

Pensioenfondsen leggen de lat te hoog

Pensioenfondsen benadelen zichzelf soms bij het berekenen van hun beleggingsprestaties. Voor bedrijfstakpensioenfondsen kan dit tot leegloop onder 'hun' deelnemers leiden, met alle gevolgen van dien.

J.G. Braker*

Bij veel pensioenfondsen is de dekkingsgraad de laatste tijd gedaald door de dalende beurskoersen. De dekkingsgraad is als het ware de door het pensioenfonds geleverde absolute prestatie. De laatste jaren is de aandacht toegenomen voor de *relatieve* prestatie: de kwaliteit van het tactische beleggingsbeleid binnen de mogelijkheden die het strategische beleggingsbeleid hiervoor geeft.

Om inzicht te krijgen in deze beleggingsprestatie moet een pensioenfonds een normportefeuille vaststellen (zie kader). Het behaalde rendement wordt vergeleken met het fictieve rendement van de vooraf bepaalde normportefeuille. De normportefeuille is dus van belang om inzicht te krijgen in de daadwerkelijke prestaties van een pensioenfonds. In de praktijk kleven er drie bezwaren aan het gebruik van de normportefeuille.

Dit artikel toont aan dat verkeerd gebruik van de normportefeuille tot een verkeerd beeld van de werkelijke beleggingsprestaties van pensioenfondsen leidt. Dit kan verregaande consequenties hebben. Als een bedrijfstakpensioenfonds chronisch beneden de maat

presteert, maakt de wetgever het mogelijk om de verplichte aansluiting van bedrijven in deze bedrijfstak op te heffen. De gevolgen van deze zogenaamde 'vrijstelling' laten zich raden: sluiting van uitvoeringsorganisaties, terwijl tienduizenden bedrijven en instellingen bij banken, verzekeraars en andere pensioenuitvoerders mogen gaan 'shoppen' met tientallen miljarden euro's pensioenkapitaal.

Strategische aanpassingen

Een eerste bezwaar tegen het huidige gebruik van de normportefeuille treedt op als een pensioenfonds besluit de strategische beleggingsmix (de verhouding tussen aandelen, vastrentende waarden, onroerend goed en andere categorieën) in de daadwerkelijke portefeuille te veranderen. Bedrijfstakpensioenfondsen mogen namelijk de normportefeuille niet zomaar met de werkelijke portefeuille 'mee' veranderen. Het *Vrijstellingsbesluit* staat tussentijdse aanpassing alleen toe op grond van onvoorziene substantiële wijzigingen in de verplichtingenstructuur, na uitvoering van een extern getoetste Asset Liability Managementstudie waarmee de strategische mix opnieuw wordt vastgesteld. De wet staat een wijziging van normportefeuille wegens onverwachte rendementen niet toe. Ondernemingspensioenfondsen, die de normportefeuille wel mogen aanpassen, doen dit vaak simpelweg niet. Dit leidt bijna per definitie tot een vertekend beeld.

Door de dalende koersen en het daarop volgende ingrijpen door de Pensioen- en Verzekeringkamer hebben veel pensioenfondsen de afgelopen tijd het percentage aandelen in de portefeuille vermindert. Vele pasten hun normportefeuille daarop niet aan. Echter, het laatste kwartaal van vorig jaar stegen de aandelenmarkten meer dan de vastrentende markten. Het rendement op de normportefeuille –

waarin immers relatief meer aandelen zaten – is daarop ook harder gestegen dan het rendement op de werkelijke portefeuille. De vermogensbeheerder wordt zo vergeleken met een norm die te hoog ligt. Doordat de aandelenkoersen het vijf procent beter deden dan vastrentende waarden, gaat het hier om ongeveer een half procent per tien procent aandelenreductie. De performance-analyse geeft zo een vertekend beeld van het tactische vermogensbeheer. Voor een reële analyse hiervan zou de normportefeuille tussentijds herzien moeten worden. Als de aandelenkoersen nog verder waren gedaald, zou het rendement ten onrechte gunstig hebben geleken ten opzichte van de normportefeuille. De lat zou dan te laag hebben gelegen.

Herbalanceren

Een tweede bezwaar is dat niet alle fondsen correct rekening houden met het herbalanceren ('rebalancing') van de portefeuille. Een onderdeel van de beleggingsstrategie is dat periodiek de vastgestelde mix wordt hersteld. Veel fondsen vinden het onwenselijk als het 'mandje' aandelen – door daling van de aandelenkoersen – minder waard wordt ten opzichte van de totale beleggingen. Daarom kopen zij aandelen bij, om het gewicht van het mandje aandelen weer op peil te krijgen. Bij koersstijgingen vindt het omgekeerde plaats.

Pensioenfondsen gebruiken verschillende herbalanceringsstrategieën. Hierbij spelen bijvoorbeeld kosten en beleggingstechnische overwegingen een rol. Sommige fondsen herbalanceren helemaal niet, andere per kwartaal, maandelijks, dagelijks of op ad hoc basis.

Ook de normportefeuille wordt conform de gekozen strategie geherbalanceerd. De verschillende strategieën leiden ieder tot een ander normrendement¹. Een fonds dat in 2002 maandelijks herbalanceerde, kocht wegens koersdalin-

* De auteur is senior consultant bij Aon Investment Consulting.
Hans_Braker@
aon.nl

De normportefeuille

Een normportefeuille is een strategische schaduwportefeuille waarin het pensioengeld in theorie belegd zou kunnen worden. Een normportefeuille is omgeven met regels en afspraken. De normportefeuille bestaat uit meerdere beleggingscategorieën, zoals aandelen en vastrentende waarden, waarvan is aangegeven hoeveel deze in de portefeuille meewegen. 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.

Volgens het Vrijstellingsbesluit Wet Bedrijfstakpensioenfondsen 2000, waarin is vastgelegd op welke gronden een bedrijfstakpensioenfonds vrijstelling moet verlenen, is met bovenstaande ingrediënten de normportefeuille afdoende gespecificeerd voor de performance-evaluatie via de zogenaamde z-score (een voor risico gecorrigeerde performance-maatstaf). In dit artikel wordt echter aangetoond dat er meer nodig is voor een goede analyse.

gen na vrijwel iedere maand aandelen bij, die vervolgens weer in waarde daalden. Achteraf bezien was het beter geweest niet te herbalanceren. Zonder herbalancering viel het normrendement ruim een procent hoger uit dan bij maandelijks herbalanceren.

De gekozen herbalanceringsstrategie maakt dus een behoorlijk verschil uit in de beoordeling van het vermogensbeheer. Een 'slim' fonds kan – achteraf – een herbalanceringsstrategie kiezen die het laagste normrendement oplevert. Dan lijkt het rendement van de feitelijke portefeuille beter, terwijl het fonds ten opzichte van de werkelijk gevoerde strategie wellicht slechter heeft gepresteerd. De herbalanceringsstrategie dient dan ook vóóraf te worden gespecificeerd. Het *Vrijstellingsbesluit* schrijft hierover niets voor.

Risicocorrectie

Een derde bezwaar is dat veel bedrijfstakpensioenfondsen geen gebruik blijken te maken van een hogere risicocorrectie dan waarmee zij daadwerkelijk hun presta-

ties (in de vorm van de z-score) berekenen. Het *Vrijstellingsbesluit* schrijft voor dat hiertoe de gemeten outperformance dient te worden gedeeld door een correctiefactor. Hoe meer aandelen in de normportefeuille, hoe groter de risicocorrectie. Meer aandelen betekent grotere uitslagen in rendementen. De risicocorrectie heeft tot doel om portefeuilles met verschillende percentages aandelen met elkaar vergelijkbaar te maken.

Vrijwel alle pensioenfondsen hanteren voor de correctie de strategische gewichten van de normportefeuille. Andere gewichten, namelijk de gemiddeld geïnvesteerde vermogens, zijn echter logischer en toegestaan binnen het *Vrijstellingsbesluit*. Een fonds dat gedurende 2001 en 2002 herbalanceerde, kocht vrijwel steeds aandelen bij. Het gemiddeld tijdens het jaar actief in aandelen geïnvesteerde vermogen binnen de normportefeuille is daarmee hoger dan het strategische gewicht van aandelen.

Deze gewichten zijn ook als volgt te begrijpen. Stel dat een normportefeuille alleen beleggingen in aandelen en vastrentende waarden bevat, die worden gedaan via participaties in een beleggingsfonds voor aandelen en een beleggingsfonds voor obligaties. Indien de normportefeuille aan het begin van het jaar vijftig participaties in ieder beleggingsfonds bezat, werden door herbalanceren gedurende het jaar per saldo participaties in het aandelenfonds gekocht en participaties in het obligatiefonds verkocht. Het grotere aantal participaties in het aandelenfonds reflecteert het hogere inherente belang van aandelen. De risicocorrectie wordt hiermee voor deze jaren groter, met als neveneffect een positieve uitwerking voor fondsen met een onderperformance (dat wil zeggen met een lager portefeuillerendement dan normrendement). Een fonds dat een onderperformance van twee procent realiseerde, dempt deze onderperformance met ongeveer 0,1 procent bij gebruik van het gemiddeld geïnvesteerd vermogen.

Voor een fonds met een outperformance betekent de hogere risicocorrectie dat deze positieve prestatie gedrukt wordt. Vooral onderperformance is relevant, want dit kan tot vrijstelling leiden.

Conclusie

Pensioenfondsen berekenen met behulp van de normportefeuille vaak een te hoog normrendement. Hierdoor lijkt hun werkelijk behaalde rendement slechter dan het is. De verschillen kunnen oplopen tot meer dan anderhalf procent onterecht geconstateerde 'underperformance'. Dit is een veelvoud van de meestal werkelijk behaalde out- of onderperformance. De toezichhouder loopt hiermee het risico dat hij verkeerde conclusies trekt en onterecht ingrijpt.

Vooraf voor pensioenfondsen die in het verleden onder de maat presteerden, is het verstandig om meer aandacht aan de normportefeuille te besteden, hetgeen tot de conclusie kan leiden dat het fonds helemaal niet onderpresteerde. Voor het jaar 2002 zou aanpassing van de normportefeuille wettelijk moeten worden toegestaan voor de vele bedrijfstakpensioenfondsen die het strategische belang in aandelen tussentijds hebben verlaagd. Het *Vrijstellingsbesluit* zou fondsen moeten verplichten vooraf de herbalanceringsstrategie van de normportefeuille te bepalen.

Bedrijfstakpensioenfondsen kunnen een alternatieve risicocorrectie gebruiken voor de berekening van de prestatie-maatstaf.

Met de duidelijk toegenomen transparantie verdienen bedrijfstakpensioenfondsen een eerlijke beoordeling. Leegloop van deze fondsen zou leiden tot vermindering van solidariteit en waarschijnlijk tot minder efficiënte pensioenportefeuilles die bovendien tegen hogere kosten worden beheerd. Om adequater toezicht mogelijk te maken en onterechte economische schokken te voorkomen, zal de wet moeten worden aangepast.

Hans Braker

1. Zie C. Zweekhorst, Het rendement van de normportefeuille, in: C.J.G.M. Hendriks (red.), *Performancemeting en benchmarking*, Kluwer, Deventer, 2002.