

Dit document is niet door de redactie beoordeeld.

Annex op artikel Mejudice artikel *Er zijn opvallend grote verschillen tussen de behaalde rendementen van verschillende Nederlandse pensioenfondsen*

Jelle Mensonides
15 januari 2025.

In mijn [recente Mejudice-artikel](#) is tabel 1 opgenomen waarin het gemiddelde rendement wordt gegeven ten opzichte van een wereldportefeuille en een portefeuille met home bias. Hierop is een reactie gekomen van Bob Galesloot die een vraag had over de gebruikte MSCI benchmarks.

Bij deze portefeuilles is gebruik gemaakt van een ETF benchmark (Ishares, in US dollars) die beschikbaar is voor alle beleggers. Het blijkt dat de netto ETF performances meer verschillen met de achterliggende MSCI indices dan ik had verwacht. Met name komt dit door de (impliciete) kosten. Dat betekent dat de uitkomsten van tabel 1 en ook 2 van eerder genoemd artikel hierdoor zijn verstoord. Omdat grote institutionele beleggers een betere onderhandelingspositie hebben over de kosten geven de gebruikte ETF benchmarks een onderschatting van de rendementen. Dit heeft invloed op de wereldportefeuille als ook op de home portefeuille.

Daarom heb ik tabel 1 opnieuw berekend, maar dan tegen de *bruto* MSCI indices. Bovendien is gebruik gemaakt van deze indices luidend in euro. Tussen de bruto en netto indices liggen de kosten die voor elk pensioenfonds anders zijn.

Tabel 1. Bruto rendement (hypothetische) pensioenportefeuilles, (bronnen: DNB, ECB, MSCI); netto rendement Canadese pensioenfondsen (jaarverslagen). Tussen haakjes de oorspronkelijke cijfers.

	gemiddeld nettorendement per jaar 2015-2023	Sharpe Ratio
Wereldmarktportefeuille	6,2% (4,7%)	0,50 (0.59)
Home bias	4,9% (3,1%)	0,50 (0.39)
Alle 120 NL pensioenfondsen	3.0% (2,8%) ^{a)}	0,58 (0.51)
10 best performende NL-pensioenfondsen (zie bijlage)	4,4 (4,3%) ^{a)}	0,62 (0.90) ^{b)}
10 slechtst performende NL-pensioenfondsen (zie bijlage)	1,4% (1,2%) ^{a)}	0,09 (0.18) ^{b)}
6 publieke Canadese pensioenfondsen (<i>netto</i> rendement)	7,9%	1,29
<i>a): bruto ipv netto zoals in oorspronkelijke artikel; b) foutief cijfer in oorspronkelijke artikel.</i>		

De conclusie is dat het gemiddelde bruto rendement van de 120 pensioenfondsen ruim 2%-punt ligt onder de wereldmarktportefeuille en een half procent onder de home bias portefeuille. In beide portefeuilles is uitgegaan van 60% aandelen en 40% vastrentend. In de home bias portefeuille is de wereldindex teruggebracht van 100 naar 30% en vervangen door 60% MSCI Europa en 5% MSCI Emerging Markets. Individuele pensioenfondsen kunnen andere allocatie tussen aandelen en vastrentend hebben.

Aanpassing van tabel 2

Als gebruik wordt gemaakt van de bruto MSCI index die is uitgedrukt in euro's kan een factor toegevoegd worden aan de oorspronkelijke vergelijking 1, namelijk de US\$ euro valutakoers.

$$1. \quad R_{tot} = \alpha * \Delta RTS20 + \beta * MSCI(AC_{\epsilon}) + \gamma * \$/\epsilon + C$$

De constante in de vergelijking is in de nieuwe regressies niet significant, terwijl deze voor de kwartielen en enkele pensioenfondsen in het artikel wel waren. Dat duidde er al op dat pensioenfondsen gemiddeld genomen lagere kosten hadden dan deze ETF benchmark. De valutafactor is in veel gevallen statistisch zeer significant.

In volgorde van laagste (Q1) → hoogste (Q4) R-totaal	α	β	γ	R^2	Rendement (jaarbasis)	Volatiliteit (jaarbasis)	Sharpe Ratio
Kwartiel Q 1	-10,5	0,29	0,13	0,98	2,2	10,4	0,42
Kwartiel Q 2	-9,6	0,35	0,15	0,98	2,8	10,4	0,46
Kwartiel Q 3	-8,8	0,38	0,14	0,97	3,3	10,0	0,52
Kwartiel Q 4	-6,8	0,43	0,16	0,97	3,9	9,4	0,55
Hoogste (Gasunie)	-5,8	0,53	0,19	0,95	6,0	10,1	0,54
Laagste BPF (Levensmiddelenbedrijf)	-12,8	0,34	--	0,97	2,9	12,7	0,46
<i>Hoogste en laagste rendement op renteafdekking</i>							
Hoogst (HAL)	--	0,77	0,44	0,83	4,4	13,0	0,21
Laagst (ABNAMRO)	-11,8	0,23	--	0,95	2,7	11,0	0,50
<i>Grootste pensioenfondsen in vermogen</i>							
ABP	-4,2	0,46	0,17*	0,91	4,5	8,6	0,65
Zorg & Welzijn	-6,9	0,42	0,16**	0,94	3,6	9,5	0,57
*2% waarschijnlijkheid; ** 1% waarschijnlijkheid; overige nagenoeg nul procent							

Opvallend met de nieuwe benchmark is dat de verklaaringsgraad R^2 toeneemt in bijna alle gevallen.

Een positieve gamma betekent een netto blootstelling naar de Amerikaanse dollar. Dit hoeft niet te betekenen dat de feitelijke valutahedge van de pensioenfondsen dit percentage volgt. Dit cijfer moet worden gezien in combinatie met de gebruikte verklarende variabelen. Voor de onderlinge vergelijkingen tussen de fondsen is de gamma wel interessant.

Twee pensioenfondsen in de tabel hebben een niet-significante zeer lage relatie met de valuta. Dit betekent dat het valutarisico helemaal is afgedekt, maar kan ook betekenen geen exposure op niet eurovaluta. Interessant is dat het gesloten fonds van ING (hier niet opgenomen) ongeveer dezelfde coëfficiënten laat zien als hun collega's van ABNAMRO. De uitkomsten van het pensioenfonds van DNB medewerkers (ook niet opgenomen) lijkt hier ook op met dezelfde hoge rentegevoeligheid, maar hogere blootstelling naar de aandelenbenchmark (33%) en een valutagevoeligheid (0,12) op een laag significantie niveau van 7% (weinig relatie met dollar blootstelling).

Conclusie

De conclusies die in het vorige artikel zijn getrokken blijven onverminderd geldig.

De rendementsverschillen tussen de gemiddelde Nederlandse pensioenfondsen en de benchmark die de marktkapitalisatie van de financiële markten volgt wordt groter. En dat geldt ook ten opzichte van de hier gekozen home bias benchmark.

De verklaaringsgraad voor de rendementen met de nieuwe bruto eurobenchmark is groter. Met de toevoeging van de dollar euro relatie komt nog extra informatiebron beschikbaar.

Uit de ETF benchmark en de marktbenchmark voor de MSCI kan via regressie een kostenpost van 0,9% worden afgeleid. Voor de individuele pensioenfondsen zal deze kostenpost (aanzienlijk) lager liggen.

Tabel 2 uit oorspronkelijke artikel

In volgorde van laagste (Q1) → hoogste (Q4) R-totaal	α	β	Constante	R ²	Rendement (jaarbasis)	Volatiliteit (jaarbasis)	Sharpe Ratio
Kwartiel Q 1	-11,3	0,26	0,5*	0,93	2,2	10,4	0,42
Kwartiel Q 2	-10,6	0,31	0,6*	0,90	2,8	10,4	0,46
Kwartiel Q 3	-9,9	0,34	0,6**	0,88	3,3	10,0	0,52
Kwartiel Q 4	-8,0	0,40	0,6*	0,82	3,9	9,4	0,55
Hoogste (Gasunie)	-7,1	0,50	0,8**	0,78	6,0	10,1	0,54
Laagste BPF (Levensmiddelenbedrijf)	-13,3	0,39	--	0,92	2,9	12,7	0,46
<i>Hoogste en laagste rendement op renteafdekking</i>							
Hoogst (HAL)	--	0,88	--	0,64	4,4	13,0	0,21
Laagst (ABNAMRO)	-12,7	0,17	0,8***	0,92	2,7	11,0	0,50
<i>Grootste pensioenfondsen in vermogen</i>							
ABP	-5,0	0,50	--	0,70	4,5	8,6	0,65
Zorg & Welzijn	-8,3	0,44	--	0,75	3,6	9,5	0,57

* :<5% waarschijnlijkheid; ** <3%; *** <1%.