?

- Portefeuillerendement meestal goed te meten (dankzij regels en standaarden)
- Normrendement regelmatig niet correct bepaald (de lat vaker te hoog dan te laag)

24 juni 2003

IIR

AON

3

## Rol normportefeuille

- Normportefeuille:
  - weerspiegelt strategische keuzes
  - geen keuze vermogensbeheerder
  - in beginsel passief te volgen
- Vermogensbeheerder mag afwijken van normportefeuille:
  - outperformance indien “juiste” afwijkingen
  - underperformance indien “verkeerde” afwijkingen

24 juni 2003

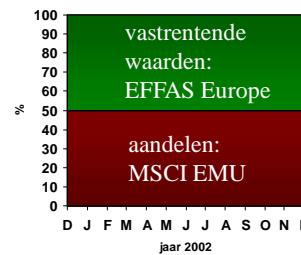
IIR

AON

4

## Voorbeeld normportefeuille

- Gewichten:
  - 50% aandelen
  - 50% vastrentende waarden
- Indices:
  - MSCI EMU voor aandelen
  - EFFAS Europe voor vastrentende waarden



24 juni 2003

Met gewichten en indices lijkt de normportefeuille volledig bepaald...  
...maar is dat wel zo, gezien de volgende problemen?

IIR

AON

5

## De lat te hoog?

### 1: Rebalancing

24 juni 2003

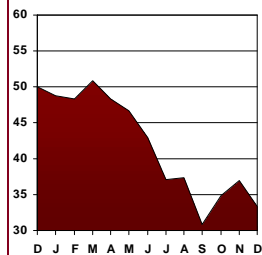
IIR

AON

6

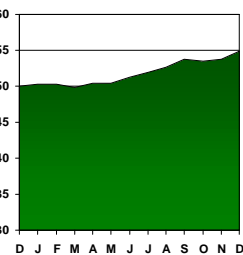
## Wat is het normrendement?

aandelen:  
EUR 50 mln in  
MSCI EMU



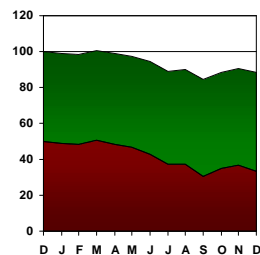
Eindwaarde EUR 33,3 mln  
Rendement -33,4%

vastrentend:  
EUR 50 mln in  
EFFAS Europe



Eindwaarde EUR 54,8 mln  
Rendement 9,7%

normportefeuille:  
EUR 100 mln



Eindwaarde EUR 88,1 mln  
**Rendement -11,9%**

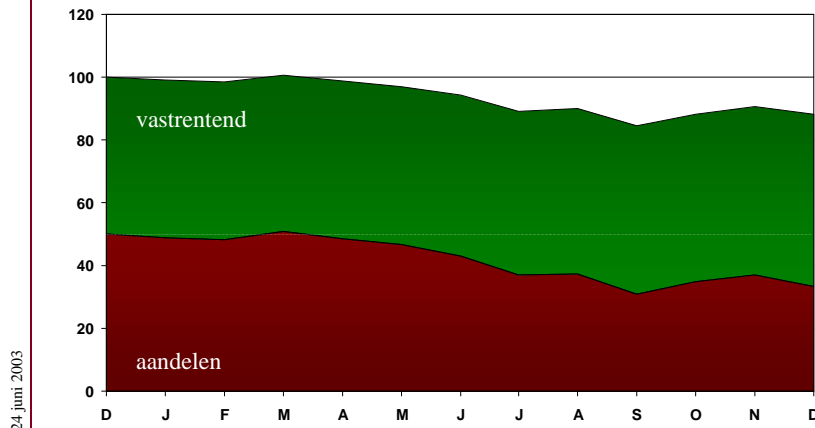
24 juni 2003

IIR

AON

7

## Samenstelling normportefeuille verloopt

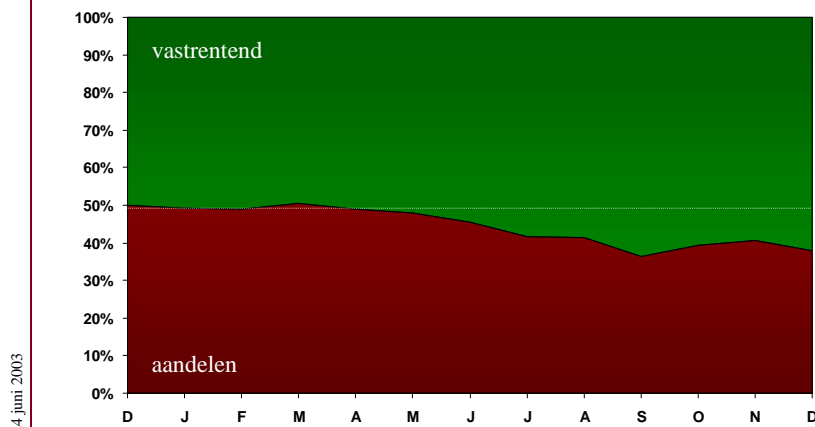


IIR

AON

8

## Asset mix verloopt door jaar heen

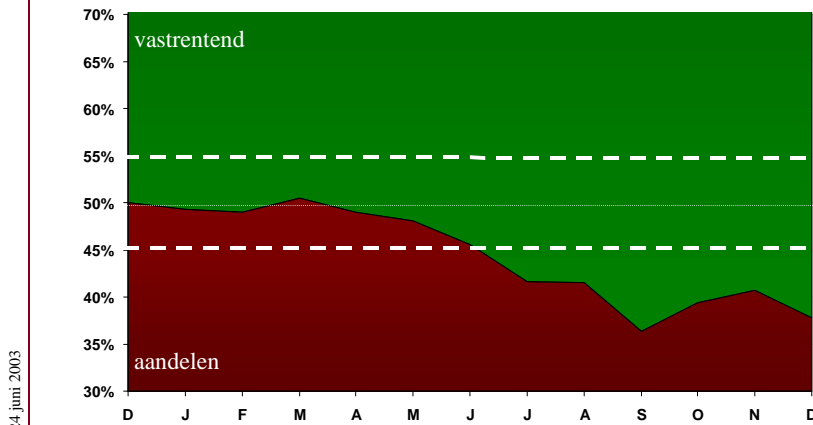


IIR

AON

9

## Gewichten buiten bandbreedte

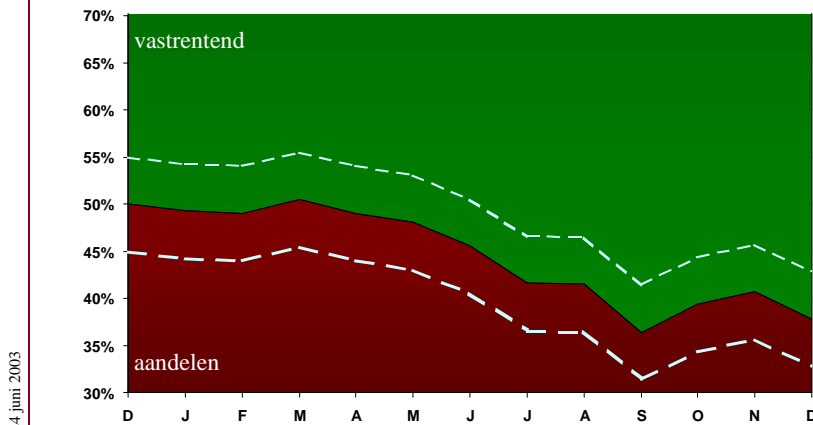


IIR

AON

10

## Oplossing a: "floating" bandbreedte

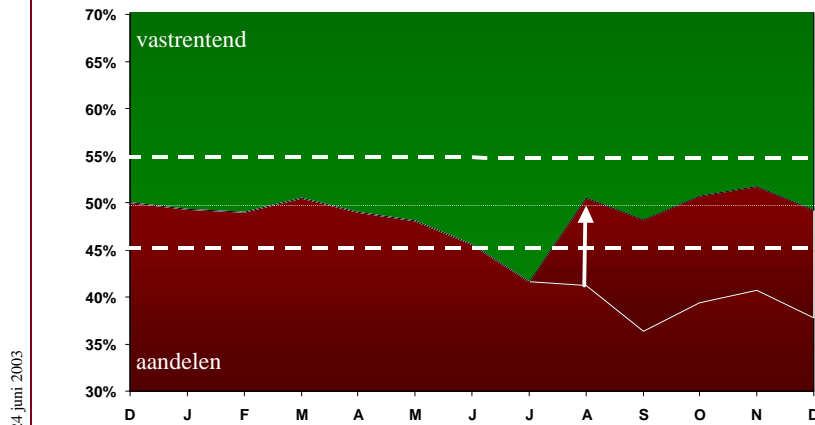


IIR

AON

11

## Oplossing b: rebalancing



IIR

AON

12

## Oplossing b: rebalancing

- 24 juni 2003
- Rebalancing-strategie:
    - terugkeer naar strategische mix
    - herstellen van 50/50 (aandelen / vastrentende waarden)
    - door transacties uit te voeren
    - per jaar, kwartaal, maand, dag, of ad hoc
  - Strategisch, dus ook onderdeel normportefeuille
  - Rebalancing geeft ander portefeuillerendement
  - En ander normrendement!

IIR

AON

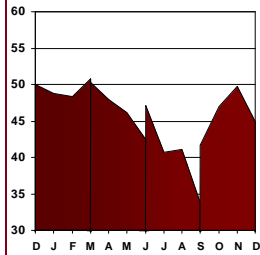
13

## Rebalancing per kwartaal

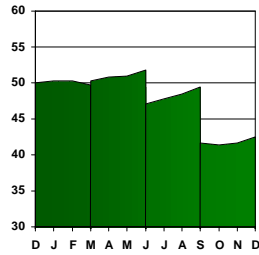
aandelen:  
EUR 50 mln in  
MSCI EMU

vastrentend:  
EUR 50 mln in  
EFFAS Europe

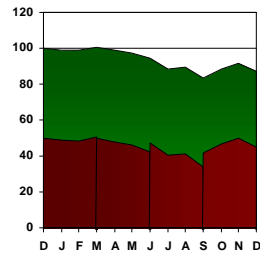
normportefeuille:  
EUR 100 mln



Eindwaarde EUR 45,0 mln



Eindwaarde EUR 42,5 mln



Eindwaarde EUR 87,5 mln

**Rendement -12,5%**

24 juni 2003

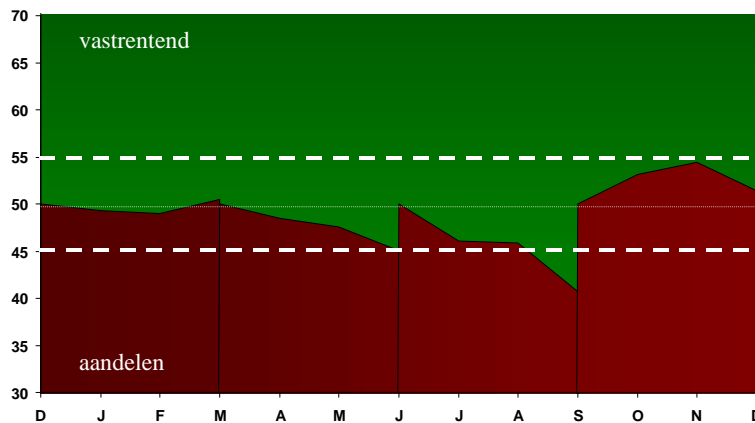
IIR

AON

14

## Gewichten bij kwartaalrebalancing

Beter in buurt bandbreedtes, maar lager rendement



24 juni 2003

IIR

AON

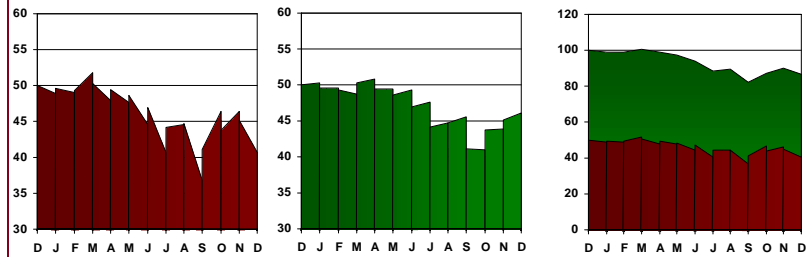
15

## Rebalancing per maand

aandelen:  
EUR 50 mln in  
MSCI EMU

vastrentend:  
EUR 50 mln in  
EFFAS Europe

normportefeuille:  
EUR 100 mln



24 juni 2003

Eindwaarde EUR 40,8 mln

Eindwaarde EUR 46,0 mln

Eindwaarde EUR 86,8 mln

**Rendement -13,2%**

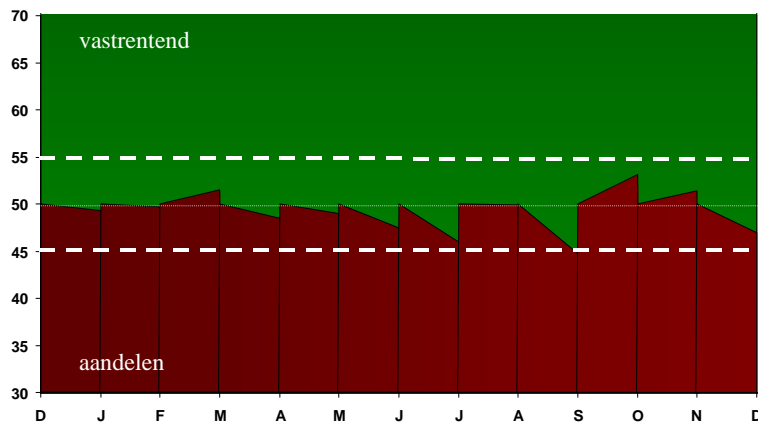
IIR

AON

16

## Gewichten bij maandrebalancing

Goed binnen bandbreedtes, maar laagste rendement



24 juni 2003

IIR

AON

17

## Probleem 1: rebalancing

- Per jaar: normrendement –11,9%
- Per kwartaal: normrendement –12,5%
- Per maand: normrendement –13,2%

- Juiste rebalancing-strategie in normberekeningen?
- Moet tevoren worden afgesproken!
- Rebalancing-strategie in beleggingsplan + mandaat

*Mogelijke ruis:* tot 1,3% lat te hoog

24 juni 2003

IIR

AON

18

## De lat te hoog?

### 2: Strategische aanpassingen

24 juni 2003

IIR

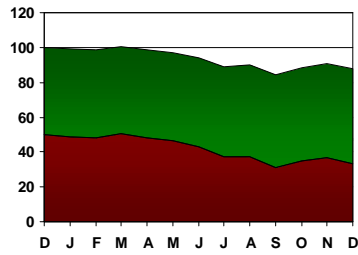
AON

19

## Strategische aanpassingen

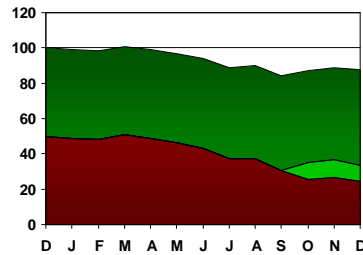
In september 2002 aandelenpercentage in portefeuille verlaagd of afgezien van rebalancing (dus niet bijkopen)

oorspronkelijke formele normportefeuille



Eindwaarde EUR 88,1 mln  
**Rendement -11,9%**

normportefeuille bij verlaging aandelen met 10% in september



Eindwaarde EUR 87,6 mln  
**Rendement -12,4%**

24 juni 2003

IIR

AON

20

## Probleem 2: tussentijdse aanpassing

- In 2002 aandelenpercentage in portefeuille verlaagd
- Formele normportefeuille past niet meer bij portefeuille

*Mogelijke ruis per 10% verlaging: 0,5% lat te hoog*

24 juni 2003

IIR

AON

21

## De lat te hoog?

### 3: Risico-correctie

24 juni 2003

IIR

AON

22

## De z-score

- Maat voor jaarlijkse outperformance/underperformance
- Voor verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen
- Out/underperformance delen door correctie-factor  $E$

$$z\text{-score} = \frac{\text{(out/underperformance na kosten)}}{E}$$

24 juni 2003

IIR

AON

23

## Risico-correctie $E$

- Schalingsfactor voor outperformance/underperformance
- Bij underperformance is grotere correctie-factor gunstig

$$z\text{-score} = \frac{(\text{out/underperformance na kosten})}{E}$$

24 juni 2003

IIR

AON

24

## Risico-correctie $E$

$$z\text{-score} = \frac{(\text{out/underperformance na kosten})}{[(\% \text{ aandelen}) \cdot 2,6\% + (\% \text{ vastrentend}) \cdot 0,6\%]}$$

- Hoger percentage aandelen = grotere correctie-factor
- Wet: “Uitgaande van de normportefeuille worden twee percentages vastgesteld die de samenstelling van de normportefeuille bepalen...”
- Welk percentage aandelen had de normportefeuille?

24 juni 2003

IIR

AON

25

## Risico-correctie E

- Vrijwel alle pensioenfondsen nemen strategische mix
- In voorbeeld-normportefeuille: 50% aandelen
- Maar: bij rebalancing in 2002 werden
  - aandelen bijgekocht
  - vastrentende waarden verkocht
- Dus gemiddeld meer dan 50% in aandelen geïnvesteerd
- Conform “Modified Dietz” rendementsberekening

24 juni 2003

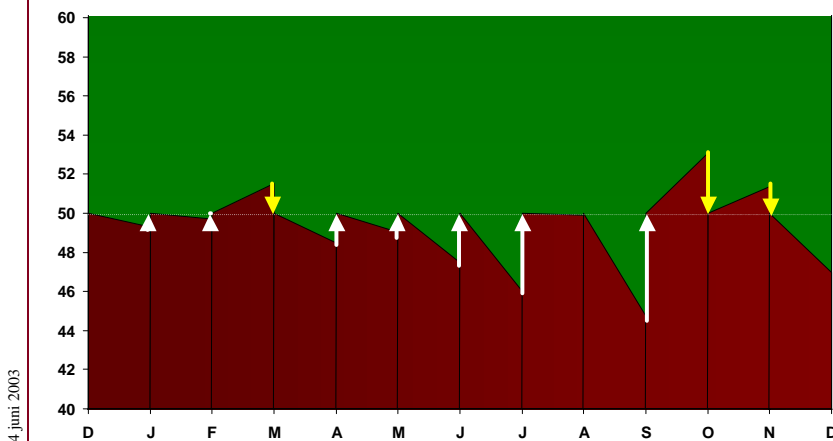
IIR

AON

26

## Aankopen en verkopen aandelen

Meer aankopen (wit) dan verkopen (geel)



24 juni 2003

IIR

AON

27

## Probleem 3: risico-correctie

	% aandelen	% vastrentend	correctie E	z-score bij 2% underperformance
strategische mix/ geen rebalancing	50%	50%	1,60%	-1,25
rebalancing per kwartaal	54%	46%	1,68%	-1,19
rebalancing per maand	54,5%	45,5%	1,69%	-1,18

Mogelijke ruis:

0,1% lat te hoog

24 juni 2003

IIR

AON

28

## Normportefeuille: de lat te hoog?

	1: Rebalancing	2: Verlaging aandelen 10%	3: Risico-correctie
Lat te hoog	1,3%	0,5%	0,1%
Oplossing algemeen	tevoren definiëren	aanpassen normportefeuille	-
Oplossing z-score	wet scherper	wet coulanter	binnen wet

24 juni 2003

IIR

AON

29

## Mogelijke manipulaties z-score

- Rebalancing-strategie achteraf vaststellen
- Vrijheidsgraden in risico-correctie gebruiken
- Andere subtiele keuzes die normrendement beïnvloeden:
  - index die niet past bij echte strategie (bv. staats / credit)
  - bruto versus netto herbeleggingsindex
  - valutastrategie niet (of verkeerd) in normportefeuille
  - classificatie van kosten als niet-beleggingskosten

24 juni 2003

IIR

AON

30

## Conclusies


1. Normportefeuille moet altijd passen bij feitelijke strategische mandaat
2. Wet z-score mag scherper voor rebalancing-strategie
3. Wet z-score mag coulanter voor aanpassing asset-mix
4. Wet z-score mag beter/anders m.b.t. risico-correctie
5. Organisatie moet performance-evaluatie begrijpen

24 juni 2003

IIR

AON

31

24 juni 2003	Vragen / discussie
IIR	 32

<p><b>Introductie discussie</b> <b>“Institutionele beleggers leggen de lat voor performance te hoog”</b></p>
<p>Conferentie IIR, 24 juni 2003</p>
<p>Hans Braker</p> <p> Investment Consulting</p>

## Voor bedrijfstakpensioenfondsen

- Ieder jaar z-score vaststellen:

$$z_i = \frac{\text{(out/underperformance na kosten)}}{[(\% \text{ aandelen}) \cdot 2,6\% + (\% \text{ vastrentend}) \cdot 0,6\%]}$$

- Iedere 5 jaar toets o.b.v. “gemiddelde” z:

$$z = \frac{1}{\sqrt{5}} (z_{i-5} + z_{i-4} + z_{i-3} + z_{i-2} + z_{i-1})$$

- Geslaagd als  $z > -1,28$ , anders vrijstelling

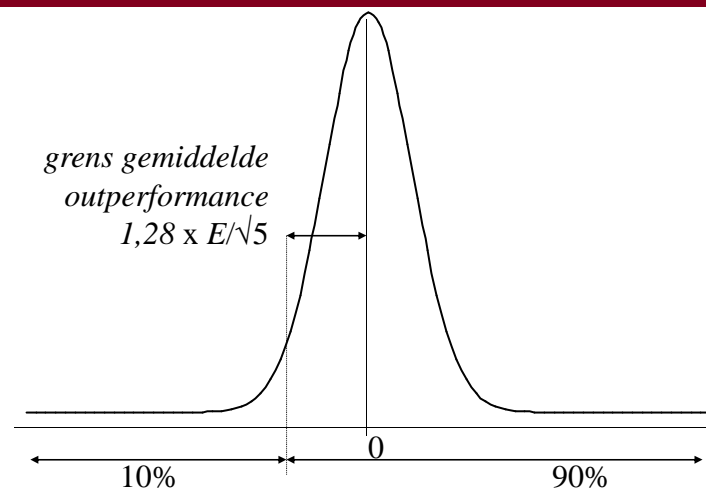
24 juni 2003

IIR

AON

34

## Te veel kans op onterecht zakken?



24 juni 2003

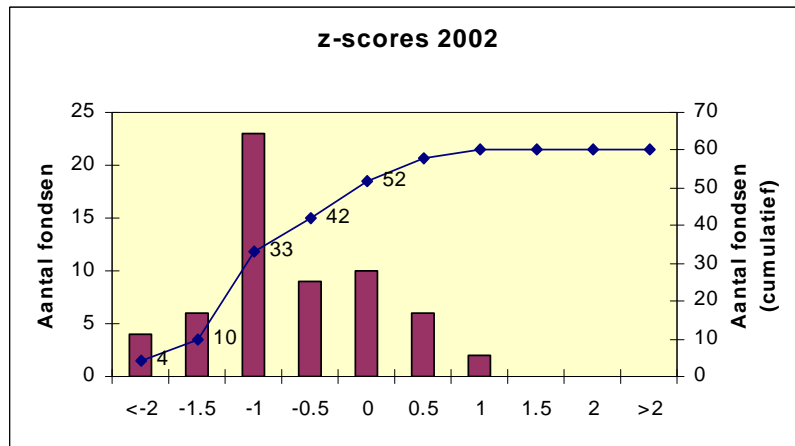
Bron: presentatie Kees Zweckhorst, Aon-seminar z-scores 15 april 2003

IIR

AON

35

## “Wet van Murphy”: allemaal in de min



24 juni 2003

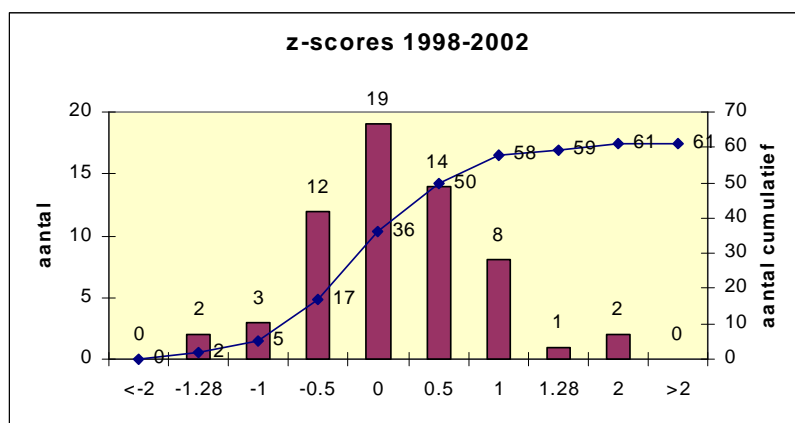
Bron: presentatie Jan Bertus Molenkamp, Aon-seminar z-scores 15 april 2003

IIR

**AON**

36

## Eerste 5-jaarstoets (d.w.z. 4,7 jaar)



24 juni 2003

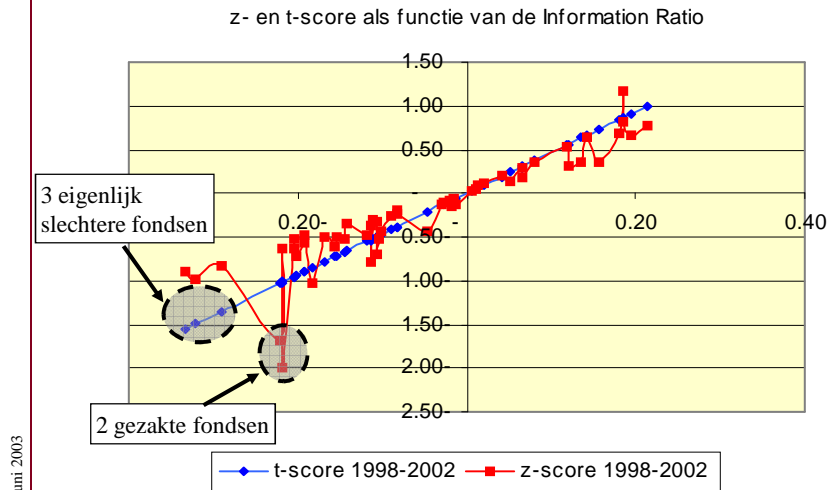
Bron: presentatie Jan Bertus Molenkamp, Aon-seminar z-scores 15 april 2003

IIR

**AON**

37

## Effect betere risico-maat



## Stellingen: Lat te hoog of te laag gelegd?

1. Wet is te losjes m.b.t. rebalancing (manipulatie)
2. Wet is te strak m.b.t. aanpassingen tijdens het jaar
3. Wet is niet duidelijk/niet eerlijk m.b.t. risico-correctie
4. Normportefeuille dekt strategie nooit precies
5. Door kennisgebrek worden fouten gemaakt
6. Grote belangen werken manipulatie in de hand
7. Beschikbare data vaak niet voldoende voor evaluatie
8. Illiquide beleggingen maken echte evaluatie onmogelijk

24 juni 2003

IIR

AON

39