

# EVALUATIE VAN ALLE BELEGGINGSBESLISSINGEN VAN PENSIOENFONDSEN

Door Eric Veldpaus en Corné Reniers

**Peergroep-rendementsattributie evalueert alle deelbeslissingen in het beleggingsproces van een pensioenfonds. Vernieuwend zijn de evaluaties van beslissingen van de ALM- en beleggingscommissie. De eerste resultaten tonen aan dat in deze beslissingen veel risico zit.**

## DEKKINGSGRAAD IS RESULTANTE VAN MARKT, MODEL EN MENSELIJK HANDELEN

De dekkingsgraad is de meest bekende maatstaf voor de prestatie van pensioenfondsen. Die verhouding tussen de huidige waarde van de beleggingen en de naar het heden verdisconteerde waarde van toekomstige verplichtingen, wordt beïnvloed door toe- en afname van deze twee waarden. Gegeven de fair value-methodiek voor de waardering van de beleggingen en het rekenmodel voor de verplichtingen worden beide grootheden onverbiddelijk getalsmatig uitgedrukt. Bij het meten van de prestatie van een pensioenfonds gaat het om het leggen van een relatie met de factoren die de waarde van deze twee grootheden bewegen. Van volledig inzicht en transparantie is sprake wanneer zowel de werking en de uitkomsten van de modellen als de bijdragen door menselijk handelen helder zijn. Dit artikel richt zich op menselijk handelen dat ten grondslag ligt aan het beleggingsresultaat.

## PEERGROEP-RENDEMENTSATTRIBUTIE

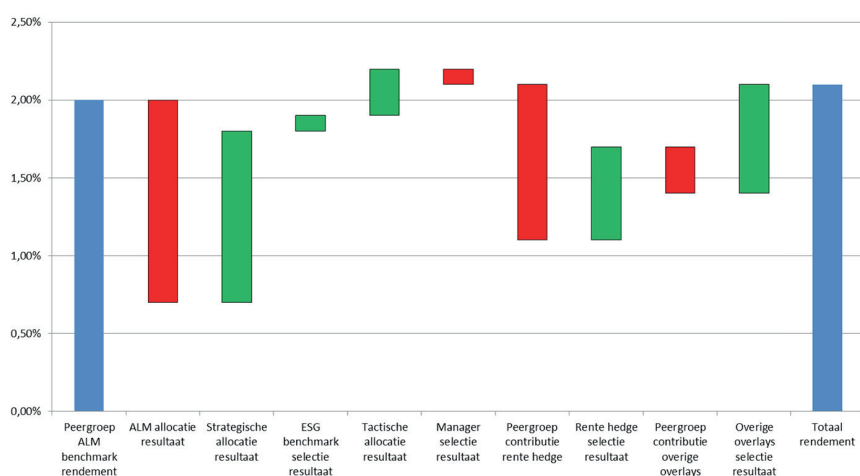
Het kwantificeren van het totale beleggingsresultaat is niet moeilijk, want dat volgt uit de waarde van de portefeuille aan het begin en het einde van de periode, rekening houdende met stortingen en onttrekkingen. Het toewijzen van delen van het resultaat aan door mensen genomen besluiten, vraagt om meer inputdata. Gegevens van

alleen het pensioenfonds zelf zijn dan niet voldoende. Voor de evaluatie van sommige deelbeslissingen zijn ook de cijfers van vergelijkbare pensioenfondsen nodig (peergroep data). Figuur 1 toont de samenvatting van zo'n analyse.

De eerste stap op weg naar het vaststellen van de samenstelling van de beleggingsportefeuille is de uitkomst van de asset

liability matching (ALM)-studie. In de verslagperiode leidt die samenstelling tot het rendement van 0,7%. Om het resultaat te evalueren wordt het vergeleken met wat de peergroep gemiddeld heeft behaald. Dat is 2,0% en is weergegeven als blauwe balk links. De bijdrage uit hoofde van ALM-allocatie is dus -1,3%, weergegeven in de tweede balk.

**Figuur 1: Beleggingsresultaat van pensioenfonds naar genomen beslissingen**



Bron: IBI Benchmarking

- De blauwe balken tonen absoluut rendement. Rode en groene balken betreffen de bijdragen van deelbeslissingen. Rood doet afbreuk en groen voegt toe.
- De grafiek start links met het rendement op basis van gemeenschappelijk inzicht binnen de peergroep in de allocatie volgens de ALM-studie. Via bijdragen van deelbeslissingen van het beleggingsproces eindigt de grafiek in het feitelijke rendement van het pensioenfonds.
- De cijfers zijn van een fictief pensioenfonds.

De volgende stap is de 'strategische allocatie'. Hierin wordt onder andere de weging voor aandelen, die in de ALM-studie op totaalniveau is vastgesteld, verbijzonderd naar wegingen voor ontwikkelde en opkomende markten. Zulke beslissingen voegen 1,1% toe. Op dezelfde wijze volgen de overige deelbeslissingen uit het beleggingsproces. In de traditionele rendements-attributie worden alleen 'tactische allocatie' (het over- en onderwegen ten opzichte van de benchmark) en 'managerselectie' geëvalueerd. Door gebruik te maken van rendementscijfers uit de peergroep worden alle deelbeslissingen geëvalueerd.

### WAT KAN IK ERVAN LEREN?

Een van de doelstellingen van de peergroeprendementsattributie is het vaststellen van thema's die relevant zijn voor het pensioenfonds. Thema's die aspecten van het beleggingsbeleid zichtbaar maken en waar zonder het vergelijken met de peergroep geen cijfers over zouden zijn en geen inzicht over zou ontstaan. Dat kunnen eenvoudige thema's zijn, zoals of men ten opzichte van de peergroep een kleinere of grotere spreiding over beleggingscategorieën heeft. Een ander inzicht zou kunnen zijn dat het fonds in de verbijzondering van de samenstelling van een beleggingscategorie ten opzichte van de peergroep erg gericht kan blijken (concentratierisico in landen/sectoren) of dat men juist geen uitgesproken visie heeft. Andere nieuwe terreinen van evaluatie gevolgd door inzicht en verandering van sturing zijn de rente hedge en het valuta-beleid. Een peergroepanalyse over één periode geeft weliswaar een suggestie van thema's, maar is een smalle basis. Achtereenvolgende analyses, bijvoorbeeld op kwartaalbasis, geven een beter beeld, zodat het bestuur van het pensioenfonds kan vaststellen of men ten aanzien van het rendement 'in control' is.

### BESTEDING VAN HET RISICOBUDGET

Naast specifieke thema's voor individuele pensioenfondsen levert de analyse ook bevindingen op waar de peergroep als geheel lering uit kan trekken. Een voorbeeld hiervan gaat over de vraag aan welke deelbeslissingen hoeveel risicobudget is toegekend.

Figuur 2: Analyse besteding risicobudget binnen beleggingsprocessen van pensioenfondsen

	Bijdrage rendement	Bijdrage rendement		Bijdrage spreiding	% van risico budget
		min	max		
<b>ALM-benchmarkrendement</b>	1,8				
<b>ALM-allocatieresultaat</b>	-0,1	-0,6	0,7	1,3	14%
<b>Strategische allocatie</b>	0,1	-1,6	1,2	2,8	31%
<b>Tactische allocatie</b>	0,1	-0,2	0,5	0,7	8%
<b>Managerselectie</b>	0,2	-0,1	0,7	0,8	9%
<b>Rente hedge</b>	-0,8	-1,4	0,3	1,8	20%
<b>Overige overlays</b>	-0,8	-1,5	0,1	1,6	18%
<b>Totaal rendement</b>	0,5			8,9	100%

Bron: IBI Benchmarking

Figuur 2 betreft data van de IBI peergroep over het verslagjaar 2015. Het rendement op basis van de gemiddelde allocatie uit de ALM-studies is het startpunt en bedraagt 1,8%. Vervolgens zijn in de kolom 'bijdrage rendement' de gemiddelde bijdragen per beslissing weergegeven. Opgeteld leidt dat tot het gemiddelde beleggingsrendement van 0,5%. Merk op dat in absolute zin de rente hedge (-0,8%) en overige overlays (waaronder valuta overlay) (-0,8%) de grootste bijdragen leveren.

De spreiding, zichtbaar via het minimum en maximum, is een maatstaf voor de besteding van het risicobudget. In traditionele attributie worden tactische allocatie en managerselectie gemeten, die samen slechts 17% van het budget opsouperen. Opvallend is dat 83% van het risicobudget bij niet-geëvalueerde beleggingsbeslissingen ligt. Deze analyse is een voorbeeld van een handvat dat peergroeprendementsattributie geeft om de beheersing van het beleggingsproces van een pensioenfonds te verbeteren. «

- Peergroeprendements-attributie stelt het pensioenfonds in staat het rendement van alle beleggingsbeslissingen te evalueren.
- Vanuit het peergroeprendement wordt het effect van de verschillende deelbeslissingen van het pensioenfonds zichtbaar gemaakt.
- Het bestuur raakt 'in control' betreffende alle aspecten van het beleggingsproces en de kwartaalfrequentie van de rapportage draagt daar verder aan bij.
- Peergroeprendements-attributie geeft inzicht in de besteding van het risicobudget aan de verschillende deelbeslissingen.

De peergroeprendementsattributie is onderdeel van de IBI Basis Benchmark-rapportage en is ontwikkeld in samenwerking met Corné Reniers.

Dit artikel is geschreven door Eric Veldpaus, oprichter en directeur van het onafhankelijk Institutioneel Benchmarking Instituut, en Corné Reniers, zelfstandig consultant en pionier op het gebied van performance measurement.