

Pensioenfondsen in de tang van de z-score

Balanceren tussen aandelen bijkopen of wachten op betere tijden

VAN ONZE REDACTEUR

AMSTERDAM — De prestatiemeter voor pensioenfondsen, de z-score, plaatst bestuurders voor dilemma's. Aandelen bijkopen is goed voor de z-score, maar kan ook neerkomen op goed geld naar kwaad geld gooien.

Nu de aandelenkoersen maandelijks met procenten dalen, moeten pensioenbestuurders kiezen tussen twee kwaden. Of ze beslissen hun aandelenbelang op peil houden door bij te kopen, of ze laten het percentage aandelen in hun portefeuille wat slinken en hopen op betere tijden. De eerste optie, ook wel 'rebalancing' genoemd, had de afgelopen tijd een behoorlijk negatief effect op het rendement. De fondsen verkochten degelijke obligaties om aandelen bij te kopen die vaak de volgende dag al minder waard waren.

De tweede optie, niet bijkopen, heeft een ander negatief effect. Hierdoor verandert de mix aandelen/vastrentende waarden. Deze verdeling is van belang voor de zogeheten z-score. Deze meet de relatieve prestatie van het fonds op basis van de normportefeuille, de percentuele verdeling tussen aandelen, obligaties en vastgoed. Bij elk van deze beleggingscategorieën kiest het fonds benchmarks, zoals de MSCI World, die het probeert te verslaan. Als het percentage aandelen zakt onder dat van de normportefeuille, wijkt het pensioenfonds automatisch flink af van de benchmark en dat resulteert in een slechte z-score.

De z-score is ruim vijf jaar geleden ingevoerd om marktwerking te introduceren in de beschermde wereld van de bedrijfstakpensioenfondsen, waarbij ruim driekwart van de werknemers is aangesloten. Die bedrijfstakpensioenfondsen hadden het maar makkelijk in de ogen van verzekeraars. Bedrijven uit een bepaalde sector zijn immers wettelijk verplicht aangesloten bij hun sectorpensioenfondsen. Alle kappers moeten hun pensioen laten verzorgen door het Bedrijfspensioenfondsen voor het kappersbedrijf.

De circa vierhonderd bedrijven uit de banden- en wielenbranche kunnen sinds kort vrijstelling van deze verplichting aanvragen. Het fonds van deze sector is een van de twee bedrijfstakpensioenfondsen waarvan vorige week een vijfjarige

Z-SCORE: RELATIEVE PRESTATIE

Performancemeter introduceert marktwerking in pensioenwereld



*Hoe hoger het getal hoe beter het pensioenfonds er in slaagde de benchmark te volgen

Bron: VB © Het Financieele Dagblad / CM

z-score onder de -1,28 werd bekendgemaakt. Dit is de grens waaronder aangesloten werkgevers vrij zijn om hun pensioenregeling bij een andere partij onder te brengen. 'Vorig jaar zijn we gestopt met maandelijks rebalanceren. De taak van het bestuur is ervoor te zorgen dat er voldoende geld is om de pensioenen uit te betalen. Rebalancing kwam neer op goed naar kwaad geld gooien. De z-score was niet onze hoogste prioriteit', zegt Jacqueline Bergervoet, namens FNV Bondgenoten voorzitter van het pensioenfondsenbestuur.

Opvallend is dat het fonds het in absolute rendementstermen beter deed dan het gemiddelde van de pensioensector, vanwege de defensievere portefeuille. Dat geldt ook voor het pensioenfonds voor de agrarische en voedselvoorzieningshandel, het andere fonds dat niet slaagde voor z-scoretoets.

Het fonds voor de bandensector heeft sinds begin dit jaar de rebalancingstrategie veranderd. 'Het bestuur kijkt nu eens per kwartaal naar de stand van zaken. Dan beslissen we in overleg met onze vermogensbeheerder hoe te hande-

len', aldus de vakbondsbestuurder.

'Pensioenfondsen moeten hun rebalancingstrategie van tevoren vastleggen', zegt Hans Braker, senior consultant bij Aon Investment Consulting. 'Het maakt nogal uit of bij de normportefeuille wordt uitgegaan van een maandelijks rebalancing, terwijl het fonds dat in werkelijkheid eens per kwartaal doet.'

Braker vindt net als anderen uit de pensioenwereld dat de z-score voor meer openheid heeft gezorgd, maar pleit wel voor een aantal verbeteringen. Zo meent hij dat aanpassing van de normportefeuille voor het jaar 2002 wettelijk moet worden toegestaan. Veel fondsen hebben hun strategisch belang in aandelen in de loop van het jaar immers verlaagd.

Een ander punt van kritiek betreft de zogeheten risicocorrectie. Pensioenfondsen maken bij de berekening van de z-score gebruik van een correctiefactor van het risico die niet past bij het beleggingsbeleid. Braker: 'Het gebruik van de juiste correctiefactor dempt een eventuele underperformance. Dat kan voor een fonds het verschil

betekenen tussen wel of geen vrijstelling voor de aangesloten ondernemingen. Door het hanteren van een te hoog normrendement kan het verschil met het werkelijke rendement oplopen tot 1,5%. Dat kan ertoe leiden dat de toezichthouder verkeerde conclusies trekt en onterecht ingrijpt.'

Braker ziet nog ironisch neveneffect van de de openbaarmaking van de z-scores. 'Aanvankelijk hadden de verzekeraars aangedrongen op deze prestatietoets voor pensioenuitvoerders. Nu gebruiken pensioenuitvoerders die op dit terrein goed scoren deze resultaten om nieuwe klanten aan te trekken. Daarbij moet je wel bedenken dat het moeilijk is te bepalen of een goede z-score het resultaat is van de pensioenuitvoerder of van het pensioenfondsenbestuur. Beslissingen van het bestuur om te stoppen met het bijkopen van aandelen of juist te zorgen dat het beleggingsmix in stand blijft, heeft een behoorlijke invloed op het resultaat.'

FRANK VAN ALPHEN

Aon Investment Consulting organiseert 15 april een bijeenkomst over de gevolgen van z-score, zie www.aon.nl.