



Toets onder de loep

Auteur(s):

Jadnanansing, A.

De auteur is werkzaam bij het Centraal Beleidsactuarieaat van PGGM.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4319, pagina 600, 27 juli 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

pensioenen

Marktwerking bij bedrijfstakpensioenfondsen leidt niet tot efficiënte vergelijking van de beleggingsprestaties. Debet hieraan is de vormgeving van de prestatietoets.

Marktwerking is de laatste jaren een steeds voornamere rol gaan spelen in het maatschappelijk debat. Zo ook op het gebied van pensioenen en het verplicht stellen van deelname in bedrijfstakpensioenfondsen (bpf-en). Indien sociale partners in een bedrijfstak opteren voor een verplicht gesteld bpf, zijn de bedrijven en instellingen die werkzaam zijn in die bedrijfstak, verplicht de pensioentoezeggingen daar onder te brengen. De verplichtstelling heeft er toe bijgedragen dat in bedrijfs-takken met veel verschillende ondernemingen, ongeacht verschillen in de leeftijdsopbouw van het personeelsbestand en de aanwezigheid van goede en minder goede risico's, adequate pensioenregelingen tot stand zijn gebracht.

Marktwerking

In 1994 is de Stichting van de Arbeid (STAR) door het kabinet gevraagd naar haar visie op de vrije concurrentie in de pensioensector en, in dat kader, de verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds. De STAR heeft een analyse gemaakt van de marktwerking. Hierbij gold als uitgangspunt dat marktwerking de mate van vrije concurrentie op de markt voor het arbeidspensioen behelst. Reeds in een vroeg stadium concludeerde de STAR dat voor het arbeidspensioen collectiviteit, solidariteit, draagvlak en continuïteit onmisbare pijlers zijn ¹. In het kader van gewenste voorkoming van zogeheten witte vlekken zou de verplichtstelling een nagenoeg onmisbaar instrument zijn en moeten blijven ².

Marktwerking kan verbeteren...

De STAR richtte zich na deze conclusies met name op de vraag of de marktwerking moest worden verbeterd. De verplichtstelling was immers vrijwillig? Het kabinet was al een stap verder en was geïnteresseerd in hoe de marktwerking verbeterd zou kunnen worden. Het verzocht om concrete uitwerking. De STAR-rapporten *Advies verzekeringstechnische aangelegenheden* en *Advies meting beleggingsperformance* gaven deze.

De STAR concludeerde dat verplichtstelling de marktwerking bij het functioneren van bedrijfstakpensioenfondsen nagenoeg uitschakelt. Met als kanttekening dat een verplichtstelling alleen wordt afgegeven als en nadat een voldoende representatieve vertegenwoordiging van werkgevers en werknemers in een bedrijfstak om die verplichtstelling heeft verzocht en zolang niet wordt verzocht die verplichtstelling in te trekken. De verplichtstelling is dus op basis van vrijwilligheid. Vervolgens oordeelde de STAR dat de marktwerking kan worden vergroot door de mogelijkheden van dispensatie te verruimen. De STAR oordeelde dat het mogelijk zou moeten worden dat een onderneming die op grond van objectieve gronden om dispensatie van de verplichtstelling verzoekt, deze verkrijgt indien vaststaat dat het bpf op het geheel van beleggingsprestatie, uitvoeringskosten en kwaliteit van de dienstverlening ten opzichte van de gemiddelde prestatie jarenlang substantieel minder scoort dan andere uitvoeringsorganen van collectieve pensioenregelingen.

...maar transparantie is vereist

De Vrijstellingsregeling die in 1998 in de Wet betreffende verplichte deelneming in een bedrijfs-takpensioenfonds werd opgenomen, is grotendeels gebaseerd op het advies van de STAR. De STAR had hierbij echter de beschikbaarheid van een adequaat systeem van prestatievergelijking op beleggingsrendementen, uitvoeringskosten en kwaliteit van de dienstverlening als noodzakelijke voorwaarde gesteld. Verbeterde marktwerking vraagt tevens om transparantie. Daarom zouden naast bpf-en ook andere pensioenuitvoerders zich ten opzichte van de prestatie maatstaven moeten verantwoorden. Hierdoor zou de pensioensector een stuk inzichtelijker worden. De sancties zouden echter uitsluitend voor bpf-en moeten gelden. Uiteindelijk is alleen voor de beleggingsprestatie en dan ook nog alleen voor de verplicht gestelde bpf-en een systeem van prestatievergelijking ontwikkeld. Deze vergelijking is opgenomen in de vrijstellingsregeling van de wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds. De dispensatie vanwege uitvoeringskosten en kwaliteit van de dienstverlening is in deze nieuwe regeling niet opgenomen.

De toets

De prestatievergelijking is vormgegeven in de STAR-toets beleggingsprestatie, die het actieve beleggingsbeleid van individuele bpf-en

toetst. Actief beleggingsbeleid behelst het op basis van korte termijninzichten tijdelijk aanpassen van gewichten van categorieën activa binnen een portefeuille.

Aanhangers van economische stromingen gebaseerd op de efficiënte markthypothese zijn van mening dat het voordeel uit actief beleggingsbeleid niet structureel kan zijn. Als voorwaarden voor een efficiënte markt stellen zij dat alle relevante informatie vrij beschikbaar is en deze informatie waarover beschikt kan worden te allen tijde in de prijs verwerkt is. Zij menen dat marktpartijen in dat geval zo snel op 'voordeeltjes' inspelen dat daar niet op valt te handelen. Te denken valt aan arbitrage, het risicoloos behalen van winsten dat door hierop inspelande marktpartijen nooit lang blijft bestaan. Pensioenfondsen beschikken vaak over omvangrijke vermogens waarmee zij tegen relatief lage kosten de kansen op de financiële markt kunnen benutten. In het algemeen geldt voor minder grote marktpartijen dat de voordelen uit actief beleggingsbeleid niet opwegen tegen de daarmee gepaard gaande kosten.

Bpf-en streven ernaar adequate pensioenregelingen aan te bieden tegen een relatief lage premie. Om dit te bewerkstelligen wordt veel aandacht besteed aan het optimaliseren van de verhouding tussen rendement en risico³. Een verbetering daarvan uit zich in een hoger rendement en daarmee een betere financiële positie. Dit werkt uit in een lager te hanteren premie-percentages of een kwalitatief betere pensioenregeling. Naarmate de risico-rendementsverhouding verbetert, zal het bpf in staat zijn de pensioenregeling goedkoper te financieren.

Z-score

De op statistiek gebaseerde STAR-toets vereist dat jaarlijks een z-score wordt berekend. Deze score heeft betrekking op het in dat jaar gevoerde actieve beleggingsbeleid. De toets neemt vervolgens het gemiddelde van de vijf meest recente z-scores. Indien dit gemiddelde beneden een bepaalde statistische waarde ligt, wordt niet voldaan aan de STAR-toets.

Om tot de berekening van een z-score te komen, schrijft de STAR-toets voor dat er een normportefeuille dient te worden opgesteld, die bij het uitvoeren van de toets als basis zal dienen. Deze normportefeuille zal veelal zijn gebaseerd op de door het bpf gehanteerde strategische portefeuille. Deze strategische portefeuille geeft de specifiek voor het fonds meest optimale statische verdeling (vooraf) van het vermogen over de activacategorieën weer. De actuele portefeuille toont de daadwerkelijke verdeling van het vermogen over de categorieën. De daadwerkelijke verdeling heeft de neiging af te wijken van de strategische portefeuille onder invloed van actief beleggingsbeleid.

Vervolgens zou getoetst moeten worden of het rendement op de actuele (dynamische) portefeuille niet te ver onder het resultaat op de strategische (statische) portefeuille uitvalt. Als het rendement op de actuele portefeuille structureel beneden het rendement op de strategische portefeuille uitkomt, zou er gegronde reden zijn voor dispensatie. Het fonds zou dan immers niet goed genoeg beleggen. De STAR-toets vergelijkt feitelijk de actuele portefeuille met de normportefeuille. Indien zij gelijk zijn geeft dit geen problemen.

Kanttekeningen

Sedert de invoering heeft de STAR-toets veel kritiek gekend. Bij nadere beschouwing van de toets is gebleken dat deze een aantal verborgen kenmerken heeft waar kanttekeningen bij dienen te worden geplaatst⁴. De twee voornaamste punten van kritiek worden in het vervolg belicht, evenals hun invloed op het door pensioenfondsen te voeren beleggingsbeleid.

Onterecht zakken

In de eerste plaats worden de bpf-en geconfronteerd met een toets op hun actief beleid die gedeeltelijk op misvattingen berust. De wetgever heeft bedoeld een toets op te leggen waarbij de kans dat een bpf zakt voor de toets terwijl het beleid adequaat is, maximaal tien procent per jaar zou bedragen. Daar het een op statistiek gebaseerde toets betreft, doet zich altijd een kans op onterecht falen voor. Een kans van tien procent geeft evenwel reeds reden tot onrust, gezien de ernstige gevolgen van het niet voldoen aan de criteria. Indien een bpf hieraan niet voldoet, kunnen de bij dat bpf aangesloten werkgevers vrijstelling krijgen van de verplichtstelling. Dit leidt tot aantasting van solidariteit, draagvlak en continuïteit. Deelnemers verlaten dan het fonds, met medeneming van de waarde van hun opgebouwde aanspraken.

Gebleken is echter dat de kansen op het onterecht falen voor de toets niet gemaximeerd zijn op tien procent, maar in de tijd al snel hoger uitvallen. Een willekeurig bpf wordt bij tien jaar toetsen reeds geconfronteerd met een kans van veertig procent om op basis van toeval een keer onterecht niet aan de criteria te hebben voldaan. De oorzaak van deze omvangrijke kans ligt in het feit dat de toets jaarlijks wordt uitgevoerd. Het proces kan het best worden vergeleken met een in de statistiek bekende situatie van 'trekking zonder terugleggen'. Stel dat men beschikt over een 'zak gevuld met bpf-en'. Ieder jaar wordt tien procent van het aantal bpf-en dat zich in die zak bevindt daaruit getrokken, om vervolgens niet in de zak te worden teruggelegd. Indien dit proces zich langere tijd zou blijven voortzetten, komt men uiteindelijk in een situatie terecht waarin de zak leeg is en er dus geen bpf-en meer zijn.

Inferieure indices

Ten tweede blijkt in de praktijk dat geschikte beleggingsindices schaars zijn. Hierdoor worden bpf-en gedwongen indices te gebruiken die hun strategische belegging niet goed representeren.

In de normportefeuille wordt gebruik gemaakt van maatstaven die qua rendement en risico niet dezelfde karakteristieken vertonen als de strategische beleggingen die ze representeren. Hierdoor ontstaat een dichotomie tussen de normportefeuille en de strategische portefeuille.

Het feit dat een maatstaf niet aansluit op een belegging draagt de reële kans met zich mee dat op een gegeven moment het rendement op de maatstaf hoger uitvalt dan het rendement op de strategische belegging. Zelfs wanneer er geen sprake is geweest van actief beleggingsbeleid, doet zich dan de situatie voor dat het bpf onterecht wordt afgerekend op een bepaald te behalen rendement.

Wanneer een dergelijke afwijking in het uitgangspunt voor het te behalen rendement op de maatstaf en de werkelijke belegging maar vaak genoeg voorkomt of groot genoeg is, heeft dit sterke invloed op de uitkomst van de STAR-toets. Indien een beleggingsindex karakteristieken vertoont die niet goed overeenkomen met de karakteristieken van de belegging die het representeert is de betreffende index immers niet geschikt om als maatstaf te dienen. Desondanks wordt bpf-en door de toets opgelegd gebruik te maken van deze indices.

Rendement lager

Zo wordt door de toets de ruimte tot het voeren van actief beleggingsbeleid van de bpf-en beperkt. Wanneer gebruik wordt gemaakt van inadequate indices, wordt er meer risico gelopen en zal de opstelling ten opzichte van actief beleggingsbeleid terughoudender moeten zijn. De ruimte om van de prestatie maatstaven af te wijken is immers beperkt.

Daardoor is het effect van de toets vele malen sterker dan voorzien. Deze onverwachte en onbedoelde bijwerkingen dragen bij aan de tendens dat bpf-en zich terughoudender gaan opstellen in van het voeren van actief beleggingsbeleid. Het zou in veel omstandigheden onverstandig zijn van een bpf om ondanks het grote risico op het niet voldoen aan de criteria van de STAR-toets, toch op grote schaal actief beleggingsbeleid te voeren. Dit impliceert suboptimaliteit in het beleggingsbeleid, terwijl het in het licht van de naderende vergrijzing juist van belang is dat pensioenfondsen zo scherp mogelijk aan de wind gaan varen.

De Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB) zegt in haar publicatie over 1999 een ontwikkeling op te merken dat bpf-en meer passief index- en nominaal gaan beleggen om zo niet onder (maar ook niet extreem boven) de normportefeuille te geraken⁵. In plaats van zelfstandig de markt te beoordelen wordt de index gevolgd om niet te veel risico te lopen dat de z-score slecht uitvalt.

Op het eerste gezicht zou indexbeleggen de oplossing kunnen lijken van alle problemen rond de STAR-toets. Het is dan immers gedaan met de afwijkingen tussen portefeuille en maatstaf. Hierbij gaat echter de mogelijkheid tot het verbeteren van de risico-rendementsverhouding op basis van korte termijnverwachtingen en inzichten verloren⁶. De impact hiervan op het rendement wordt vaak onderschat. Zo behaalde PGGM over het jaar 2000 op de activacategorie aandelen een rendement van 1,0 procent ten opzichte van -4,5 procent dat zou zijn behaald indien strikt volgens de vooraf vastgelegde maatstaf zou zijn belegd⁷.

Een ander nadeel is dat de trend richting kuddegedrag in het beleggingsbeleid wordt versterkt. De pensioenfondsen zouden immers grotendeels dezelfde indices aanhouden. Dit zou de rol van sentiment op de financiële markten versterken.

Index-beleggen heeft bovendien tot gevolg dat aandelen die in de index zijn opgenomen zeer gewild worden en de vraag naar andere aandelen vermindert, ongeacht hun intrinsieke waarde. Het rendement op indexaandelen zou in reactie hierop afnemen en dat op niet-indexaandelen toenemen. De pensioenfondsen zouden zich echter richten op indexaandelen en zo inkomsten mislopen. Een dergelijke ontwikkeling zou leiden tot ernstige verschuivingen op financiële markten. Dat lijkt vanuit maatschappelijk oogpunt ongewenst.

Conclusie

De STAR-toets dwingt het bestuur van bpf-en de implementatie van het actief beleggingsbeleid kritisch te bezien. Dit is een goede zaak. De toets lijkt echter de maatschappelijke kosten van pensioenen te laten toenemen door het missen van beleggingsopbrengsten. Dit is een onwenselijke situatie met mogelijk vergaande maatschappelijke gevolgen. Ik pleit daarom voor de instelling van een toetsingscommissie die de STAR-toets als indicator gebruikt om een bpf grondig onder de loep te nemen. Indien de uitkomst van de toets aanleiding is tot het verlenen van dispensatie, zou pas na een nader onderzoek moeten worden besloten over de het wel of niet verlenen van vrijstelling. Het blind afgeven van toestemming voor dispensatie op basis van de toetsuitkomst zal tot onrechtvaardige en ongewenste situaties leiden

1 Commissie-Pensioenen van de Stichting van de Arbeid, *Advies over mogelijkheden ter verbetering van de marktwerking op het terrein van de aanvullende pensioenregelingen*, Den Haag, juni 1995, paragraaf 3.

2 Onder witte vlekken verstaat men groepen werknemers zonder een regeling voor arbeidspensioen.

3 Deze verhouding kan worden verbeterd door een risico met een relatief laag verwacht rendement te vervangen door een risico met een naar verwachting hoger rendement, bij een nagenoeg constant totaal risico.

4 Een technische onderbouwing kan bij de auteur worden verkregen.

5 Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, *Z-scores 1999*, Rijswijk, maart 2000.

6 Index-beleggen houdt in dat het vermogen voor langere tijd wordt verdeeld over indexvolgende beleggingen, waarbij geen verdere stappen worden genomen om in te spelen op ontwikkelingen in de financiële markt.

7 Zie PGGM, *Jaarverslag 2000*, Zeist, april 2001, bijlage rendementen 2000 en vijfjaarsoverzicht.