

De beleggingsrendementen van de Nederlandse pensioenfondsen

Gecorrigeerd voor risico en stijl zijn Nederlandse pensioenfondsen niet in staat met hun beleggingsresultaat beter te presteren dan hun eigen benchmark of ‘de markt’.

**MATHIJS
GERRITSEN**
Senior beleids-
medewerker bij
het Ministerie van
Financiën

De Nederlandse pensioensector is omvangrijk en beheert meer dan 1.300 miljard euro – dat is ruim 185 procent bbp. De beheerprestatie over dit pensioenvermogen is van groot belang. Zo geldt dat één procentpunt lager jaarlijks rendement (of hogere kosten) op termijn leidt tot circa dertig procent minder pensioen of navenant hogere premies (Bikker en De Dreu, 2009). Ook kunnen grote uitslagen in de waarde van de activa leiden tot schommelingen in de premie, beperkte indexatie of kortingen van pensioenuitkeringen, met in potentie zelfs macro-economische effecten.

Het is dan ook opmerkelijk dat er nauwelijks studies zijn naar de vermogensbeheerprestaties van de Nederlandse pensioensector. Dit geldt temeer omdat een deel van het pensioenvermogen ‘actief wordt beheerd’; een actief beheerde portefeuille wijkt af van de index op grond van een bepaalde visie over toekomstig risico en rendement en poogt daardoor een hoger rendement te behalen dan de index. Hoewel actief beheer volgens de efficiënte-markthypothese in strikte vorm geen toegevoegde waarde kan bieden, zijn de aannames hierbij – zoals bijvoorbeeld dat arbitrage kosteloos en risicoloos kan plaatsvinden – niet realistisch (Ang *et al.*, 2009; AFM, 2011). Het is dan ook onaannemelijk dat de markt altijd efficiënt is, wat in potentie mogelijkheid biedt om bovengemiddelde rendementen te behalen.

Het geringe onderzoek kan met name worden verklaard uit de beschikbare data: vergeleken met rijke databronnen over aandelenbeleggingsfondsen zijn goede data over institutionele vermogensbeheerders schaars. Om dit

hiaat in de literatuur deels te dichten worden hier gegevens van de kwartaalrapportage van de Nederlandse pensioenfondsen aan De Nederlandsche Bank (DNB) gebruikt. Het onderzoek gebruikt drie gerapporteerde variabelen: het rendement over de aandelenportefeuille na aftrek van kosten, het rendement van de door de fondsen zelf gekozen benchmark en de marktwaarde van de aandelenportefeuille. Door het combineren van twee databronnen is voor dit onderzoek een unieke dataset geconstrueerd die loopt van het eerste kwartaal van 1999 tot en met het tweede kwartaal van 2015, en 661 pensioenfondsen bevat. Voor het onderzoek zijn deze fondsspecifieke data aangevuld met een algemene proxy voor het rendement op de aandelenmarkt van MSCI en proxy's voor omvang-, waarde- en momentumfactoren uit de in de literatuur gangbare Kenneth French data library (Fama en French, 2012).

Centraal staat de vraag of de Nederlandse pensioenfondsen betere resultaten over hun portefeuille laten zien dan hun eigen benchmark. Ook wordt geprobeerd inzicht te krijgen of sommige fondsen persistentie laten zien in de behaalde over- of onderrendementen en of er schaaffecten optreden. De voorliggende analyse kijkt alleen naar de aandelenportefeuille van de Nederlandse pensioenfondsen (Gerritsen, 2016).

METHODOLOGIE

Om de beleggingsprestaties van de pensioensector te toetsen, worden de rendementcijfers allereerst simpel vergeleken met de benchmark die de fondsen zelf hanteren. Voordeel van deze vergelijking is dat deze eenvoudig en intuïtief is (een rendement voor een fonds van bijvoorbeeld 5,5 procent ten opzichte van een 5,0 procent voor de eigen benchmark betekent een overrendement van 0,5 procentpunt), maar nadeel van vergelijking is dat de behaalde prestatie een uiting kan zijn van specifieke investeringsbeslissingen. Zo kan een fonds trachten de eigen benchmark te verslaan door te beleggen in aandelen met relatief veel risico. Om

de ‘werkelijke’ performance van het fonds te meten, dient daarom voor risico en stijl te worden gecorrigeerd.

Om empirisch te toetsen of positieve buitengewone rendementen zijn behaald, gebruikt de literatuur doorgaans het *capital asset pricing model* (CAPM). Het idee achter het CAPM is dat als het rendement wordt gecorrigeerd voor de hoeveelheid systematisch risico die de belegger loopt, het buitengewone rendement dat behaald wordt door het vermogensbeheer over blijft. Niet-systematische risico's kunnen worden weggediversifieerd en spelen in dit model geen rol. De bèta geeft aan hoeveel systematisch risico de belegger neemt en de alfa geeft aan wat de bijdrage van het vermogensbeheer is geweest aan het rendement op de portefeuille. Naast het CAPM worden ook twee uitbreidingen gebruikt: het zogenoemde driefactormodel, dat er tevens rekening mee houdt dat de aandelen van kleine bedrijven gemiddeld hogere rendementen hebben (omvangeffect) en dat bedrijven met een hoge boekwaarde ten opzichte van hun marktwaarde gemiddeld beter renderen (waarde-effect), en het vierfactormodel, dat er ook nog rekening mee houdt dat goed presterende aandelen op korte termijn vaak beter blijven presteren (momentumeffect).

PRESTATIES VAN DE SECTOR

Wanneer de resultaten worden gewogen naar de omvang van de aandelenportefeuille per fonds, behaalde de pensioensector tussen 1999 en 2015 gemiddeld een jaarrendement van 5,3 procent over de aandelenportefeuille, terwijl de benchmark met 5,2 procent rendeerd. Figuur 1 laat zien dat de fondsen met name relatief sterk presteerden ten opzichte van de eigen benchmark in de periode 2004–2007, om vervolgens in de crisis aanzienlijk terrein te verliezen (met het derde kwartaal van 2008 als negatieve uitschieter). Het verlies wordt daarna weer geleidelijk goedge maakt en – ondanks een opmerkelijk onderrendement in het eerste kwartaal van 2015 – resulteert dit uiteindelijk in een cumulatieve winst van ruim 1,7 procent. Hierbij is nog niet voor risico en stijl gecorrigeerd

Tabel 1 toont de regressie-resultaten waarbij voor risico en stijl wordt gecorrigeerd aan de hand van het CAPM en het drie- en vierfactormodel. Het valt op dat het rendement zo goed als volledig wordt verklaard door de ontwikkeling van de benchmark. De bèta van net iets boven 1 suggereert dat de fondsen in de bestudeerde periode dicht bij hun eigen benchmark zijn gebleven, maar iets sterker waren blootgesteld aan systematisch risico (aandelen met een hoge bèta). Er worden geen significante positieve alfa's behaald en onder het CAPM is deze negatief (–0,09, dat betekent –36 basispunten op jaarbasis). De bevindingen zijn op dit aspect in lijn met de literatuur: op geaggregeerde basis worden na aftrek van kosten geen buitengewone rendementen gevonden wanneer voor risico en stijl is gecorrigeerd. Verder valt op dat de bèta's voor omvang en waarde negatief zijn. Hoewel beperkt in omvang, suggereert dit een relatief sterke blootstelling aan *large caps* (in plaats van *small caps*) en groei-aandelen (in plaats van waarde-aandelen). De Nederlandse pensioensector lijkt dus op geaggregeerd niveau niet in te spelen op deze anomalieën ten opzichte van het standaard CAPM. De waarde voor momentum is positief en daarmee in lijn met de literatuur.

Als bovenstaande analyse ter controle wordt herhaald met een MSCI-marktindex in plaats van de benchmark die de fondsen zelf hanteren, wordt het beeld voor de sector iets minder gunstig. Het cumulatief overrendement uit figuur 1 over de periode verdwijnt en onder zowel het CAPM als het drie- en vierfactormodel worden statistisch significante negatieve alfa's gevonden. De regressieresultaten zijn daarbij opvallend robuust voor de beschouwde periode, de gehanteerde marktindex of gebruikte schattingsmethode.

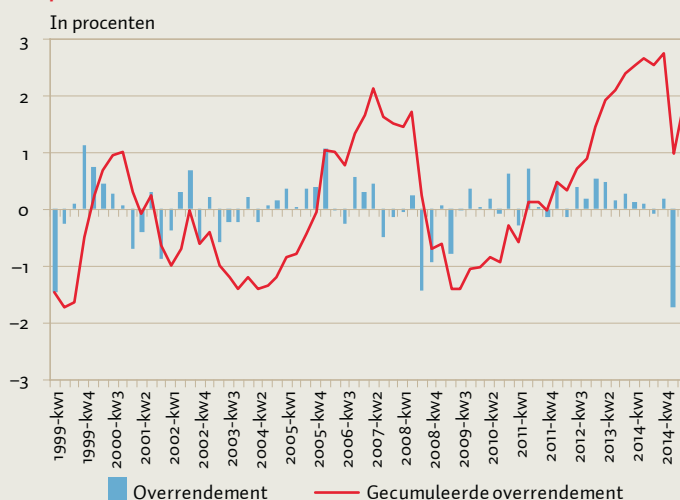
INDIVIDUELE PRESTATIES EN PERSISTENTIE

Er bestaat dus geen aanwijzing dat de pensioensector als geheel, voor risico en stijl gecorrigeerd, buitengewone rendementen heeft geleverd. Dit neemt niet weg dat individuele fondsen wel positieve alfa's hebben behaald. Om een beeld te krijgen van de spreiding zijn, in lijn met Busse *et al.* (2010), het afzonderlijke CAPM en het drie- en vierfactormodel geschat voor alle 496 fondsen die minimaal 20 kwartalen hebben gerapporteerd. Voor de leesbaarheid worden de resultaten van deze kleine 1500 regressies gepresenteerd in de vorm van percentielen. Tabel 2 laat zien dat de spreiding aanzienlijk is in de prestaties van de fondsen. In het vierfactormodel wordt bijvoorbeeld een positieve alfa genoteerd van respectievelijk 0,60 en 0,91 procent voor het 90e en 95e percentiel, tegen –0,73 en –1,02 procent voor het 10e en 5e percentiel.

De vervolgvraag is of de uiteenlopende waarden een uiting zijn van simpelweg geluk of pech, of mogelijk ook van verschillen in vaardigheid in beheer van de fondsen. De literatuur tracht dit onderscheid te maken door het meten van zogenoemde persistentie in de rendementen. Hierbij wordt onderzocht of de groep van best presterende en de groep van slechtst presterende beleggingsfondsen ook in de opvolgende periode respectievelijk het best en het slechtst presteren. Op basis van een analyse kan vervolgens worden geconcludeerd of de persistentie van de groep statistisch

Gemiddeld overrendement pensioensector ten opzichte van de benchmark¹

FIGUUR 1



¹ Gewogen naar de waarde van de aandelenportefeuille van de individuele pensioenfondsen

Gerritsen, 2016

Regressieresultaten van het CAPM en drie- en vierfactormodellen¹

TABEL 1

	CAPM	Driefactor	Vierfactor
Alfa, in procenten per kwartaal	-0,09 ***	0,02	-0,01
Bèta proxy markt	1,009 ***	1,001 ***	1,004 ***
Bèta proxy omvangeffect		-0,025 ***	-0,021 ***
Bèta proxy waarde-effect		-0,049 ***	-0,044 ***
Bèta proxy momentumeffect			0,010 ***

*** Significant op eenprocentniveau

¹ De afhankelijke variabele is het netto rendement van de portefeuille minus de risicovrije rente, de fondsspecifieke benchmark is gebruikt als proxy voor de markt en er is geschat in een panel met fixed effects.

Gerritsen, 2016

Spreiding van de individuele fondsprestaties

TABEL 2

Alfa in procenten per kwartaal	CAPM	Driefactor	Vierfactor
Mediaan	-0,10	0,00	-0,07
Gemiddelde	-0,11	-0,02	-0,10
Percentiel 5	-1,00	-0,92	-1,02
Percentiel 10	-0,80	-0,70	-0,73
Percentiel 90	0,50	0,60	0,60
Percentiel 95	0,91	1,02	0,91

Gerritsen, 2016

Persistentie in de prestaties over de kwintielen volgens de factormodellen¹

TABEL 3

Alfa in procenten per kwartaal	1 ^e kwartaal	Jaar 1	Jaar 2	Jaar 3
Kwintiel				
CAPM				
1 (=eerder best presterende fondsen)	0,06	-0,02	-0,05	-0,08
5 (=eerder minst presterende fondsen)	-0,14	-0,13	-0,21 **	-0,27 **
1 minus 5	0,20	0,11	0,16	0,20
Driefactor				
1 (=eerder best presterende fondsen)	0,10	0,02	0,04	0,00
5 (=eerder minst presterende fondsen)	-0,16	-0,13	-0,17**	-0,24**
1 minus 5	0,27	0,14	0,21*	0,24**
Vierfactor				
1 (=eerder best presterende fondsen)	-0,04	-0,13	0,00	-0,03
5 (=eerder minst presterende fondsen)	-0,05	-0,03	-0,24***	-0,30***
1 minus 5	0,01	-0,10	0,24**	0,28**

*/**/** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau.

¹ De kwintielen met fondsen zijn gevormd o.b.v. de (gecumuleerde) outperformance van de fondsen t.o.v. de eigen benchmark gedurende de rankingperiode van 1 jaar en daarna is het gelijk gewogen rendement van de afzonderlijke kwintielen in de post-rankingperiode berekend. Voor de post-/rankingperiode van het 'eerste kwartaal' worden de kwintielportefeuilles ieder kwartaal opnieuw gevormd en wordt vervolgens naar het resultaat gekeken in het eerste kwartaal na de ranking. Voor 'jaar 1', 'jaar 2' en 'jaar 3' worden de portefeuilles ieder jaar opnieuw gevormd.

Gerritsen, 2016

significant afwijkt van wat op basis van toeval zou mogen worden verwacht (AFM, 2011). Als de prestaties van fondsen in zekere mate voorspelbaar zijn, dan geeft dit relevante informatie voor bijvoorbeeld het vaststellen van toekomstige mandaten en beloningen van de fondsmanager, maar ook vanuit een meer theoretische invalshoek is dit interes-

sant: een zekere mate van voorspelbaarheid gaat immers in tegen de gedachte van markt-efficiëntie; resultaten uit het verleden bieden dan een voorspellende waarde voor de toekomst. Bij het testen voor persistentie wordt de aanpak van Busse *et al.* (2010) gevolgd. Fondsen worden ingedeeld in kwintielen op basis van het over-/onderrendement over het voorafgaande jaar, waarbij vervolgens wordt gekeken hoe deze kwintielen in de opvolgende periode presteren. Tabel 3 presenteert de alfa's voor kwintiel 1, kwintiel 5 en een long-short portefeuille (kwintiel 1 minus 5). Als er persistentie is, dan zijn de alfa's significant verschillend van nul.

De alfa's van kwintiel 1 (met *past winners*) geven geen indicatie voor persistentie onder de goed presterende fondsen: bovengemiddelde fondsprestaties in het verleden bieden geen aanwijzing voor betere toekomstige resultaten. Bij de prestaties van kwintiel 5 (met *past losers*) zijn daaretegen wel enige aanwijzingen van persistentie. Onafhankelijk van de horizon en het gehanteerde factormodel zijn de alfa's in alle gevallen negatief (oplopend tot -0,30 procent op kwartaalbasis) en voor een horizon van jaar 2 en jaar 3 ook significant. Zo wordt onder het vierfactormodel bij een evaluatie horizon van jaar 2 een negatieve alfa gevonden van 0,24 procent. Slecht presenterende fondsen lijken dus ook herhaaldelijk negatief af te steken bij de rest, al is het weinig intuïtief waarom dit effect zich vooral in jaar 2 en jaar 3 voordoet. Tot slot valt op dat ook de long-short portefeuille positieve significante alfa's genereert. Volgens Carpenter en Lynch (1999) vormt dit een van de belangrijkste aanwijzingen voor het bestaan van persistentie. Alternatieve schattingen – waarbij de fondsen worden ingedeeld over hun prestaties over de voorafgaande drie jaar in plaats van het voorafgaande jaar – geven vergelijkbare uitkomsten.

SCHAALEFFECTEN

Als laatste onderdeel wordt kort stilgestaan bij de invloed van de omvang van het fonds (afgemeten aan het beheerd aandelenvermogen) op de prestaties. Als alle fondsen gelijk worden gewogen (dus niet naar waarde van het beheerd aandelenvermogen zoals in figuur 1) zijn de prestaties minder goed. Dit resulteert in een cumulatief onderrendement van bijna 4 procent (in vergelijking met een overrendement van 1,7 procent in figuur 1). Dit verschil suggereert dat de grotere fondsen beter presteren in de bestudeerde periode. Dit is te formeel te testen door de omvang van het beheerd vermogen mee te nemen als verklarende variabele in het CAPM en de drie- en vierfactormodellen. De coëfficiënt is in alle gevallen positief (niet getoond in de tabellen); de coëfficiënt in het driefactormodel suggereert bijvoorbeeld dat een pensioenfonds dat tienmaal zo groot is in termen van beheerd aandelenvermogen gemiddeld genomen zo'n 0,16 procentpunt meer rendement behaalt.

Een verklaring voor de gevonden positieve schaalearde effecten kan mogelijk deels worden gevonden in verschillen in beleggingskosten. Onderzoek specifiek gericht op de Nederlandse pensioensector laat zien dat een pensioenfonds dat meer vermogen beheert doorgaans lagere beleggingskosten per beheerde euro kent (Bikker en De Dreu, 2009; Broeders *et al.*, 2015). Zo suggereren de bevindingen van Broeders *et al.* (2015) dat een pensioenfonds dat tien keer groter is in termen van beheerd aandelenvermogen op jaar-

basis ongeveer 0,08 procentpunt lagere beleggingskosten over de portefeuille heeft. Een andere mogelijke verklaring is het idee dat grotere fondsen mogelijk beter in staat zijn om goede managers te selecteren en te monitoren (Huang en Mahieu, 2010).

Met het meenemen van de omvang van het beheerd vermogen in de regressie wordt uitgegaan van een lineair verband. Echter, schaalvoordelen kunnen afnemen of misschien zelfs omslaan in schaalnadelen (Chen *et al.*, 2004; Andonov *et al.*, 2012). Een eenvoudige poging om eventuele niet-lineaire effecten te vangen levert zowel economisch als ook statistisch geen significante resultaten op.

CONCLUSIES

Er bestaat voor aandelenbeleggingen – wanneer voor risico en stijl wordt gecorrigeerd – geen aanwijzing dat de pensioensector op geaggregeerde basis beter presteert dan de eigen benchmark of een brede marktproxy. Hoewel de fondsen gemiddeld dicht bij hun benchmark blijven, worden er geen significante positieve alfa's gevonden over de bestudeerde periode. Daarnaast zijn er weinig tekenen van zogenoemde positieve persistentie onder Nederlandse fondsen – het idee dat door sommige partijen stelselmatig positieve buitengewone rendementen worden behaald. Tot slot suggereren de uitkomsten dat grotere fondsen beter presteren. Zo zijn de resultaten van de sector beter wanneer naar waarde wordt gewogen, en directe schattingen geven een positief verband tussen de omvang van het beheerd vermogen en het rendement.

Wat zijn de praktische implicaties van deze bevindingen? Het strekt te ver om op basis van slechts één onderzoek hier stevige uitspraken te doen. Zo bestaat misschien de neiging om te concluderen dat fondsen passief in aandelen moeten beleggen, aangezien gemiddeld genomen geen positieve, voor risico gecorrigeerde, rendementen worden behaald en ook positieve persistentie afwezig lijkt. Echter, er is nog relatief weinig wetenschappelijk onderzoek verricht naar de prestaties van passieve beleggingsmethodes, zoals indexfondsen, en ook een passieve strategie brengt in beginsel kosten met zich mee (AFM, 2011). Tevens lijkt het wenselijk dat een eventuele sterke afwijking van de 'werkelijke waarde' van aandelen door de markt wordt gecorrigeerd. Maar dit vereist een zekere mate van actief management, waar mogelijk ook pensioenfondsen kapitaal voor moeten vrijmaken (Busse *et al.*, 2010). Voorts zouden de bevindingen kunnen worden opgevat als ondersteuning voor verdere schaalvergroting in de sector, maar het is niet evident dat dit ook resulteert in een verbetering

van de beleggingsresultaten. Er zijn immers al veel kleinere fondsen opgeheven gedurende de bestudeerde periode, en schaalvoordelen kunnen afnemend zijn en zelfs omslaan in schaalnadelen bij groeiende omvang.

De bevindingen vormen bovenal een pleidooi voor nader onderzoek naar de vermogensbeheerprestaties van de Nederlandse pensioensector. Zoals waarom sommige fondsen herhaaldelijk onderpresteren en welke impliciete blootstelling deze fondsen hebben, en of het efficiënt is om daarop bij te sturen. Ook lijkt het wenselijk om de beheerprestaties bij de andere beleggingscategorieën (zoals vastrentende waarden en diverse alternatieven) tegen het licht te houden, alsmede de samenhang tussen de verschillende categorieën. Voorts lijkt nader onderzoek gewenst naar de redenen achter de gevonden positieve relatie tussen de omvang van het beheerd vermogen en de fondsprestaties, en de mogelijke rol van verschillen in beheerkosten hierbij.

LITERATUUR

- Andonov, A., R. Bauer en M. Cremers (2012) Can large pension funds beat the market? *Netspar Discussion Paper*, oktober.
- Ang, A., W.N. Goetzmann en S.M. Schaefer (2009) *Evaluation of active management of the Norwegian government pension fund – Global*. 14 december.
- AFM (2011) *Wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen*. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- Bikker, J.A. en J. de Dreu (2009) Operation costs of pension funds: the impact of scale, governance and plan design. *Journal of Pensions, Economics and Finance*, 81(1), 863–889.
- Broeders, D., A. van Oord en D. Rijsbergen (2015) Schaafeffecten in de beleggingskosten van pensioenfondsen. *ESB*, 100(4712), 376–379.
- Busse, J.A., A. Goyal en S. Wahal (2010) Performance and persistence in institutional investment management. *The Journal of Finance*, LXV(2), 765–790.
- Carpenter, J.N. en A.W. Lynch (1999) Survivorship bias and attrition effects in measures of performance persistence. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 337–374.
- Chen, J., H. Hong, M. Huang en J.D. Kubik (2004) Does fund size erode mutual fund performance? The role of liquidity and organization. *The American Economic Review*, 94(5), 1276–1302.
- Fama, E.F. en K.R. French (2012) Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472.
- Gerritsen, M. (2016) *Alpha, voorspelbaarheid en schaafeffecten: de beleggingsprestaties van de Nederlandse pensioensector beschouwd*. Scriptie voor de postgraduate-opleiding Investment Management (VBA). Amsterdam: Vrije Universiteit Amsterdam.
- Huang, X. en R. Mahieu (2010) Performance persistence of Dutch pension funds. *Netspar Discussion Paper*, 09/2010(038).

In het kort

- ▶ De beleggingsrendementen van Nederlandse pensioenfondsen zijn niet beter dan die van de eigen benchmark of de markt
- ▶ Fondsen die het in een bepaald jaar veel beter doen dan de benchmark, presteren de periode erna zelden nog eens beter
- ▶ Het rendement van grote fondsen is iets hoger dan dat van kleine fondsen