Prestatiemeting, marktwwaarden en balanspresentatie bij pensioenfondsen

Dr. J.H.W. Goslings

THEMA

Jaarlijks worden de beleggingsresultaten van pensioenfondsen openbaar maakt. Dit gebeurt door een in prestatiemeting gespecialiseerde organisatie, WM Company, die de actuele waarde-ontwikkeling van de portefeuilles van een groot aantal Nederlandse pensioenfondsen registreert. Onderdeel van het proces is een vergelijking van individuele fondsen met het gemiddelde.¹ Regelmatig geeft deze informatie publiekelijk aanleiding tot suggestieve en onjuiste conclusies of zelfs ruzie tussen pensioenfondsen. Omdat zoveel van ons Nederlandse spaargeld door pensioenfondsen beheerd wordt en zoveel van de beleggingsresultaten afhankelijk zijn, lijkt het mij nuttig kort de principes van prestatiemeting en balanswaardering tegenover elkaar te zetten. Hierbij zal ik laten zien dat waardering met als doel prestatiemeting en waardering met als doel balanspresentatie andere vereisten kent en dat de vergelijking van beleggingsresultaten zoals door WM Company gedaan tot nietszeggende uitkomsten leidt.

Prestatiemeting

Prestatiemeting is een fase in het beleggingsproces. Dit proces bestaat uit de volgende fasen: vaststelling van de allocatie over beleggingscategorieën, de keuze actief/passief beleid, uitvoering van actief beleid en de prestatiemeting. Allocatie bepaalt de lange-termijnpobbrengstkenmerken

in termen van rendement en risico, rekening houdend met correlaties. Deze allocatie is in feite de weging van goed gedefinieerde universa in de portefeuille. Met Frijns (1990) liet ik zien dat er een relatie bestaat tussen allocatie, premieniveau, premiesystemen en dekkingsgraad. De keuze actief of passief beleggen is minder triviaal dan veel wordt gedacht. Nog steeds en onveranderd is er overweldigend bewijs dat actief beleggen gemiddeld slechter scoort dan passief beleggen. Het eerste onderzoek is van Jensen (1968) die mutual funds onderzocht. Belangrijk vervolgonderzoek is van Brinson, Hood en Beebower (1986) die de allocatie en aandelenselectie van pensioenfondsen onderzochten. Ten slotte geven Lakonishok, Shleifer and Vishny (1992) een analyse van een grote doorsnede van Amerikaanse vermogensbeheerders. Niet alleen is de gemiddelde prestatie negatief, ook is er heel weinig verband tussen prestaties in opeenvolgende perioden.

De passieve belegger blijft onveranderlijk op de gekozen allocatie zitten. Deze gekozen allocatie vormt ook het ijkpunt, de benchmark, waar tegenover de resultaten van actief beleid worden afgezet. Bij actief beleggen wijkt men tijdelijk van die benchmark af om winst te creëren door ondergewaardeerde activa te kopen en overgewaardeerde te verkopen. Op een aantal detailstappen van dit actieve beleggen en de bijpassende prestatiemeting ga ik hier niet in.² Ieder element van het beslisproces kan doorgemeten worden, zodat bijsturing van het beleggingsproces mogelijk wordt. Deze technieken worden in Nederland zeer sporadisch toegepast.

Actief beleid bestaat dus uit tijdelijke afwijkingen van de benchmark. Wijkt men gemiddeld af

Dr. J.H.W. Goslings was lid van de Raad van Bestuur van Centraal Beheer en de hoofddirectie van het Abp. Hij was als hoogleraar verbonden aan de Erasmus Universiteit en de Rijksuniversiteit Limburg. Hij is thans actief als consultant en vervult een aantal bestuurlijke en toezichtsfuncties.

dan ontstaan twee problemen. Ten eerste houdt men zich niet aan de eerdere keuze, gemaakt op basis van opbrengstkenmerken en ten tweede is de benchmark niet meer de goede om mee te vergelijken. Meer algemeen geldt: de goede benchmark is gelijk aan de gemiddelde portefeuille over de meetperiode.³ De stijl-analyse van Sharpe (1992), ook gebruikt door Van Bussel e.a. (1994) maakt van deze regel gebruik. Zij doen dat impliciet door met regressie de gemiddelde weging over de meetperiode vast te stellen. Methodologisch betekent dit dat ieder pensioenfonds een eigen benchmark heeft tenzij, toevallig, de allocatie van fondsen gelijk is.

Bij passief beleggen is prestatie meting niet aan de orde. Men belegt volgens de gekozen allocatie en er komt uit wat gekozen is. Bij actief beleggen is de vraag van prestatie meting wel opportuun. Men is immers bewust tijdelijk afgeweken van de benchmark. Met modellen voor over- en onderwaardering poogt men die gevallen, waarin een post met een tijdelijk andere allocatie beter gescoord wordt, te voorspellen.

Prestatie meting vindt plaats door het trekken van een steekproef. Iedere meting is een element uit die steekproef. Door die metingen samen te voegen krijgen we een kansverdeling. De meting behelst niets anders dan het waarnemen van het verschil tussen uitkomst en benchmark. De meting kan alleen geschieden door de marktwaarde van de actieve portefeuille met de benchmark te vergelijken. Als er voldoende waarnemingen zijn kunnen we misschien iets zeggen over de prestatie. De vraag is of het gemiddelde significant groter of kleiner dan nul is. In feite is het een toets op het gemiddelde, waarvoor een t-toets gebruikt wordt.⁴ De ervaring leert dat een groot aantal waarnemingen en een lange periode nodig is om iets zinvol over de prestatie te kunnen zeggen. Afhankelijk van een aantal variabelen is die periode vrijwel steeds langer dan vijf jaar. Merk ook op dat prestatie meting gaat om de afwijking ten opzichte van de benchmark. Welk resultaat de benchmark levert is niet beïnvloedbaar en daarom voor dit doel niet relevant.

We kunnen nu deze uitgangspunten tegenover de aangehaalde praktijk, zoals geïmplementeerd door WM Company, stellen. In de eerste plaats worden prestaties van pensioenfondsen getoond op basis

van een jaarlijkse waarneming ten opzichte van het gemiddelde van alle pensioenfondsen.⁵ Hier ontstaan twee problemen. Aangezien pensioenfondsen verschillende gemiddelde allocaties of benchmarks hebben, is de uitkomst nietszeggend omdat de vergelijking onjuist is. Daarbij komt dat uitkomsten nu juist heel gevoelig zijn voor benchmark-definitie. Ten tweede worden eenvoudige of slechts een gering aantal waarnemingen gebruikt. Daar kunnen we niets mee. We moeten de kansverdeling kennen en zien of we statistische verantwoorde conclusies kunnen trekken. Verwarrend is daarbij dat ook absolute rendementen gebaseerd op marktwaarde getoond worden. Met prestaties heeft dat niets te maken, want deze rendementen zijn niet te beïnvloeden. Erger is dat de suggestie ontstaat dat winsten of verliezen gemaakt zijn terwijl dat geenszins het geval is, zoals uit de volgende paragraaf blijkt.

Balanspresentatie

Niemand zal ontkennen dat marktwaarde een zinvol begrip is. We hebben het nodig als tussenstap bij prestatie meting en voor onze beleggingsbeslissingen. De vraag is of marktwaarde ook zinvol is voor de waardering van activa in de balans van een pensioenfonds. Actief- en passiefzijde bestaan in feite uit te verdisconteren toekomstige kasstromen. Aan de actief-zijde is er geen probleem. We kunnen alle kasstromen verdisconteren met passende discontovoeten en als we het zelf niet weten is er een markt. Onroerend goed is hier een uitzondering. Voor proponenten van taxatiewaarde mag het tot relativisering strekken dat in Engeland blijkt dat de slechts in 70% van de gevallen bij verkoop blijkt dat de verkoopprijs binnen een bandbreedte van 20% rond de taxatie waarde valt.

Het probleem ontstaat bij de verplichtingen. De kasstromen zijn niet gedetermineerd. Ze zijn afhankelijk van inflatie en reële loonontwikkeling. Beide zijn in hoge mate onvoorspelbaar. Bij inflatie is zelfs sprake van een onstabiel proces. Er is dan ook geen marktwaarde te bepalen en er is geen markt voor dit soort verplichtingen.⁶ Inflatiebescherming is onmogelijk bij afwezigheid van indexeringen, Frijs & Goslings (1989). Bij de waardering kunnen we nu twee kanten op. De eerste, gekozen in de Verenigde Staten en vastgelegd in FASB 87 (1985), is die van een hypotheti-

sche marktwaarde. Verwachtingen voor inflatie en reële loongroei worden gebruikt om de uitgaande kasstromen te projecteren. Deze kasstromen worden dan contant gemaakt met het onder dezelfde veronderstellingen verwachte rendement op de activa. Theoretisch is er evenwichtig in de waardering van activa en passiva. De kosten hiervan zijn wel groot. Het systeem is vatbaar voor manipulatie omdat het geheel op veronderstellingen gebaseerd is, waarbij een kleine verandering in de veronderstelling een grote invloed heeft. Dat geldt met name voor veranderingen van de impliciete reële rente.

Nederland heeft gekozen voor een pragmatische oplossing. We verdisconteren de verplichtingen met 4% en gebruiken de overrente om de back service te financieren. Is dat niet genoeg of blijft er te veel over dan wordt de premie aangepast. In feite kiezen we voor een voorzichtige boekwaarde bij afwezigheid van marktwaarde. Worden in dit systeem nu de activa tegen marktwaarde gewaardeerd, en ik denk met name aan vastrentende activa, dan ontstaat er een onevenwichtigheid.⁷ Marktwaarde en boekwaarde worden in een balans gecombineerd. Er ontstaan dan verschillen in waarde die doorwerken in de dekkingsgraad, terwijl er aan de onderliggende kasstromen niets veranderd is. Er wordt bij stijgende rente de suggestie gewekt dat pensioenfondsen geld verloren hebben en dat hun vermogenspositie verslechtert, terwijl dat geenszins het geval is. Nemen we de vastrentende activa en zetten daar tegenover dezelfde kasstromen uit de verplichtingen dan blijft de waarde exact aan elkaar gelijk, ook tegen marktwaarde.

Roep nu de krantekoppen voor de geest als: 'Pensioenfondsen hebben miljarden verloren'. Ze hebben niets verloren. De marktwaarde als juist waardebegrip is in een foute en onevenwichtige context geplaatst. De waarde is wel afgenomen maar de verplichtingen ook. Gezien de maatschappelijke betekenis van beleggingen van pensioenfondsen en hun solvabiliteit zou een evenwichtiger presentatie gewenst zijn.

Besluit

Overzien we het terrein dan blijkt er wel degelijk relevante informatie te geven te zijn over de beleggingsprestaties en de balanspositie van pensioenfondsen. Uit het voorgaande is het

volgende af te leiden:

- Maak onderscheid tussen prestatiemeting en balanspresentatie.
- Ga voor prestatiemeting uit van beschikbare technologie zoals die ook in de LIFE-index, Van Bussel e.a. (1994), is toegepast. Onderken hierbij het feit dat benchmarks per definitie specifiek zijn en prestaties een statistische interpretatie vergen. De LIFE-index schat door regressie de gemiddelde weging van activa-klassen en bepaalt zo de specifieke benchmark. Vervolgens wordt een statistische toets (t-toets) op significantie van het resultaat gedaan. De index komt tot stand door de verschillende aspecten van deze analyse te wegen.
- Laat de ontwikkeling van de dekkingsgraad zien gebaseerd op de goede, evenwichtige, waarderingsgrondslagen en maak duidelijk dat deze ontwikkeling grotendeels bepaald wordt door de onbeïnvloedbare factoren inflatie en loonstijging en slechts in beperkte mate door waardeveranderingen van beleggingen.
- Probeer een verband te leggen tussen de kosten van pensioenregelingen, gemiddelde premie, en lange termijn strategische beslissingen over de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

LITERATUUR

- Brinson, G.P., L.R. Hood en G.L. Beebower, (1986), 'Determinants of portfolio return', *Financial Analyst Journal*, July-August.
- Bussel, A. van, J.W. Goslings, C.G. Koedijk, P.C. Schotman en B. van Tuel, (1994), De LIFE index voor beleggingsrendement, *ESB* 3969.
- Frijns, J.M.G. en J.H.W. Goslings, (1989), 'Matching voor het Pensioenbedrijf', *ESB*, 6 september, pp. 868-871.
- Frijns, J.M.G. en J.H.W. Goslings, (1990), 'Premiesystemen en Beleggingssamenstelling', *ESB*, 5 december, pp. 1168-1172.
- Jensen, M.C., (1968), 'The performance of mutual funds in the period 1945-1964', *Journal of Finance*.
- Lakonishok, J., A. Shleifer and R.W. Vishny, (1992), 'The structure and performance of the money management industry', *Brookings papers on economic activity*.
- Sharpe, W.F., (1992), 'Asset allocation: management style and performance measurement', *Journal of Portfolio Management*.

NOTEN

1 In de volgende analyse ga ik niet in op de problemen rond onroerend goed. Beschikbaar cijfermateriaal is te onbetrouwbaar om op basis daarvan enige uitspraak te doen. In Nederland is nu het gelukkige initiatief genomen om een eigen index voor binnenlands onroerend goed te creëren, de ROZ-index.

2 Voor een gedetailleerdere uitwerking zie J.H.W. Goslings en E.E. van Laer 'Outperformance en tactical asset allocation', in VBA-Journaal, juli 1995 of in de afscheidsbundel van Prof. Dr. L. Traas, 'De controller gepromoveerd', 1995: J.H.W. Goslings 'Prestatiemeting van vermogensbeheerders en portefeuille-constructie'.

3 Er is een heel eenvoudige redenering om duidelijk te maken dat dit waar is. Een afwijking tussen benchmark en portefeuille over één meetperiode is een éénmalige beslissing c.q. waarneming en daar kunnen we nooit een conclusie aan verbinden.

4 Dit proces van prestatiemeting vindt zijn parallel in kwaliteitscontrole bij productieprocessen.

5 Het gebruik om met een universum te vergelijken stamt uit de Verenigde Staten. Het gaat dan om nationale beleggingen in aandelen. Omdat beleggingen in een redelijk homogene markt plaatsvinden zijn de gemaakte fouten, als het gaat om een ruwe beoordeling, meestal niet onoverkomelijk.

6 De vraag is dan wat een dekkingsgraad voor een pensioenfonds betekent. Het antwoord is weinig. Solvabiliteit heeft veeleer te maken met continuïteit. Aspecten van continuïteit zijn de verhouding actieven/slapers in de portefeuille en de kracht van de sponsor.

7 Het inzicht begint te ontstaan, mede door eisen van de Verzekeringskamer, dat marktwaarde voor aandelen een te vergankelijk begrip is, achterhaald op het moment dat de inkt nog niet droog is. Het aanhouden van reserves, of buffers, kan gezien worden als benadering of equivalent van boekwaarde ten opzichte van marktwaarde bij vastrentende beleggingen.