

## De rendementsdans van pensioenfondsen

# Weg met de klassieke meetlat

**Het is welvaartsbedreigend dat beleggingsresultaten van pensioenfondsen worden geëvalueerd aan de hand van de eenzijdige meetlat van het totaalrendement. Hierdoor voelen pensioenfondsen zich gedwongen te veel of te weinig risico te nemen.**

Prof. dr. Guus Boender, directeur ORTEC  
Drs. Lucas Vermeulen, managing director ORTEC

Studenten leren vele varianten van de Efficiënte Markt Hypothese. Deze stellen dat een hoog verwacht rendement onvermijdelijk gepaard gaat met veel onzekerheid. Met andere woorden, bepalend voor de vraag hoeveel rendement een belegger naar verwachting kan behalen is de hoeveelheid risico die hij zich kan veroorloven. De beleggende lezer zal dit herkennen. Onder de Wet Financieel Toezicht (WFT) zijn aanbieders van beleggingsproducten verplicht om uw risicoprofiel vast te stellen. Anders kunt u met een beroep op de zorgplicht op de aanbieder verhaal halen, indien u door tegenvallende rendementen in problemen komt. Bij pensioenfondsen ligt de zaak niet anders. Ook zij moeten eerst zorgvuldig onderzoeken hoeveel beleggingsrisico verantwoord is. Zij doen dit op basis van periodiek uitgevoerde Asset Liability Management (ALM)-studies.

Daarmee trachten zij antwoord te vinden op de vraag hoe hoog het risico van verschillende beleggingsalternatieven is en in welke mate eventuele onderdekking, mocht de strategie verkeerd uitpakken, verhaalbaar is op premiebetalers en deelnemers. Als de rendementen

tegenvallen en er onvoldoende buffers zijn om dat op te vangen, dan zijn er maar drie uitlaatkleppen: de premie gaat omhoog (wat nadelig is voor de gezondheid van bedrijf en economie), indexaties worden gekort; in dat geval dekken gepensioneerden er niet voor terug zich tot de rechter te wenden, of het

### *De mate waarin pensioenfondsen zich het nemen van risico kunnen veroorloven, verschilt fors*

fonds komt in onderdekking, wat neerkomt op het doorschuiven van lasten naar toekomstige generaties. In een vergrijzende samenleving is dat niet aantrekkelijk. Er is dus een grens aan de hoeveelheid risico die pensioenfondsen kunnen nemen, en daarmee aan het te behalen rendement.

De mate waarin pensioenfondsen zich het nemen van risico kunnen veroorloven, verschilt fors. Premieverhogingen zijn, afhankelijk van de bedrijfstak, slechts beperkt mogelijk. Bovendien hebben zij, afhankelijk van de 'leeftijd' van het pensioenfonds, een verschillende invloed op de versterking van de vermogenspo-

sitie van het fonds. Voor jonge fondsen geldt vaak dat voor 1 procent van de pensioenverplichtingen 1 à 2 procent loonsom nodig is, terwijl dit bij oudere fondsen kan oplopen tot 10 à 20 procent van de loonsom. Daarnaast geldt dat er in Nederland talrijke pensioenfondsen zijn die over een flinke buffer beschikken, en die zich dus relatief veel risico kunnen veroorloven, maar er zijn ook veel fondsen die over minder mid-

delen beschikken dan de DNB eist. Helaas is er ook een aantal fondsen dat niet over een noemenswaardige risicobuffer beschikt. Fondsen verschillen dus om fundamentele redenen enorm in de hoeveelheid risico die zij kunnen nemen en daarmee ook in de hoeveelheid rendement die zij op een verantwoorde wijze kunnen nastreven. Een totaalrendement zegt op zichzelf dan ook veel te weinig over de kwaliteit van het beleggingsbeleid.

Een voorbeeld. De risicohouding van een pensioenfonds is af te lezen uit de zogenoemde strategische benchmark of normportefeuille. Deze geeft aan hoe het pensioenvermogen is verdeeld over relatief veeli-

ge beleggingen, zoals staatsobligaties en obligaties van ondernemingen met een voldoende hoge kredietwaardigheid, en over onzekerdere beleggingen, zoals aandelen en onroerend goed. Laten wij aannemen dat vastrentende waarden jaarlijks 4 procent rendement geven en dat men op markten van aandelen en onroerend goed gemiddeld 8 procent rendement per jaar haalt. Een fonds dat weinig risico kan nemen (zeg een equivalent van 20 procent aandelen en onroerend goed) haalt naar verwachting slechts een rendement van 4,8 procent. Dat steekt schril af bij het jaarrendement van 7,2 procent dat een fonds naar verwachting haalt als het zich kan veroorloven 80 procent in aandelen en onroerend goed te beleggen. Het tweede fonds rendeert niet beter omdat het beter belegt, maar omdat het zich op verantwoorde wijze meer risico kan veroorloven.

### **De klassieke aanpak**

Hoe moeten we dan de kwaliteit van de pensioenbeleggers beoordelen? Een mogelijkheid zou zijn gebruik te maken van een prestatie maatstaf die gehanteerd wordt bij de beoordeling van beheerders van beleggingsportefeuilles en -fondsen. We beperken ons tot aandelenmarkten. Stel dat het fondsbestuur besluit het aandelenstuk te beleggen in een wereldwijde index waarin alle aandelen uit alle ontwikkelde landen ter wereld gewogen naar hun marktkapitalisatie vertegenwoordigd zijn. De pensioenbelegger hoeft en mag zelfs niets doen om ervoor te zorgen dat het rendement nagenoeg gelijk is aan dat van de gekozen index. De belegger kan niet op het behaalde resultaat beoordeeld worden, om de simpele reden dat hij niets anders doet dan de aandelenportefeuille op

de plank te laten liggen, en aan het eind van het jaar te constateren wat het rendement geworden is.

Behalve deze zogenaamde passieve strategie bestaan er actieve beleggingsstrategieën die als doel hebben beter te presteren dan gemiddeld. Beheerders van beleggingsportefeuilles en -fondsen zetten hun expertise in om doelbewust van de benchmark af te wijken met als oogmerk extra rendement te creëren, of hetzelfde rendement te halen als de index maar met minder risico. Wereldwijd worden aan deze beleggingsdeskundigen vele tientallen miljarden euro's per jaar vergoed. Het is dus van groot belang te meten of deze deskundigen waarde toevoegen. Een klassieke maatstaf hiervoor is de zogenoemde informatieratio. Deze prestatie maatstaf relateert het extra rendement ten opzichte van de benchmark aan de hoeveelheid extra risico dat de belegger daarbij genomen heeft. Het zou al een stap in de goede richting zijn als in de pers niet het totaalrendement van pensioenfondsen naar buiten wordt gebracht, maar de informatieratio na aftrek van kosten, bij voorkeur onderscheiden naar de diverse categorieën waarin de fondsen beleggen.

### **Bizarre situatie**

Het publiceren van de informatieratio's is niet de enige noodzakelijke verbetering om beter inzicht te krijgen in de kwaliteit van beleggers, vooral indien het beheerders betreft van het vermogen van pensioenfondsen en levensverzekeraars. De klassieke meetlat waarlangs portefeuillebeheerders worden beoordeeld en die zich alleen richt op bezittingen, kan in het geval van pensioenfondsen, waar de waardeontwikkeling van verplichtingen een grote rol speelt, namelijk zeer

onbevredigend uitpakken. Immers, als de passieve aandelenindex een rendement van -30 procent laat zien, en de belegger scoort een verlies van 'slechts' 25 procent, dan ontstaat de bizarre situatie dat de schatbewaarder recht heeft op een flinke bonus, terwijl onder zijn handen juist een kwart van het beheerde vermogen verloren is gegaan. Door de val van de beurzen zijn veel pensioenfondsen de laatste jaren met deze merkwaardige situatie geconfronteerd. In de pensioenbranche tekent zich daarom een trend af om het behaalde beleggingsresultaat te beoordelen aan de hand van het rendement dat nodig is om de buffer van het fonds op peil te houden. In de praktijk betekent dit dat, afhankelijk van het pensioenfonds, een absolute rendementsdoelstelling geldt van 4 tot 7 procent. Dit is namelijk de mate waarin de ruim € 500 miljard verplichtingen van pensioenfondsen (met uitzondering van de verplichtingen die voortkomen uit nieuw toegekende pensioenrechten) per jaar autonoom aangroeien. Idealiter wordt dit door beleggingsrendementen goedge maakt. De belegger kan dan dus pas de bonus incasseren indien er meer rendement wordt gemaakt dan dit 'pensioenverplichtingenrendement'. Liability Driven Investing (LDI) heet dit in het internationale jargon. Dit zal gepaard moeten gaan met liability driven meting van het beleggingsresultaat.

Een zeer belangrijk en actueel voorbeeld van het verschil in meting ten opzichte van een beleggingsbenchmark en ten opzichte van het groeiend rendement van de verplichtingen betreft de consequenties van het rentebeleid van de Nederlandse pensioenfondsen. Door de invoering van de Pensioenwet begin 2007 worden pensioenfondsen geconfronteerd met het feit dat door een



daling van de rente met een procent de pensioenverplichtingen met circa 15 procent stijgen. Dus, indien de rente nog een procent zou dalen ten opzichte van het huidige niveau, dan zouden de Nederlandse fondsen geconfronteerd worden met een stijging van de pensioenverplichtingen van circa € 75 miljard. Dat is bij geval circa 15 procent van het gehele bruto binnenlands product, en zou dus een megategenvaller zijn voor pensioenfondsen en economie. Pensioenfondsen kunnen dit risico afdekken door beleggingsproducten te kopen die ervoor zorgen dat bij zo'n rentedaling ook de pensioenbeleggingen met een vergelijkbaar bedrag toenemen. De financiële positie zou daarmee ongevoelig zijn geworden voor rentedalingen. Natuurlijk staat daar tegenover dat men juist € 75 miljard zou mislopen als men het renterisico afdekt en de rente een procent zou stijgen. Stel nu dat de rente een procent stijgt. Een fonds dat het renterisico heeft afgedekt, verliest dan een bedrag dat overeenkomt met 15 procent van de pensioenverplichtingen.

Duidt dit op slecht beleggingsbeleid? Zeker niet. Dit blijkt uit het feit dat het vermogensverlies weg te strepen is tegen de daling van de verplichtingen. Deze zijn door de renteverandering precies evenveel gedaald, waardoor de prestatie van

het vermogensbeheer ten opzichte van de groei van de verplichtingen nihil is. Stel nu dat de rente een procent daalt. In dat geval vertoont het fonds een sterke vermogenstoename. Hier staat echter een even zo grote stijging van de verplichtingen tegenover. Daardoor is er ook in dit geval netto geen waarde toegevoegd. Het verdient dus aanbeveling de resultaten van pensioenfondsen niet alleen af te zetten tegen een branchegemiddelde of tegen een beleggingsbenchmark en het genomen risico, maar ook tegen de groei van de verplichtingen.

'Meten is weten' is een nuttige leidraad, doch uitsluitend indien het goede gemeten wordt, zo weten we al sinds Keynes. Dit betekent voor pensioenfondsen ten eerste dat ze transparant moeten maken waarom welke beleggingstrategie wordt uitgevoerd, inclusief de mate waarin het renterisico strategisch wordt afgedekt, en welk rendement dit heeft opgeleverd in het licht van de verplichtingen die hier tegenoverstaan. De prestaties op dit beleids onderdeel zijn de verantwoordelijkheid van het fondsbestuur, ook als het zich hierin (begrijpelijkerwijs) laat leiden door de beleggers. Beleggers die hun besturen in deze extreem belangrijke besluitvorming adviseren, dragen dan de pet van ALM-ers, omdat zij hiermee feitelijk adviseren over de hoeveelheid risico die het fondsbestuur op zijn schouder neemt. Hier is niets mis mee, als maar duidelijk is hoe de verantwoordelijkheden liggen. Hun kunde als belegger moeten zij aantonen door binnen het risicobudget dat op

*'Meten is weten' is een nuttige leidraad,  
doch uitsluitend indien het goede gemeten wordt,  
zo weten we al sinds Keynes*

basis van de strategie door het bestuur aan hen ter beschikking wordt gesteld, het maximale rendement te scoren. Bestuurders moeten worden afgerekend op de expliciet geformuleerde gevoerde balansstrategie, en beleggers moeten worden afgerekend op de binnen expliciet gestelde limieten behaalde rendementen. Elke agent legt dan verantwoording af over hetgeen waarvoor hij daadwerkelijk verantwoordelijk is, wat de beleidsbepaling en de -consequenties in de pensioenbranche zeer ten goede zal komen. ■