

**ADVIES METING BELEGGINGS-
PERFORMANCE**

21 november 1997 Publikatiernr. 10/97

Colofon

Uitgave:

Stichting van de Arbeid
Bezuidenhoutseweg 60
Postbus 90405
2509 LK DEN HAAG

Druk:

SER-huisdrukkerij

@ 1997, Stichting van de Arbeid

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de Stichting van de Arbeid

SAMENVATTING

Op 2 juni 1995 is door de Stichting van de Arbeid een '*Advies over mogelijkheden ter verbetering van de marktwerking op het terrein van de aanvullende pensioenen*' uitgebracht. Hierin sprak de Stichting uit van oordeel te zijn dat aan een onderneming die verzoekt om dispensatie, uitsluiting van de verplichte deelneming in het Bedrijfstakpensioenfonds (BPF) zou moeten worden verleend, indien op **objectieve gronden** is komen vast te staan dat het BPF op het saldo van beleggingsperformance, uitvoeringskosten en kwaliteit van de dienstverlening jarenlang substantieel minder scoort ten opzichte van de gemiddelde uitvoeringsperformance dan andere uitvoeringsorganen van collectieve pensioenregelingen. In de nota '*Flexibilisering en verplichtstelling in de pensioensector*' van 17 september 1996, heeft het kabinet aangegeven dit voorstel van de Stichting in hoofdlijnen te willen volgen.

De Werkgroep Pensioenen heeft in reactie op het verzoek van het kabinet in overleg met de organisaties van pensioenuitvoerders (OPF, VB en Verbond van Verzekeraars) de Sub-werkgroep Meting Beleggingsperformance ingesteld. Deze sub-werkgroep is eind januari 1997 met haar werkzaamheden begonnen.

Op 7 november 1997 bracht de sub-werkgroep haar concept-eindrapport uit aan de Werkgroep Pensioenen, waarna de Werkgroep Pensioenen op 21 november 1997 namens het Bestuur van de Stichting van de Arbeid en in overleg met vertegenwoordigers van de besturen van OPF, VB en het Verbond van Verzekeraars, dit advies vaststelde.

Specifiek voor een dispensatieverzoek door een werkgever bij een verplicht-gestelde BPF, is het volgens de sub-werkgroep van belang uit te gaan van een performancetoets die rekening houdt met de (niet beïnvloedbare) verplichtingenstructuur in combinatie met de vermogenspositie. Dit kan door het fonds jaarlijks vooraf een strategische "*norm-portefeuille*" te laten aangeven, voorzien van een toelichting waarom deze norm-portefeuille gericht is op een voor werkgevers en werknemers stabiele en lage premie bij een aanvaardbare kans op onderdekking. Het werkelijk behaalde fondsrendement wordt over een periode van 5 jaar vergeleken met het berekende rendement van de norm-portefeuille.

Een dispensatie-aanvraag door een werkgever is billijk indien (1) aangetoond kan worden dat over deze periode de norm-portefeuille niet adequaat is gekozen, of (2) over deze periode het fondsrendement significant achterblijft bij het normrendement.

Om de dispensatieprocedure op relatief korte termijn beschikbaar te hebben, adviseert de sub-werkgroep een eerste meetperiode van 3 jaar (1998-2000), daarna 4 jaar (1998-2001) en daarna steeds voortschrijdende 5-jaarsperioden.

Voor wat betreft standaarden voor performance meting voor uitvoeringsorganen van collectieve pensioenregelingen, adviseert de sub-werkgroep aan te sluiten bij de gangbare (Anglosaksische) praktijk. Dat houdt voor de meting in uit te gaan van een totaalrendement gebaseerd op de actuele waarde van de beleggingen, gecorrigeerd voor tussentijdse geldstromen ("*time-weighted total rate of return*").

Tenslotte adviseert de sub-werkgroep een toetsingscommissie in te stellen, met onder andere als taken (1) in geval van een dispensatieaanvraag te toetsen of een norm-portefeuille zorgvuldig en adequaat is gekozen (marginale toetsing), en (2) te fungeren als vraagbaak om in de initiële fase (meet)problemen te voorkomen en (3) te bezien of de voorgestelde procedure blijvend voldoet aan eisen als praktische hanteerbaarheid.

INHOUDSOPGAVE

Hoofdstuk	Pagina
1.. INLEIDING	1
1.1 Advies Stichting van de Arbeid	1
1.2 Instelling en samenstelling Sub-werkgroep Meting Beleggingsperformance	2
2.. BELEGGINGSBELEID EN PERFORMANCE METING BIJ PENSIOENUITVOERDERS	4
2.1 Introductie	4
2.2 Totstandkoming van het beleggingsbeleid	5
2.3 Performance-meting bij pensioenuitvoerders	7
2.4 Techniek van performance-meting	8
2.5 Het beoordelen van performanceresultaten	8
3.. ADVIES	10
3.1 Afbakening	10
3.2 Advies performance-meting standaarden	11
3.3 Criteria voor een dispensatie-aanvraag voor verplichtgestelde BPF-en	11
A. SAMENSTELLING SUB-WERKGROEP MBP	
B. WERKINSTRUCTIES PERFORMANCETOETS	
B.1 Instructies	
B.2 Toelichting	

1.. INLEIDING

1.1 Advies Stichting van de Arbeid

Op 2 juni 1995 is door de Stichting van de Arbeid een '*Advies over mogelijkheden ter verbetering van de marktwerking op het terrein van de aanvullende pensioenen*'¹ uitgebracht. Hierin sprak de Stichting uit van oordeel te zijn dat aan een onderneming die verzoekt om dispensatie, uitsluiting van de verplichte deelneming in het Bedrijfstakpensioenfonds (BPF)² zou moeten worden verleend, indien op **objectieve gronden** is komen vast te staan dat het BPF op het saldo van beleggingsperformance, uitvoeringskosten en kwaliteit van de dienstverlening jarenlang substantieel minder scoort ten opzichte van de gemiddelde uitvoeringsperformance dan andere uitvoeringsorganen van collectieve pensioenregelingen. Daarbij heeft de Stichting tevens geadviseerd het BPF de mogelijkheid tot verbetering te bieden door het treffen van aantoonbare maatregelen waarvan mag worden aangenomen dat deze binnen afzienbare tijd leiden tot een uitvoeringsperformance die de toets met de markt weer kan doorstaan.

De beoogde doelstelling van een goede marktwerking vereist allereerst openheid in informatie voor alle marktpartijen op het gebied van beleggingsrendement en dat van de uitvoeringskosten. Vandaar dat in samenhang met dit advies de Stichting de organisaties van pensioenuitvoeringsorganen heeft aanbevolen een gezamenlijke studie te gaan ondernemen naar een bruikbaar systeem voor performance-meting en meting van uitvoeringskosten voor alle pensioenuitvoerders van collectieve contracten.

In de nota 'Flexibilisering en verplichtstelling in de pensioensector' van 17 september 1996, heeft het kabinet aangegeven dit voorstel van de Stichting te willen volgen, zij het dat in de visie van het kabinet aan een BPF (Bedrijfstakpensioenfonds) dat jarenlang een substantieel mindere uitvoeringsperformance vertoont, géén mogelijkheid tot verbetering dient te worden geboden. Daarnaast heeft het kabinet voorgesteld, in ieder geval in de tijd, een splitsing aan te brengen tussen het ontwikkelen van een maatstaf voor de beleggingsperformance en het ontwikkelen van een maatstaf voor de uitvoeringskosten en service-verlening. De Stichting is gevraagd met betrekking tot de uitvoeringskosten, in overleg met OPF, VB en Verbond van Verzekeraars, op korte termijn een operationeel voorstel te ontwikkelen.

Daarnaast is de Stichting gevraagd in overleg met de hiervoor genoemde organisaties van pensioenuitvoerders een voorstel te doen met betrekking tot de performance-meting van de beleggingsrendementen.

Ten slotte heeft het kabinet in zijn nota aangegeven dat beide voorstellen (inzake performance-meting en uitvoeringskosten) aan een onafhankelijke instelling

¹ Stichting van de Arbeid; publikatienr. 4/95

² Daarbij blijft derhalve de bedrijfstakregeling zelf onverkort van toepassing.

(bijvoorbeeld de Verzekeringskamer) ter beoordeling voor te leggen. Vervolgens zal het kabinet beoordelen 'hoe deze vrijstellingsgrond nader kan worden geregeld in de 'Vrijstellingsrichtlijn'. Opgemerkt kan worden dat dit betekent dat het kabinet, conform het advies van de Stichting, toch zou willen insteken op het creëren van een vrijstellingsgrond in geval er sprake is van een jarenlang beduidend lagere score van een verplichtgestelde BPF op het saldo van beleggingsperformance en uitvoeringskosten.

In een nadere brief van 21 oktober 1996 heeft de staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid de Stichting van de Arbeid twee aanvullende vragen terzake voorgelegd. Dit betreft de vraag of de mogelijkheid zou moeten bestaan dat een verleende vrijstelling op grond van een ontoereikende performance ongedaan wordt gemaakt, wanneer het bedrijfspensioenfonds na verloop van tijd beter is gaan scoren. Tevens verzocht de staatssecretaris de Stichting ook de termijn van ontoereikend presenteren in ogenschouw te nemen. Daarbij wordt, gelet op de gewenste spoedige implementatie, door het kabinet gedacht aan een termijn die deels ziet op een achterliggende periode.

1.2 Instelling en samenstelling Sub-werkgroep Meting Beleggingsperformance

De Werkgroep Pensioenen heeft in reactie op het verzoek van het kabinet in overleg met de organisaties van pensioenuitvoerders (OPF, VB en het Verbond van Verzekeraars) de Sub-werkgroep Meting Beleggingsperformance ingesteld (hierna aan te duiden met 'de sub-werkgroep'), bestaande uit drie vertegenwoordigers van de hiervoor genoemde organisaties en twee vertegenwoordigers van de Werkgroep Pensioenen. De samenstelling van de sub-werkgroep is vermeld in bijlage A bij deze rapportage.

De sub-werkgroep MBP kreeg als taakopdracht **operationele** voorstellen te ontwikkelen voor de meting en vergelijking van de beleggingsperformance van pensioenuitvoerders van collectieve pensioenregelingen en over haar bevindingen aan de Werkgroep Pensioenen te rapporteren. Concreet gaat het om het vaststellen van praktisch hanteerbare en acceptabele standaarden voor performance-meting, welke als objectieve criteria kunnen dienen bij de toetsing van een verzoek van een werkgever om dispensatie te verkrijgen van de deelneming aan een verplichtgesteld BPF, alsmede het aangeven van de daartoe benodigde informatievoorziening.

Voorwaardelijk was gesteld dat de leden van de sub-werkgroep naar eer en geweten en beste inzichten zullen streven eensluidend tot een praktisch hanteerbaar advies te komen. Onder instemming hiervan heeft de sub-werkgroep haar werkzaamheden eind januari 1997 aangevangen.

Op 7 november 1997 bracht de sub-werkgroep MBP haar concept-eindrapport uit aan de Werkgroep Pensioenen.

De Werkgroep Pensioenen heeft vervolgens op 21 november 1997 dit concept-eindrapport namens het bestuur van de Stichting van de Arbeid en in overleg met vertegenwoordigers van de besturen van OPF, VB en het Verbond van Verzekeraars, vastgesteld.

2.. BELEGGINGSBELEID EN PERFORMANCE METING BIJ PENSIOENUITVOERDERS

2.1 Introductie

Met performance meting wordt het beleggingsbeleid getoetst. Vandaar dat ingegaan wordt op de marktwerking bij beleggingsfondsen, de totstandkoming van het beleggingsbeleid bij pensioenuitvoerders en de bijbehorende beoordeling van de beleggingsresultaten.

De relatie tussen 'marktwerking' enerzijds en 'beleggingsperformance' anderzijds is duidelijk waarneembaar bij beleggingsfondsen. In vrijwel elk nieuwsblad verschijnen steeds meer gedetailleerde performance overzichten. Wat daarbij opvalt is dat:

- de diverse beleggingsfondsen worden gerangschikt naar het type beleggingsbeleid dat men voorstaat;
- de fondsprestaties primair worden vergeleken met een specifieke 'objectieve' herbeleggingsindex³; waarbij
- het rendement wordt bepaald op basis van actuele waarde.

Deze benadering sluit aan bij internationaal gehanteerde standaarden voor de publikatie en beoordeling van beleggingsprestaties.

In essentie is het advies van de sub-werkgroep voor de beoordeling van beleggingsprestaties van pensioenuitvoerders overeenkomstig deze drie waarnemingen. Allereerst worden criteria aangegeven waaraan een lange termijn beleggingsbeleid moet voldoen. Daarna kan vervolgens worden getoetst of men in de uitvoering van het beleid over een aantal jaren substantieel minder scoort dan op objectieve gronden kon worden verwacht aan de hand van marktindices. Hierbij wordt uitgegaan van een rendement gebaseerd op actuele waarde.

Allereerst wordt nu ingegaan op de totstandkoming van het beleggingsbeleid bij pensioenfondsen, omdat de beleggingsresultaten op de lange termijn voor het overgrote deel worden bepaald door de procentuele verdeling tussen vastrentende waarden (onderhandse leningen, obligaties, hypotheek) en zakelijke waarden (aandelen, onroerend goed).

³ Een voorbeeld bij Nederlandse aandelen is de CBS-herbeleggingsindex die het totaalrendement weergeeft van een marktconforme portefeuille, waarbij inkomenscomponenten zoals ontvangen dividenden of rente direct worden geherinvesteerd. In het algemeen is een herbeleggingsindex een goede benadering van de "gemiddelde beleggingsperformance" van alle beleggers, dus ook van "uitvoeringsorganen van collectieve pensioenregelingen".

2.2 Totstandkoming van het beleggingsbeleid

2.2.1 Toekomstprojecties

Pensioenfondsen - met name de grotere - besteden veel aandacht aan de bepaling van een optimale inrichting van hun beleggingsportefeuille. Diverse seminars die terzake zijn georganiseerd getuigen daarvan. Een vaak gehanteerde techniek is een scenario-analyse ("Asset Liability Management" of ALM-studie genaamd), om te zien hoe in de toekomst de ontwikkeling kan zijn van de pensioenverplichtingen in combinatie met de beleggingen. In de praktijk worden deze toekomstprojecties meestal in samenwerking met een gespecialiseerde (onafhankelijke) consultant uitgevoerd⁴. De doelstelling is niet 'de toekomst te voorspellen', maar om breedtes te bepalen van mogelijke beleidskeuzen, zoals onder- en bovengrenzen voor een adequate verdeling tussen vastrentende waarden en zakelijke waarden.

Men streeft naar een zodanige beleggingsportefeuille, dat op de lange termijn naar verwachting een lage en stabiele premie vereist is en voldaan is aan restricties zoals gesteld door de Verzekeringskamer. In dat kader is het streven om een zodanige adequate portefeuille-opbouw te kiezen dat de kans op onderdekking⁵ gering is.

Voorbeeld keuze portefeuillevdeling

<i>Categorieën</i>	ALM ondergrens	Adequate keuze	ALM bovengrens
Vastrentend	50	60	70
Aandelen	30	40	50
Totaal		100	

De uitgangssituatie van ieder fonds is verschillend, met name wat betreft de verplichtingenstructuur (veel of weinig jonge deelnemers) en de waarde van de beleggingen in verhouding tot de vereiste premiereserve. Deze verschillen hebben een direct effect op de uitkomsten van dergelijke studies en derhalve op de hoogte van de lange termijn-performance.

⁴ Een belangrijk aspect bij dergelijke analyses is het bewaken van de onderlinge consistentie van de geprojecteerde gegevens. Daarnaast zijn de uitkomsten afhankelijk van de veronderstellingen die men hanteert, met name ten aanzien van de verwachte looninflatie, AOW-niveau en veronderstelde beleggingsrendementen. In het algemeen kan men stellen, dat ten aanzien van de beleggingen het uitgaan van historisch waargenomen rendementen en onderlinge correlaties tussen de rendementen in zekere zin de meest 'objectieve' benadering is.

⁵ Bij een dekkingsgraad lager dan 100% is er sprake van onderdekking.

2.2.2 Jaarlijkse invulling van het beleggingsbeleid

In de praktijk wordt door het fondsbestuur op basis van genoemde scenario-analyses (ALM-studies) de huidige portefeuille-opbouw en voorziene kasstromen jaarlijks een gewenste portefeuillesamenstelling aangegeven. Men noemt dit wel de **norm-portefeuille**. Bij de meeste grote collectieve contracten wordt daarbij per beleggingscategorie vaak ook nog een landenverdeling aangegeven. Deze norm-portefeuille is dan de beleggingsrichtlijn voor de uitvoeringsorganisatie.

Ter beoordeling van de beleggingsprestaties van de uitvoeringsorganisatie wordt bij de norm-portefeuille per beleggingscategorie (en eventueel per land) marktindices aangegeven als 'performance-meetlat', ook wel 'benchmark' genoemd⁶.

Voorbeeld definiëring norm-portefeuille

Totale weging	Aandelen	Herbeleggingsindex	Vastrentend	Herbeleggingsindex
Nederland	28	CBS ex Kon. Olie	83	CBS-Obligaties
Duitsland	4	DAX	4	JP Morgan
Frankrijk	4	CAC	2	JP Morgan
Engeland	4	FT-100	2	JP Morgan
Ver. Staten	14	Russell 2000	4	JP Morgan
Japan	14	Topix	2	JP Morgan
Overig Azië	21	FTA Pacific ex Jp	-	JP Morgan
Wereldwijd	11	MSCI world	3	JP Morgan
Totaal	100%		100%	

Deze herbeleggingsindices dienen uiteraard zorgvuldig te worden gekozen. Een belangrijk criterium is dat het voor een pensioenuitvoerder uitvoerbaar is om conform een gekozen marktindex te beleggen. Overige voorwaarden zijn, dat het gaat om een breed samengestelde herbeleggingsindex die onafhankelijk wordt gepubliceerd.

Tenslotte is van belang dat de norm-portefeuille met bijbehorende herbeleggingsindices van te voren door het fondsbestuur wordt vastgesteld om beïnvloeding achteraf te voorkomen.

⁶ Daar waar van toepassing kunnen nog nadere benchmark-details worden opgenomen voor het valutabeleid (zoals permanent de US-dollar 50% afdekken e.d.).

2.3 Performance-meting bij pensioenuitvoerders

In de praktijk wordt intern bij pensioenfondsen veel aandacht besteed aan het analyseren van de behaalde (eigen) beleggingsresultaten. Uit de bloei van performance-meting-instellingen, zoals The WM Company⁷ en Stichting Performance⁸, blijkt hoeveel waarde er wordt gehecht aan een strikt toezicht op de behaalde resultaten. De meerderheid van alle pensioengerelateerde beleggingen worden door één van deze twee instellingen gemeten. Deze resultaten worden vaak openbaar gemaakt, bijvoorbeeld via het jaarverslag of de jaarlijkse publikatie vanuit OPF/VB-verband.

In de analyse per fonds wordt vooral gelet op de afwijking van de eigen performance-resultaten met de gestelde strategische norm-portefeuille. Hierdoor is een objectieve beoordeling van het gevoerde (actieve) beleggingsbeleid mogelijk, omdat de norm-portefeuille aansluit bij de beleggingsvrijheden van het fonds. Het is reëel om de uitvoeringsorganisatie te toetsen of zij de van te voren door het fondsbestuur vastgelegde 'performance-meetlat' ('benchmark') hebben gehaald of niet. Indien dat op significante wijze over een aantal jaren niet het geval is, zou men kunnen denken aan een ontoereikende prestatie door de uitvoeringsorganisatie.

Publicitair meer bekend is de jaarlijkse performancepublicatie over de gemiddelde prestaties van Nederlandse pensioenfondsen door The WM Company. Zij berekenen de gemiddelde performance van (in 1996) 225 pensioenfondsen, wat men het "WM Universum" noemt⁹. Het "WM Universum" is een achteraf gemiddelde, waarbij bovendien geen rekening wordt gehouden met de verschillen in strategische norm-portefeuilles op basis van een andere verplichtingenstructuur. Dit maakt dat het derhalve dan ook geen relevante meetlat ('benchmark') is van de performance van een individueel fonds¹⁰.

⁷ Mondiaal opererend bedrijf, met name gespecialiseerd in het meten en analyseren van de beleggingsperformance van pensioenfondsen. In Nederland marktleider op dit terrein met metingen van circa f 600 miljard (circa 85% van de totaal aan pensioenfondsbeleggingen) en circa 20% van alle pensioenfondsen als klant.

⁸ Onafhankelijke Stichting, die naast administratieve diensten ook de beleggingsperformance meet voor ruim 60 instellingen.

⁹ Exclusief PGGM en ABP, want die zouden het gewogen gemiddelde te sterk beïnvloeden.

¹⁰ Daarnaast kan één gemiddelde leiden tot onwenselijk 'kuddegedrag' en een niet-rationeel beleggingsgedrag. Denkbaar is dat de afweging om meer c.q. minder in aandelen te beleggen, minder geschiedt op basis van waarderingsniveau's en/of scenario-analyses, maar op basis van 'het kijken naar het collectieve marktgedrag'.

2.4 Techniek van performance-meting

2.4.1 *Rekening houden met stortingen en onttrekkingen*

Onder performance-meting wordt verstaan het bepalen van het beleggingsrendement over een gegeven periode bestaande uit directe opbrengsten en waardemutaties, uitgaande van reëel in de markt gehanteerde aan- en verkoopprijzen (actuele waarde). Het bepalen van het beleggingsrendement is, in het geval er géén tussentijdse onttrekkingen of stortingen hebben plaatsgevonden, eenvoudig. Het betreft dan de procentuele toename van de eindwaarde op actuele of marktwaarde ten opzichte van de beginwaarde op marktwaarde. Zodra er echter tussentijdse onttrekkingen of stortingen hebben plaatsgevonden - zoals bij pensioenuitvoerders ten gevolge van uitkeringen en premieontvangsten - is de berekening van het tijdsgewogen rendement enigszins gecompliceerder.

2.4.2 *Verskil diverse methoden op lange termijn gering*

Hoewel een exacte meting van rendement mogelijk is, worden in de praktijk **benaderingsmethoden** toegepast voor de bepaling van het behaalde rendement. Een exacte vaststelling van het behaalde rendement vereist zeer veel gegevens en berekeningen. Dit maakt dat er talloze benaderingsmethoden zijn met allemaal hun eigen keuze in de berekening en tijdvak waarover wordt gerekend.

De ervaring leert dat op termijn (vanaf 3 jaar) de resultaten van deze berekingsmethoden dicht bij elkaar liggen. Vandaar dat in het licht van de adviesopdracht niet te specifiek op de verschillen tussen de diverse berekeningsmethoden wordt ingegaan.

2.5 Het beoordelen van performanceresultaten

2.5.1 *Statistische aanpak vereist*

Beleggingsrendementen worden per tijdseenheid gemeten en deze waarnemingen zijn onderhevig aan toevallige fluctuaties, zoals bij steekproeven. In het geval van grote institutionele lange termijn-beleggers als pensioenuitvoerders gaat het om jaarlijkse rendementen. Een objectieve beoordeling van de performanceresultaten vereist een **statistische aanpak**, zoals dat ook gebruikelijk is bij kwaliteitscontroles van materialen en goederen. Belangrijk daarbij is aan te geven het betrouwbaarheidsniveau van de toets alsmede de achterliggende statistische veronderstellingen.

2.5.2 *Fondsspecifieke maatstaf noodzakelijk*

Elke beleggingscategorie (vastrentende waarden, aandelen) heeft eigen performancetekenen. Dit hangt samen met het beleggingsrisico. Het is bekend dat de rendementen van vastrentende waarden in de tijd minder fluctueren dan zakelijke beleggingen, zoals aandelen. Derhalve hanteert men in de beleggingspraktijk voor vastrentende beleggingen een kleinere marge van rendementsafwijking met de gestelde norm dan bij zakelijke beleggingen. Vandaar dat het van

belang is om *per fonds* de toegestane afwijking te bepalen voor de gehele portefeuille op basis van de weging in vastrentende waarden en overige beleggingen.

Gegeven de opzet om te komen tot meer marktwerking op het terrein van de beleggingen is een professionele vaststelling en uitvoering van het beleggingsbeleid wenselijk. Dat houdt in dat fondsen steeds meer op basis van marktontwikkelingen zullen trachten te komen tot een optimaal risico-/rendementsprofiel en derhalve tussentijds bewust zullen afwijken van de (rigide) norm-portefeuille. De toegestane afwijking moet derhalve de mogelijkheid bieden om substantieel te kunnen afwijken van de norm-portefeuille. Bij een te kleine toegestane afwijking is actief beheer niet langer uitvoerbaar, hetgeen niet leidt tot de gewenste marktwerking.

2.5.3 *Het meenemen van uitvoeringskosten*

Bij mondiale standaarden voor performance meting worden de *interne* uitvoeringskosten niet in de berekening betrokken. Echter, in samenspraak met de andere STAR-adviezen over de uitvoeringskosten is afgesproken dat de interne beleggingsuitvoeringskosten meegenomen dienen te worden in de dispensatiebeoordeling omtrent de beleggingsperformance. De argumentatie is dat op deze wijze kosten en opbrengsten bij elkaar beoordeeld worden; hogere beleggingsuitvoeringskosten zijn verdedigbaar als er hogere beleggingsopbrengsten tegenover staan. Deze kosten kunnen worden uitgedrukt in een rendementspercentage en dit percentage wordt meegenomen in de beoordeling van de toegestane afwijking.

3.. ADVIES

3.1 Afbakening

Concreet gaat het om:

1. het vaststellen van **praktisch hanteerbare en acceptabele performance-meting-standaarden** voor pensioenuitvoerders;
2. het vaststellen van **objectieve criteria voor een dispensatie-aanvraag** van werkgevers bij verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen, en;
3. het aangeven van de daartoe **benodigde informatievoorziening**.

Het advies van de sub-werkgroep is *niet* van toepassing voor herverzekerde BPF-en zonder een gesepareerd beleggingsdepot. Het argument is dat er feitelijk geen sprake is van een beleggingsportefeuille en derhalve beleggingsperformance. Uiteraard dienen dit type contracten wél te worden beoordeeld op bijvoorbeeld de premiehoogte in relatie tot de door de verzekeraar geboden pensioenregeling, hetgeen onderdeel is van een andere STAR sub-werkgroep adviezen.

Op verzoek van de Staatssecretaris is door de sub-werkgroep gekeken naar het bij de dispensatie betrekken van historische rendementen, alsmede een toets inzake de verplichte 'terugkomst' van een werkgever.

- Een objectieve performancebeoordeling op basis van historische rendementen acht de sub-werkgroep lastig in de praktijk te regelen. Niet voor alle pensioenuitvoerders is er destijds een duidelijk meetbare 'norm-portefeuille' vastgesteld waaraan de beleggingsprestaties alsnog kunnen worden beoordeeld.
- Het adviseren aangaande een procedure voor de verplichting van een werkgever om 'terug te keren' indien is gebleken dat de beleggingsprestaties ten opzichte van het BPF zijn verslechterd, acht de sub-werkgroep niet goed mogelijk. Met name aan de praktische relevantie wordt getwijfeld, onder andere omdat in een dergelijke situatie de werkgever tweemaal de kosten van overdracht zou moeten maken.

Tenslotte adviseert de sub-werkgroep een toetsingscommissie in te stellen, met als taken:

- in geval van een dispensatieaanvraag te toetsen of het pensioenfonds op een zorgvuldige en adequate wijze tot de vaststelling van een norm-portefeuille is gekomen (marginale toetsing),
- daar waar mogelijk te fungeren als vraagbaak om in de initiële fase (meet-)problemen te voorkomen, en
- te bezien of de voorgestelde procedures blijvend voldoen aan eisen als praktische hanteerbaarheid.

Op deze wijze wordt zoveel mogelijk de objectiviteit blijvend gewaarborgd.

3.2 Advies performance-meting standaarden

3.2.1 Acceptabele meetmethoden tot het jaar 2000

Over de meettechnieken en meetstandaarden is internationaal zorgvuldig nagedacht en recentelijk ook door de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA)¹¹. Steeds zullen door vernieuwde inzichten er verfijningen zijn, vaak ingegeven door de ontwikkelingen in de Anglosaksische landen. Vandaar het voorstel om vooralsnog de meest gangbare en meest verbreide meettechnieken de eerstkomende jaren te accepteren. Dit zijn momenteel de methoden zoals onder andere gehanteerd door The WM Company en Stichting Performance. Dit maakt zaken praktisch, hanteerbaar en direct toepasbaar. Uiteraard zijn er opmerkingen te maken over een dergelijke pragmatische aanpak, maar de opdracht is óók om snel te komen tot praktisch te implementeren regels voor het aanvragen van dispensatie.

Naar het oordeel van de sub-werkgroep is de minimale eis het jaarlijks vaststellen van een tijdsgewogen totaalrendement ("time weighted total rate of return") op basis van actuele waarde. Dit betreft het totaalrendement inclusief transactiekosten of kosten van extern beheer, maar exclusief de eigen uitvoeringskosten¹². Hiermee wordt globaal voldaan aan internationale richtlijnen.

3.2.2 Aanbevolen meetmethoden vanaf het jaar 2000

Aanbevolen wordt om vanaf het jaar 2000 - daar waar mogelijk - de performance standaarden (meting en publicatie) te hanteren zoals bijvoorbeeld opgesteld door de Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA). Bij het opstellen van deze standaarden zijn vrijwel alle pensioenuitvoerders betrokken en het is redelijk te veronderstellen dat vanaf het jaar 2000 verreweg de performance-metingen bij meeste fondsen reeds aan deze normen zullen voldoen. De meest in het oog springende extra eis is dat de performanceberekeningen minimaal gebaseerd worden op basis van kwartaalcijfers.

3.3 Criteria voor een dispensatie-aanvraag voor verplichtgestelde BPF-en

3.3.1 Uitgangspunten

Objectiviteit in de beoordeling van de beleggingsperformance kan alleen worden bereikt als bij een dispensatie-aanvraag van een werkgever rekening wordt gehouden met de uitgangssituatie (o.a. verplichtingenstructuur), die voor elk fonds anders is. Overeenkomstig de opdracht gaat het om de totale fondsperformance en niet over de performance op diverse beleggingscategorieën afzonderlijk.

¹¹ Voor een uitgebreide beschrijving zie "VBA Performance Presentatie Standaarden".

¹² Op de interne uitvoeringskosten wordt later op teruggekomen.

Vandaar dat de sub-werkgroep voorstelt de volgende twee aspecten van de beleggingen te toetsen:

- beleid:** is door het BPF adequaat een norm-portefeuille gekozen gericht op een lage en stabiele premie onder de randvoorwaarde van een geringe kans op onderdekking;
- uitvoering:** is het behaalde rendement voldoende ten opzichte van het rendement van de gekozen norm-portefeuille.

3.3.2 Toets voor het beleggingsbeleid

De sub-werkgroep adviseert een viertal kwalitatieve criteria waaraan de vaststelling van het beleggingsbeleid, dat wil zeggen de asset mix respectievelijk norm-portefeuille, moet voldoen.

- 1) Uit de financiële projecties zal moeten blijken dat de beoogde verdeling tussen zakelijke en vastrentende waarden (asset mix) over een lange termijn leidt tot een laag en ook stabiel premieverloop¹³ bij een geringe kans op onderdekking¹⁴.
- 2) De financiële projecties zijn gebaseerd op prudente, onderling consistente veronderstellingen, waarbij uitgegaan wordt van het gangbare beleid ten aanzien van indexatie¹⁵.
- 3) De optimaal geachte asset mix is getest op robuustheid onder extreme veronderstellingen ("stresstest").
- 4) De norm-portefeuille dient te zijn (i) in lijn met genoemde asset mix, en (ii) vastgesteld voorafgaand aan het beleggingsjaar.

Teneinde de totstandkoming en de inhoud van het beleggingsbeleid in de praktijk te kunnen toetsen, stelt de sub-werkgroep voor dat er een verplichting komt om de (jaarlijks vooraf) vastgestelde norm-portefeuille (met 'benchmarks'), voorzien van een korte toelichting¹⁶, te publiceren, bijvoorbeeld via een passage in het Jaarverslag¹⁷.

¹³ Voor een aantal verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen geldt, dat sterk fluctuerende premies voor de deelnemende ondernemingen grote problemen kunnen opleveren. Vandaar dat het van belang is dat een optimum wordt nagestreefd dat, afhankelijk van de karakteristieken van het desbetreffende pensioenfonds en van de bedrijfstak, zal liggen tussen enerzijds de laagst mogelijk op lange termijn te bereiken premie waarbij in de tijd sterke premie-fluctuaties moeten worden geaccepteerd en anderzijds een in de tijd stabiel premieverloop welke echter gepaard zal gaan met een structureel iets hoger premieniveau.

¹⁴ In de praktijk hanteert men vaak het criterium 'maximaal kans op 5% onderdekking'.

¹⁵ Vaak is indexatie reglementair jaarlijks optioneel.

¹⁶ Toelichting op de modelveronderstellingen en beoogde pensioen-, premie-, en financieringsbeleid.

De sub-werkgroep stelt ten slotte voor dat een onafhankelijke toetsingscommissie wordt ingesteld welke tot taak krijgt in voorkomende gevallen dispensatieverzoeken van werkgevers inzake het beleggingsbeleid van een verplicht gesteld BPF te beoordelen. De sub-werkgroep kiest hierbij nadrukkelijk voor een marginale toetsing, omdat de gekozen criteria zich niet lenen voor een inhoudelijke toetsing. In feite zal de toetsingscommissie nagaan of het BPF, gegeven de verplichtingenstructuur van het fonds, op een zorgvuldige en prudente wijze gekomen is tot de vaststelling van het beleggingsbeleid en ook heeft voldaan aan de formele vereisten van externe toetsbaarheid (publicatie van de norm-portefeuille met korte toelichting).

3.3.3 Toets voor de uitvoeringsperformance

Gegeven het beleggingsbeleid (norm-portefeuille) is een objectieve toetsing van de uitvoering eenvoudig via een kwantitatieve toets te realiseren. Pensioenverplichtingen zijn lange termijn-verplichtingen en derhalve is een lange termijn-beleggingsbeleid gewenst. In dat kader past een beoordeling over meerdere jaren. De sub-werkgroep adviseert uit te gaan van een 5-jaarsperiode, oftewel een beoordeling na 5 rendementswaarnemingen.

Zoals aangegeven in het vorige hoofdstuk, is het van belang dat de performance-toets rekening houdt met de:

- a) beleggingsmogelijkheden van het fonds;
 - b) het vereiste betrouwbaarheidsniveau;
 - c) achterliggende statistische veronderstellingen;
 - d) interne uitvoeringskosten inzake de beleggingen.
- ad a) Dit betreft met name de procentuele verdeling tussen de vastrentende waarden en zakelijke waarden, hetgeen eenvoudig uit de norm-portefeuille kan worden afgeleid.
- ad b) De sub-werkgroep adviseert uit te gaan van een toets die met 90% betrouwbaarheid aangeeft dat er sprake is van een minder dan goede beleggingsprestatie door de uitvoeringsorganisatie. Enerzijds moet zoveel mogelijk worden vermeden dat dispensatie ten onrechte moet worden verleend, anderzijds vereist de marktwerking dat op basis van een redelijke mate van zekerheid een keuze tot dispensatie kan worden gemaakt.
- ad c) Om te komen tot een advies, heeft de sub-werkgroep gekeken naar performancegegevens over de periode 1992-1996 van Nederlandse pensioenfondsen¹⁸. Hieruit is voor vastrentende waarden beleggingen afgeleid dat over deze 5-jaarstermijn 90% van de fondsrendementen minder afweken dan 0,8 procentpunt van het gemiddelde. Voor aandelenbeleg-

¹⁷ Uiteraard dient uit de notulen te blijken dat de gepubliceerde norm-portefeuille en bijbehorende herbeleggingsindices inderdaad *van te voren* door het fondsbestuur zijn vastgesteld.

¹⁸ Bron: 'Jaar Overzicht 1996 - Nederland', The WM Company.

gingen - als benadering voor zakelijke waarden beleggingen - bedroeg dit 3,3 procentpunt.

- ad d) Zoals aangegeven in het vorige hoofdstuk, is het wenselijk om de interne beleggingsuitvoeringskosten in de toetsing te betrekken. Dit kan eenvoudig door deze kosten uit te drukken als een percentage van het vermogen op actuele basis.

In Bijlage B zijn nadere werkinstructies aangegeven.

Ter illustratie een vereenvoudigd voorbeeld zonder rekening te houden met de beleggingsuitvoeringskosten. Stel een pensioenfonds heeft 60% belegd in vastrentende waarden en 40% in zakelijke waarden. Conform het advies is een dispensatie-aanvraag billijk indien (bij benadering) de behaalde jaarperformance over een 5-jaarsperiode gemiddeld circa $0,6 * 0,8\% + 0,4 * 3,3\% = 1,8\%$ lager is dan het rendement van de strategische norm-portefeuille.

Om resultaten op relatief korte termijn beschikbaar te hebben, zou eerst kunnen worden uitgegaan van een eerste meetperiode van 3 jaar (1998-2000), daarna 4 jaar (1998-2001) en daarna steeds voortschrijdende 5-jaarsperioden.

In het kader van de dispensatie adviseert de sub-werkgroep voor de relevante pensioenfondsen jaarlijks de behaalde performance publiceren, waarbij het behaalde rendement nader wordt geanalyseerd uitgaande van de beleidsdoelstelling, namelijk het rendement van de norm-portefeuille¹⁹.

3.3.4 Marktwerking en benodigde informatievoorziening

Voor de marktwerking is vanwege transparantie de publicatie van de performanceresultaten door alle pensioenuitvoerders wenselijk, bij voorkeur uitgesplitst naar beleggingscategorieën.

De sub-werkgroep is zich ervan bewust dat bovenstaande advies aangaande de toetsing van een dispensatie-aanvraag eenvoudig van aard is. Zo is bijvoorbeeld niet expliciet rekening gehouden met correlaties tussen beleggingsrendementen onderling en het risico aspect. Echter, het voordeel is een directe toepasbaarheid door in principe alle marktpartijen. Derhalve zijn de sub-werkgroepleden de overtuiging toegedaan dat de beschreven methodiek in hoofdlijnen beantwoordt aan de gestelde opdracht.

¹⁹ Vergelijk dit met de actuariële analyse die pensioenfondsen rapporteren inzake de ontwikkeling van de verplichtingen.

A. SAMENSTELLING SUB-WERKGROEP MBP

Samenstelling Sub-werkgroep Meting Beleggingsperformance (MBP)

Namens de Werkgroep Pensioenen:

- * de heer drs. M. Kastelein (voorzitter) (CNV)
- * de heer drs. C.J. van Rees (VNO-NCW)

Namens OPF:

- * de heer A. Luijer RA (Philips Pensioenfonds)

Namens het Verbond van Verzekeraars:

- * de heer drs. J. van Eeghen (ING)

Namens de VB:

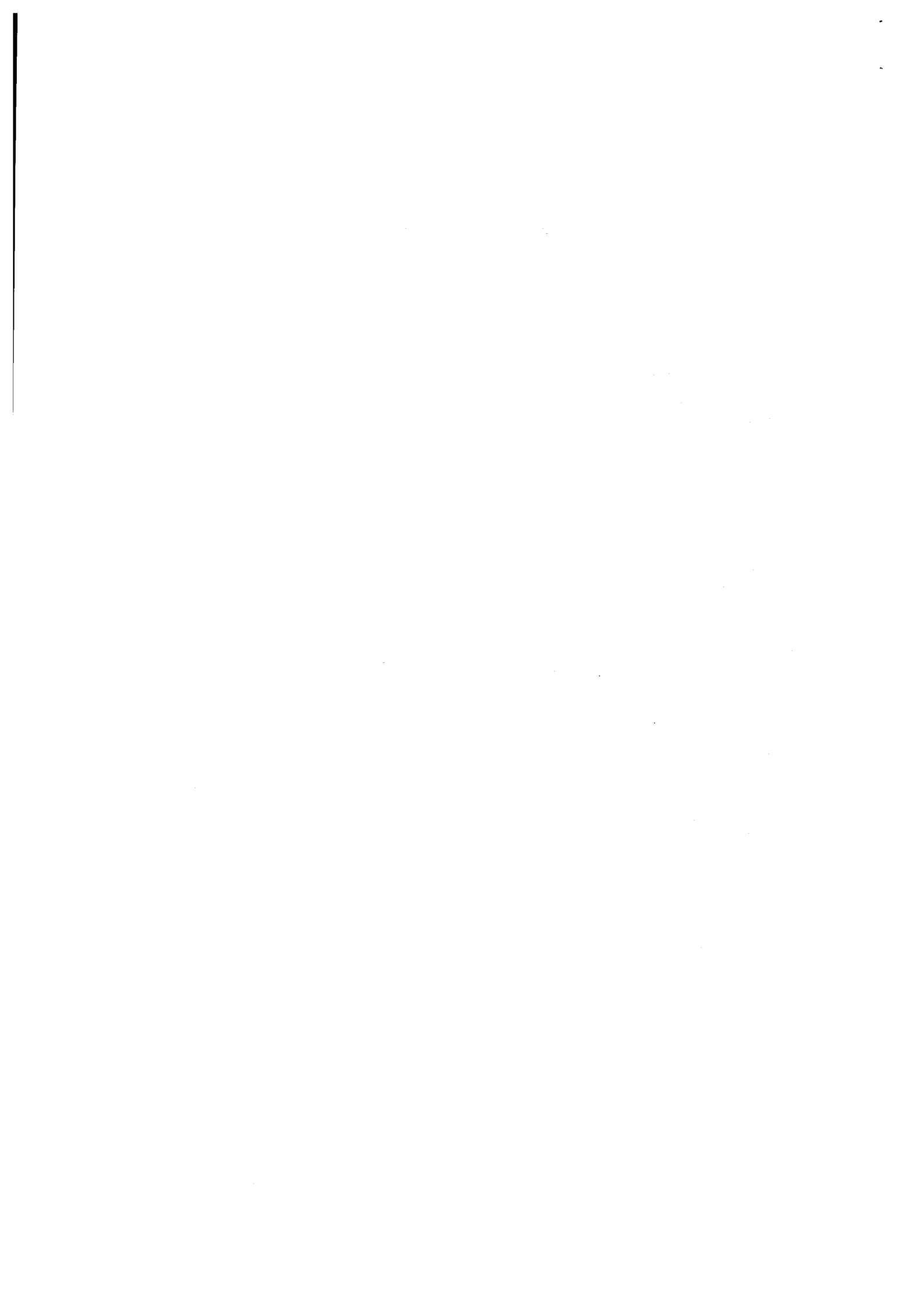
- * de heer drs. R.W.C. van den Brink RBA AAG (Mn Services)

Waarnemer Ministerie SZW:

- * de heer drs. W.C.M. Vinken

Secretariaat:

- * de heer drs. W.J. Kroes (Stichting van de Arbeid)
- * mevrouw C.M.F. Grim (Stichting van de Arbeid)



B. WERKINSTRUCTIES PERFORMANCETOETS

B.1 Instructies

1. Het **fondsbestuur** definieert jaarlijks voorafgaand aan het komende beleggingsjaar een norm-portefeuille, bestaande uit een landen- en beleggingscategorieënweging-compositie van een aantal herbeleggingsindices. De herbeleggingsindices dienen breed samengesteld, belegbaar en onafhankelijk jaarlijks berekend en gepubliceerd te zijn. Voor beleggingen waarvoor geen representatieve herbeleggingsindex bestaat of van toepassing is, dient men een representatieve en lokale rentemarktindex te gebruiken vermeerderd met een opslag van 1 procentpunt²⁰.
2. Vanuit de norm-portefeuille worden jaarlijks twee percentages bepaald:
 $a_j\%$ vastrentende waarden inclusief kasbeleggingen
 $b_j\%$ overige (zakelijke) beleggingen
 waarbij geldt: $a_j\% + b_j\% = 100\%$ ²¹.
3. Hieruit wordt ieder jaar de geldende maat voor de rendementsspreiding bepaald volgens de formule: $\epsilon_j = [a_j\% * 0,6\% + b_j\% * 2,6\%]$ (j is het jaar).
4. Per jaar wordt de fondsperformance R_j^f bepaald alsmede het berekende rendement van de norm-portefeuille R_j^b (gemeten op basis van dezelfde methodiek).
5. Daarnaast worden de interne beleggingsuitvoeringskosten k_j bepaald en uitgedrukt in een percentage van het gemiddelde van het begin- en eindvermogen op actuele basis.
6. Het verschil in rendement wordt gecorrigeerd voor (i) de beleggingsuitvoeringskosten, en (ii) voor de verdeling over de vastrentende en zakelijke waarden. Daartoe berekent men z_j volgens de formule:

$$z_j = \frac{R_j^f - R_j^b - k_j}{\epsilon_j}$$

²⁰ Bijvoorbeeld voor een specifieke onroerend goed-belegging.

²¹ Daar waar sprake is van percentages, dient men te werken met één cijfer achter de komma.

7. Op basis hiervan toetst men of over de afgelopen 5 jaar geldt dat:

$$\frac{z_{j-5} + z_{j-4} + z_{j-3} + z_{j-2} + z_{j-1}}{\sqrt{5}} \geq -1,28 \quad (90\% \text{ betrouwbaarheidstoets})^{22}$$

Om de eerste resultaten op relatief korte termijn beschikbaar te hebben, zou eerst kunnen worden uitgegaan van de eerste meetperiode van 3 jaar (1998-2000), daarna 4 jaar (1998-2001) en daarna steeds voortschrijdende 5-jaarsperioden.

8. Concreet toetst men in 2001:

$$\frac{z_{1998} + z_{1999} + z_{2000}}{\sqrt{3}} \geq -1,28 \quad (90\% \text{ betrouwbaarheidstoets})$$

9. Concreet toetst men in 2002:

$$\frac{z_{1998} + z_{1999} + z_{2000} + z_{2001}}{\sqrt{4}} \geq -1,28 \quad (90\% \text{ betrouwbaarheidstoets})$$

B.2 Toelichting

In de onderstaande tabel zijn performancegegevens weergegeven over de periode 1992-1996 van Nederlandse pensioenfondsen, zoals berekend door The WM Company. In het bijzonder zijn aangegeven de rendementsgrenzen voor de 5% beste fondsen respectievelijk de 95% beste fondsen.

1992-1996 Spreiding van Pensioenfondsrendementen

	5-jaarsperformance op jaarbasis			Verschil	Standaarddeviatie
	5de	gemiddeld	95ste	5de-95ste	5-jaarsperiode
Vastrentende waarden	11,7	10,3	9,7	2,0	0,6
Aandelen	21,4	15,7	12,9	8,5	2,6

Uit de tabel is duidelijk waarneembaar dat de rendementsspreiding sterk verschilt tussen de beleggingscategorieën vastrentende waarden en aandelen. Uitgaande

²² Door de som van de 5 waarnemingen z_i te delen door $\sqrt{5}$ ($\approx 2,24$) wordt de te toetsen grootheid standaard normaal verdeeld. Voor deze verdeling ligt het 90% toetsingsniveau bij $\pm 1,28$.

van een Normale verdeling, is eenvoudig (ruwweg) af te leiden wat een redelijke standaarddeviatie is voor de waargenomen variatie in 5-jaarsrendementen. Het verschil tussen het 5de en 95ste percentiel komt volgens de statistiek overeen met $2 * 1,64$ maal de gezochte standaarddeviatie.

Op basis van de geschatte standaarddeviatie kan worden afgeleid in hoeverre men met circa 90% betrouwbaarheid kan spreken van een ontoereikende beleggingsprestatie. De toegestane afwijking voor het 5-jaarsrendement is volgens de theorie 1,28 maal de standaarddeviatie. Dit komt voor de vastrentende waarden beleggingen uit op $0,6 * 1,28 = 0,8$ procentpunt en voor aandelenbeleggingen op $2,6 * 1,28 = 3,3$ procentpunt.

