|  |  |
| --- | --- |
| [Nederlands Pensioen- & Beleggingsnieuws](http://www.npn-online.com/) |  |

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | |  | | **Spagaat tussen FTK en z-score**   Gepubliceerd op:  **01 Maart 2005** *(Lente 2005)*  *Enkele jaren geleden was er een forse daling van de door pensioenfondsen geleverde absolute prestatie. Door deze daling, door het FTK en z-score, is de interesse in de dekkingsgraad sterk toegenomen. Hans Braker is zelfstandig consultant en gespecialiseerd in performancemeting. Hij schrijft over de FTK-regelgeving in relatie tot de z-score. Zijn deze regelingen complementair of strijdig?*  Bij veel pensioenfondsen is de dekkingsgraad enkele jaren geleden fors gedaald door de gestage rentedaling en de verliezen op de aandelenbeurzen. Sindsdien is er extra veel aandacht voor de dekkingsgraad. De dekkingsgraad is als het ware de door het pensioenfonds geleverde absolute prestatie: de mate waarin de toekomstige verplichtingen worden gedekt door de huidige beleggingsportefeuille. Omdat de waardeschommelingen van de portefeuille voornamelijk voortkomen uit strategische beslissingen (percentage aandelen, duration vastrentende waarden, valutastrategie etc.), worden de fluctuaties in dekkingsgraad vooral bepaald door het strategische beleggingsbeleid.  Het Financiële Toetsingskader (FTK) heeft voornamelijk betrekking op dit strategische beleid. Bij invoering van het FTK zullen vooral de strategische beslissingen worden heroverwogen en beoordeeld.  **Z-score en het tactische beleggingsbeleid**  Er is ook toenemende aandacht voor de relatieve prestatie: de kwaliteit van de tactische, actieve, uitvoering van de beleggingen. Enerzijds is deze aandacht ingegeven door de bij de markt achterblijvende prestaties van veel pensioenbeheerders. Anderzijds wordt vanuit de wetgeving gekeken naar de prestaties van de bedrijfstakpensioenfondsen. Het is niet vreemd dat er veel aandacht voor de relatieve prestatie is. Als een pensioenfonds ieder jaar een procent extra rendement weet te behalen door goede uitvoering, is de portefeuille na 20 jaar ongeveer 20 procent meer waard. Op lange termijn kan waarde worden toegevoegd door het voeren van een goed tactisch beleid.  Voor het bepalen van de kwaliteit van de relatieve prestatie zijn gespecialiseerde instrumenten nodig. Allereerst moet een pensioenfonds een normportefeuille vaststellen. De normportefeuille weerspiegelt zo zuiver mogelijk de vastgestelde strategie. Het rendement van de daadwerkelijke beleggingen wordt achteraf vergeleken met het rendement van de vooraf vastgestelde normportefeuille. Verder is er een maatstaf nodig om te bepalen of het rendementsverschil tussen portefeuille en normportefeuille significant is.  In het Vrijstellingsbesluit Wet Bedrijfstakpensioenfondsen (hierin is onder druk van verzekeraars vastgelegd op welke gronden een verplichtgesteld bedrijfstakpensioenfonds vrijstelling zou moeten verlenen aan aangesloten ondernemingen), wordt gespecificeerd op welke manier de jaarlijkse vergelijking tussen portefeuille en normportefeuille kan leiden tot vrijstelling. Kort gesteld komt het erop neer dat een pensioenfonds dat over een periode van vijf aaneengesloten jaren gemiddeld een significante underperformance (uitgedrukt in de ‘z-score’) heeft behaald, wordt bestempeld tot ‘aantoonbaar slechte belegger’. Daarna kan vrijstelling worden aangevraagd door aangesloten bedrijven. In dit artikel is geen ruimte voor uitvoerige uitleg van de z-score. Zie hiervoor onder andere de jaarlijkse z-score evaluaties in het VBA Journaal.  **De normportefeuille**  De normportefeuille is een strategische schaduwportefeuille waarin het pensioengeld in theorie belegd zou kunnen worden. De normportefeuille is dan ook, net als de werkelijke portefeuille, omgeven met regels en afspraken.  De normportefeuille bestaat uit meerdere beleggingscategorieën, bijvoorbeeld aandelen en vastrentende waarden. Elke categorie heeft een bepaalde weging, bijvoorbeeld vijftig procent als de normportefeuille gelijkelijk verdeeld wordt over aandelen en vastrentend. Verder wordt per categorie een ‘belegbare’ index afgesproken die als vergelijkingsmaatstaf geldt. In theorie kan het pensioengeld dus aan het begin van het jaar precies worden belegd in de ‘mandjes’ van aandelen en obligaties die iedere index representeert. Voor verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen moet voor aanvang van het kalenderjaar een normportefeuille zijn vastgesteld. Aansluiting bij de pensioenverplichtingen van het betreffende fonds moet zijn geborgd.  **FTK versus z-score**  Tot zover lijkt er een gezonde relatie tussen FTK en z-score te zijn:   * de strategie wordt bepaald, mede op grond van de door het FTK gestelde kaders; * de strategie wordt vertaald in een normportefeuille; * er wordt gemeten of de feitelijke portefeuille een hoger of lager rendement heeft behaald dan de normportefeuille; * de z-score wordt bepaald en er wordt getoetst of het pensioenfonds ‘aantoonbaar slecht is’ of niet.   Waar gaat het mis? Het Vrijstellingsbesluit stelt dat de normportefeuille gedurende het kalenderjaar niet mag worden aangepast, tenzij er onvoorziene substantiële wijzigingen in de verplichtingenstructuur optreden. Een verandering in de beleggingen of de risicoperceptie geldt dus niet als reden om de normportefeuille aan te passen. Eenmaal gekozen, zit het pensioenfonds vast aan de normportefeuille. Ook als de aandelenmarkten gedurende het jaar een enorme daling ondergaan.  Het jaar 2002 illustreert dit probleem uitstekend. Na de dalingen van de aandelenmarkten gedurende het jaar, gedaalde dekkingsgraden en de zogenaamde ‘30 september brief’ van de PVK, besloten veel pensioenfondsen om in het vierde kwartaal geen aandelen bij te kopen. In de normportefeuille gebeurde dit vaak wel. Juist in het vierde kwartaal rendeerden aandelen uitstekend, waardoor fondsen een achterstand ten opzichte van de normportefeuille opliepen. Voor veel bedrijfstakpensioenfondsen betekende dit ten onrechte een lage z-score. De z-scores over het jaar 2002 zijn gemiddeld ruimschoots negatief. Over andere jaren werd echter een gemiddelde van op, tot ruim boven de nul behaald.  Ondernemingspensioenfondsen mogen de normportefeuille wél aanpassen als er gedurende het jaar een verandering in strategie wordt doorgevoerd. Vaak wordt dit echter nagelaten, waardoor ook voor deze fondsen ten onrechte een vertekend beeld ontstaat.  Een ander mogelijk probleem voor z-scores onder het FTK is de noodzaak om voor durationverlenging objectieve benchmarks te gebruiken. Waarschijnlijk moeten hiervoor nog alternatieven ontwikkeld worden.  **Overige bezwaren tegen de z-score**  Naast de bovengenoemde bezwaren, zijn er ook bezwaren tegen de technische correctheid van de z-score geformuleerd. Zo worden alle pensioenfondsen over één kam geschoren qua risicoprofiel, wordt in de wet niets gezegd over de rebalancing-strategie, wordt onvoldoende rekening gehouden met onzuiverheid door illiquide beleggingscategorieën, kunnen kosten van strategische switches niet worden meegenomen en is er volop ruimte voor verschillende interpretaties.  Enkele grote fondsen zijn inmiddels overgegaan tot verfijnde conditionele methodieken om de normportefeuille vooraf zo flexibel mogelijk te formuleren. Grote onverwachte wijzigingen in beleid kunnen echter ook daarmee niet echt worden afgedekt.  **Conclusie**  Bedrijfstakpensioenfondsen dreigen onder twee regels te gaan vallen die met elkaar in conflict zijn. Waar vanwege het FTK (maar ook gewoon vanuit goed pensioenbestuur) aanpassingen aan de strategie gemaakt moeten worden, kan afstraffing in de z-score plaatsvinden omdat de normportefeuille niet mag worden aangepast aan de nieuwe strategie. De regels inzake de z-score zouden moeten worden versoepeld zodat altijd bij de werkelijke strategie kan worden aangesloten.   |  | | --- | | http://www.npn-online.com/images/144.photo.jpg | | |
|  |

http://www.npn-online.com/pixmaps/count.gif?1268946201