

# Maak beleggingsprestaties inzichtelijk

In het nieuwe pensioenstelsel ligt het beleggingsrisico nadrukkelijk bij de deelnemer. Maar hoe kan de deelnemer de beleggingsprestaties van het pensioenfonds beoordelen? Er is een eenvoudige methode voor het meten van rendement.

Door Anton Kramer

Pensioenfonds hebben de ambitie om nominale pensioenen uit te keren en daarbovenop de pensioenen te laten meestijgen met de inflatie. In de financiële opzet van de meeste pensioenfonds komt de ruimte om te kunnen indexeren voornamelijk uit het overrendement. Dit is het extra rendement op de beleggingsportefeuille ten opzichte van het risicovrije rendement van de verplichtingen. Bij de evaluatie van het beleggingsbeleid wordt in het jaarverslag nauwelijks aandacht besteed aan de realisatie van de ambitie, en daarmee aan het overrendement. De beoordelingsmaatstaf is vaak enkel de beleggingsbenchmark, zonder rekening te houden met de pensioenverplichtingen. De huidige z-score-methode leidt ertoe dat bedrijfstakpensioenfonds kunnen slagen voor de performance-toets, zonder dat dit hoeft te betekenen dat de doelstelling en de ambitie gerealiseerd zijn. Met de transitie naar het

nieuwe pensioenstelsel raken de verplichtingen nog verder buiten beeld: beleggingsrisico's komen bij de deelnemers te liggen. In een DC-systeem met verplichte deelname is het voor de governance essentieel dat er een betrouwbare toets komt die aansluit bij de pensioenambitie die aan de deelnemer is gecommuniceerd. Immers, zonder maatstaf is elk resultaat goed. Door een goede toets is er een reflectie die, als de beleggingsprestaties tegenvallen, tot verbetering leidt. Het vertrouwen van deelnemers zal hiermee toenemen.<sup>1</sup>

## Z-score: een achterhaald instrument

Het belang van een passende performance-meting kan worden geïllustreerd aan de hand van de z-score voor verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfonds. Voor hen geldt de wettelijke norm om voldoende rendement te behalen. De performance-toets vergelijkt het rendement

van het fonds met het rendement van een normportefeuille, gecorrigeerd voor het beleggingsrisico. De ambitie blijft hierbij buiten beeld.

Waar dit toe leidt, toont Figuur 1. Daarin wordt het cumulatieve overrendement van het bedrijfstakpensioenfonds in de periode 2007-2022 afgezet tegen de gemiddelde z-score over die periode. Een positief overrendement geeft aan dat het pensioenfonds een beter resultaat heeft gehaald dan het risicovrije rendement van de verplichtingen. Een positieve z-score geeft aan dat het rendement beter is dan het rendement van de normportefeuille.

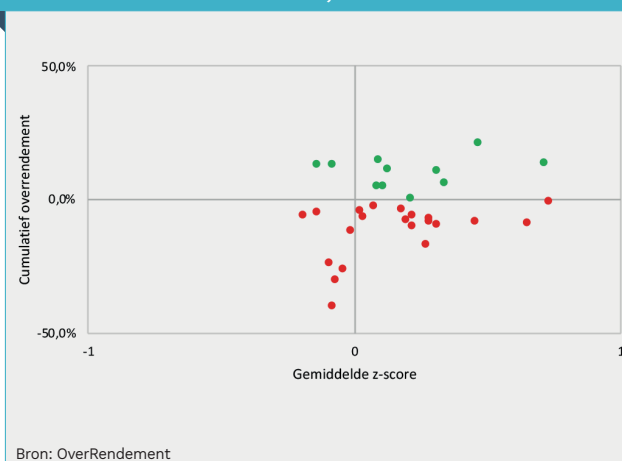
Het is duidelijk zichtbaar dat er een groot verschil is tussen het behalen van de ambitie (overrendement) en het verslaan van de normportefeuille (z-score). Ruim 70% van de gemiddelde z-scores is positief, terwijl slechts 35% van de bedrijfstakpensioenfonds een overrendement heeft behaald.

Er zijn dan ook diverse kritiekpunten op de huidige z-score-toets:

- Er is geen directe koppeling met ambitie.
- De normportefeuille volgt de veranderingen in de strategische portefeuille.
- De actieve, strategische keuzes van het bestuur zijn al verwerkt in de normportefeuille en worden niet getoetst.
- Illiquide categorieën en/of overlay-strategieën hebben geen passende benchmark of het benchmarkrendement wordt gelijkgesteld aan het gerealiseerde rendement, waardoor de effectiviteit hiervan niet wordt getoetst.
- De normportefeuille is niet openbaar en/of afwijkend van de openbare benchmark.
- De berekening is complex en moeilijk te repliceren.

Voor niet-bedrijfstakpensioenfonds zien we eveneens dat vrijwel alle fondsen een beleggingsbenchmark hanteren die geen directe relatie heeft met de ambitie van het pensioenfonds. Pensioenfonds presteren veelal in lijn met de eigen benchmark, terwijl er grote verschillen bestaan in overrendement en daarmee het indexatiepotentieel.

**FIGUUR 1: Z-SCORE EN OVERRENDEMENT BEDRIJFSTAKPENSIOENFONDSEN, 2007-2022**



**Wtp**

Met de introductie van de Wtp worden expliciete verplichtingen ingeruild voor impliciete doelstellingen. Voor de methodiek onder de Wtp zien we daarom een aantal belangrijke verbeterpunten:

- Koppel het resultaat aan de uitgesproken pensioenambitie.
- Evalueer het totale resultaat, inclusief alle strategische keuzes.
- Laat de resultaten onafhankelijk toetsen.
- Hanteer een eenvoudige en stabiele normportefeuille.

**Lange versus korte termijn**

Er dient onderscheid te zijn tussen 'lange' en 'korte' termijn, omdat het essentieel is dat matige prestaties tijdig worden opgemerkt. De langetermijnwaarne-

ming zorgt ervoor dat kortetermijnresultaten in een juist perspectief worden geplaatst. De voorbeelden in Figuur 2 en Figuur 3 illustreren dit.

Op de lange termijn dient het totale rendement van een deelnemer hoger te liggen dan het theoretische beschermingsrendement. Toeslagen worden immers geacht voornamelijk uit dit extra rendement gefinancierd te worden. Toets daarom voor verschillende cohorten in hoeverre een pensioenfonds dit realiseert.

Voor de kortere termijn kan gedacht worden aan een eenvoudige normportefeuille die een combinatie is van het risicovrije beschermingsrendement en het rendement op zakelijke waarden. De gewichten worden bepaald op basis

van de verwachting van de Commissie Parameters en de risicopremie die past bij de ambitie voor het betreffende cohort.

Beide toetsen zijn relevant voor deelnemers: zij mogen verwachten dat fondsen de resultaten van de laatste vijf jaar kritisch laten evalueren om tot verbeteringen te komen.

Bovenstaande toetsmethode is eenvoudig, eerlijk, door deelnemers te begrijpen, en sluit aan bij de ambitie. Verplichte deelneming waarbij de deelnemer het beleggingsrisico draagt, maakt dat de politiek via regelgeving de belangen van deelnemers voorop kan stellen door een passende maatstaf voor te schrijven. ■

<sup>1</sup> Arun Muralidhar, Roland van den Brink, Anton Kramer, Can DC participants trust the competence of Dutch pension funds (IPE April 2024)



**Anton Kramer**

Mede-Oprichter, OverRendement

**FIGUUR 2: LANGE TERMIJN 2007-2022**

Lange termijn 2007-2022	Cohort-grootte	Rendement risicovrij o.b.v. DNB swapcurve	Overrendement Ambitie	Rendement normportefeuille
	a	b	c	d (=b+c)
Cohort Gepensioneerden	40%	2.5%	1.5%	4.0%
Cohort Ouderen	40%	4.1%	3.0%	7.1%
Cohort Jongeren	20%	7.8%	4.5%	12.3%
<b>Totaal rendement normportefeuille <math>\Sigma(a*d)</math></b>				<b>6.9%</b>

Bron: OverRendement

**FIGUUR 3: KORTE TERMIJN 2018-2022**

Korte termijn 2018-2022	Cohort-grootte	Rendement risicovrij o.b.v. DNB swapcurve	Rendement zakelijke waarden (MSCI World)	Theoretische exposure risicovrij	Theoretische exposure zakelijke waarden	Rendement normportefeuille
	a	b	c	d	e	f (=b*d+c*e)
Cohort Gepensioneerden	40%	-3.7%	7.7%	70%	30%	-0.3%
Cohort Ouderen	40%	-4.0%	7.7%	50%	50%	1.9%
Cohort Jongeren	20%	-0.8%	7.7%	30%	70%	5.2%
<b>Totaal rendement normportefeuille <math>\Sigma(a*f)</math></b>						<b>1.7%</b>

Bron: OverRendement

**IN HET KORT**

Beleggingsrisico's komen in het nieuwe pensioenstelsel nadrukkelijk bij de deelnemer te liggen, terwijl deze weinig handelingsperspectief heeft.

Het is noodzakelijk voor het vertrouwen om beleggingsprestaties inzichtelijk te maken.

De huidige z-score en performance-meting sluiten onvoldoende aan bij de doelstelling van fondsen en laat het effect van de belangrijkste beslissingen niet zien.

De voorgestelde methode is een eenvoudige maatstaf die aansluit bij de ambitie van fondsen.