

Inleiding tot het thema Prestaties van Pensioenfondsen

Inleiding

Wat heeft mijn pensioenfonds gepresteerd? Een korte vraag, waarop zelden een helder antwoord volgt. In het voorliggende nummer van het VBA-Jaarnaal wordt in een viertal artikelen de koe bij de horens gevat.

De Nederlandse oudedagsvoorziening staat in de schijnwerpers. Er zijn zorgen gerezen over de betaalbaarheid van de AOW, de solvabiliteit van de collectieve pensioenen en de fiscale behandeling van individuele pensioenvoorzieningen.

Pensioenfondsen zien met lede ogen aan hoe het imago van degelijkheid en betrouwbaarheid aan gruzelementen gaat. Is er 'gegokt en gefeest', of werd er een gedegen financieel beheer gevoerd?

De directe aanleiding voor de omslag in het sentiment vormen de miljardenverliezen op de aandelenbeurzen. Of preciezer gezegd de lagere solvabiliteit van pensioenfondsen. Immers het gevoel bij het verdelen van overschotten is prettiger, dan die bij de toedeling van tekorten. Daarnaast ontbreken eenduidige solvabiliteitsmaatstaven en -normen. In elk geval zijn de (actuariële) deskundigen en de toezichthouder (PVK) het onderling hartgrondig oneens.

Behalve de lagere solvabiliteit doemt er nog een tweede probleem op aan de horizon, namelijk de sterk gestegen kostprijs van het toekennen van nieuwe pensioenrechten. Door enerzijds de verbeterde pensioenregelingen (lagere pensioenleeftijd) en anderzijds de gedaalde (reële) rente zijn de kosten als percentage van de loonsom opgelopen. Ook de vergrijzing van het deelnemersbestand en het langlevensrisico vormen voor veel pensioenfondsen een kostenopdrivende factor. Inmiddels bedragen de (markt gerelateerde) kosten van het toekennen van nieuwe rechten voor veel (DB) pensioenregelingen meer dan 25% van de loonsom.

Een belangrijke katalysator voor de sentimentomslag betreft het gebrek aan transparantie. Pensioenfondsen dienen een groot maatschappelijk belang, maar blinken niet uit in professioneel bestuur en het afleggen van verantwoording.

Prestatiemeting

De twijfels inzake de financiële houdbaarheid van de huidige collectieve pensioenregelingen noodzaken tot onderzoek naar de prestaties van pensioenfondsen. Deze prestaties kunnen financiële prestaties betreffen. Maar het gaat ook over de kwaliteit van de organisatie en processen, alsmede prestaties ten aanzien van de administratie en communicatie van de pensioenrechten zijn medebepalend voor de totale kwaliteit van een pensioenfonds. In dit jaarnaal hebben de auteurs zich beperkt tot het financiële beheer.

Hoe kunnen we de financiële prestatie van een pensioenfonds meten?

De basis voor het meten van de toegevoegde waarde van pensioenfondsen langs de lijnen van de financieel economische theorie, is gelegd door Ambachtsheer. Hij introduceerde in 1996 de maatstaf RANVA (risk-adjusted net value added)¹. Deze maatstaf is de pensioenfondsenvariant van het EVA-concept (economic value added), die door Stern Stewart & Company werd ontwikkeld voor ondernemingen. Hierbij wordt de waarde gemeten, welke door een pensioenfonds wordt toegevoegd, gecorrigeerd voor de extra kosten en risico's die samengaan met een bepaald beleggingsprogramma. De toegevoegde waarde heeft als basis het risicovrije rendement. Oftewel, het rendement op de beleggingsportefeuille met het laagste risico versus de aangegane pensioenverplichtingen, dus met een idealiter gelijke rente- en inflatiegevoeligheid. De gehanteerde rendementseis voor het

Jelles van As

nemen van risico wordt gerelateerd aan het marginale rendement op nieuwe investeringen van de sponsor.

Dat we in Nederland nog steeds de financiële prestaties van pensioenfondsen vrijwel uitsluitend vergelijken op basis van het beleggingsrendement, ongeacht risico's en kosten lijkt vreemd in de context van het RANVA-concept dat sedert 1996 beschikbaar is. Er zijn echter diverse hindernissen te nemen.

Allereerst het startpunt, de financiële karakteristieken van de verplichtingen. Dit vereist waardering op basis van marktwaarde (rentegevoeligheid) en helderheid in zake de voorwaardelijkheid van de indexatie (inflatiegevoeligheid). Daarnaast leidt de onafhankelijke positie van pensioenfondsen (stichtingen) ten opzichte van de sponsor (werkgever(s) en of werknemers) tot een moeilijk te bepalen kostenpenalty voor het nemen van risico.

Artikelen van de auteurs

In het voorliggende VBA-jaarnaal geven de auteurs aan hoe de "Nederlandse" problematiek inzake prestatiemeting voor pensioenfondsen aangepakt kan worden. Daarbij hebben de auteurs ingestoken op verschillende niveaus van het financiële beheer bij pensioenfondsen. En wel, ruwweg als volgt:

- de financiële strategie Siegelaer
- de beleggingsstrategie Ponds, Quix
- de uitvoering van de beleggingsstrategie
 - benchmarking, externe indices Molenkamp, Zweekhorst
 - benchmarking, peer group Schreur, Lindenhovius

In het artikel 'Risicobeheer en de werkelijke prestaties van pensioenfondsen' plaatst Siegelaer de prestaties van pensioenfondsen in het licht van het risicobeheer. De auteur betoogt dat de kerntaak van het pensioenfonds, naast het waarborgen van de uitvoering van het pensioencontract, de bewaking van het totale risicoprofiel betreft. Op dit hoogste niveau constateert Siegelaer weinig aandacht voor prestatiemeting.

De auteur maakt onderscheid tussen risico's die direct samenhangen met het pensioencontract en additionele (in principe voor het pensioenfonds beïnvloedbare) risico's, zogenaamde restrisico's. De waardecreatie door pensioenfondsen komt voort uit de inschatting en het beheer van deze laatste risico's.

In het artikel wordt aangetoond dat het aangaan van een mismatch, niet op zichzelf leidt tot waarde creatie (op hetzelfde moment) binnen het pensioenfonds. Immers het surplus op een bepaald tijdstip wijzigt hierdoor niet, wel verandert de risicoverdeling tussen groepen verzekerden. Daarentegen wordt door de auteur aangetoond dat risicobeperkende maatregelen wel het surplus positief kunnen beïnvloeden.

Daar waar Siegelaer voor de prestatiemeting refereert aan het risicoprofiel op een bepaald moment, gaan Ponds en Quix in hun artikel, 'Prestaties Nederlandse Pensioenfondsen op basis van de funding ratio return benadering', uit van de ontwikkeling in de tijd van de solvabiliteit (dekkingsgraad) als basis voor het risico.

De auteurs Ponds en Quix brengen de financiële prestaties van pensioenfondsen in beeld, door de ontwikkeling van de financiële positie van pensioenfondsen, de funding ratio return (FRR), te relateren aan de getoonde volatiliteit van deze return.

Om de jaarlijkse procentuele verandering van de dekkingsgraad te bepalen, moeten de groeivoeten van de verplichtingen en de beleggingen worden bepaald. Voor de beleggingen wordt uitgegaan van het Universum van de WM-company. Met betrekking tot de verplichtingen gaan zij uit van onvoorwaardelijke aan de lonen gekoppelde indexaties en hebben ze de historische reële rentes modelmatig geschat.

Zij constateren dat de Funding Ratio Return voor het Universum in de afgelopen 10 jaar negatief is geweest. De dynamiek van de (gemiddeld) gevoerde beleggingsstrategie is over deze periode niet optimaal geweest versus diverse strategieën met een constante mix van aandelen en obligaties.

Op het niveau van de beleggingsuitvoering handelt het artikel 'Z-scores bedrijfstakpensioenfondsen 1998-2002 geanalyseerd' van Molenkamp en Zweekhorst. Zij bespreken de prestaties van pensioenfondsen aan de hand van de Z-score.

Daarbij wordt Z-score (wederom) ter discussie gesteld in verband met gebreken ten aanzien van de keuze van relevante benchmarks voor minder liquide markten en de gemaakte aanname voor de spreiding van de resultaten. Ook gaan zij in op de invloed van door de omgeving opgedrongen beleidsaanpassingen op de Z-score.

De auteurs betogen dat een alternatieve maatstaf, T-score, een beter beeld geeft van de prestaties in het licht van het gelopen risico.

Hoe moeilijk het is om beleggingsprestaties te beoordelen blijkt wel uit het feit dat op basis van de T-score andere pensioenfondsen beneden de norm presteren, dan bij het hanteren van de Z-score.

Door de auteurs Schreur en Lindenhovius wordt in het artikel 'Onderzoek risicoprofielen pensioenfondsen' een poging ondernomen om beleggingsprestaties van pensioenfondsen zinvol te benchmarken, om goede informatie ten behoeve van de beleidsevaluatie te bieden. Hiertoe worden pensioenfondsen gegroepeerd aan de hand van het risicoprofiel. De beleggingsperformance van een pensioenfonds wordt aan een relevante peer group met vergelijkbare kenmerken getoetst.

Het artikel biedt niet het 'ei van Columbus', maar toont wel goed de problematiek inzake de vergelijking van (beleggings-) resultaten van pensioenfondsen.

Na lezing van de artikelen in dit jaarnaal zal het u duidelijk zijn dat het mogelijk is dat een pensioenfonds, gelijktijdig:

- een uitstekend financieel beleid kan voeren en waarde creëert over zijn restrisico's
- een lage funding ratio return heeft versus andere pensioenfondsen
- een Z-score beneden de norm en een T-score boven de norm heeft
- een beleggingsrendement boven het WM Univer- sum, doch onder het gemiddelde van de eigen peer group scoort.

Voorwaar pensioenfondsen lijken wel gewone onder- nemingen. Er is geen eenduidige oplossing om hen de maat te nemen.

Evenwel, op de lange weg naar transparantie inzake de prestaties van pensioenfondsen wordt door de auteurs in dit jaarnaal zondermeer enig licht gewor- pen.

Notes

- 1 Ambachtsheer, K.P. en Ezra, D.D., 1998, Pension Fund Excellence, Creating Value for Stakeholders