

Optimalisatie vermogensbeheerkosten in plaats van kostenminimalisatie

Auteur
Eric Veldpaus¹

In april 2011 bracht de AFM het rapport “Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht” (AFM, 2011) uit. Sinds die datum is veel veranderd voor wat betreft de transparantie van en de focus op de uitvoeringskosten. Er gaat bijna geen week voorbij of publicaties verschijnen over de kosten van pensioenfondsen. Met name de vermogensbeheerkosten en in mindere mate de transactiekosten staan in de schijnwerpers. Waarom geen malus methodiek invoeren bij prestatie gerelateerde vergoedingen? Moeten de bonussen in de financiële sector niet beperkt worden? Moet nog belegd worden in bijvoorbeeld hedgefondsen mede vanwege de hoge kosten, lage transparantie en lage toegevoegde waarde? Wat zijn de gevolgen van deze publiciteit voor het pensioenfonds?

In dit artikel wordt in eerste instantie teruggegaan naar de “Aanbevelingen uitvoeringskosten” (Pensioenfederatie, 2011) (verder: Aanbevelingen), als antwoord op het rapport van AFM. Vervolgens worden de Aanbevelingen toegelicht en wordt stilgestaan bij de belangrijkste aspecten die de omvang van de kosten bepalen. Welke kostensoorten worden onderscheiden en wat zijn de moeilijkheden bij het rapporteren over deze kosten? Wat heeft nu, ruim drie jaar na de Aanbevelingen, de focus op

kostentransparantie opgeleverd? Is de focus op uitsluitend het niveau van uitvoeringskosten niet te ver doorgeslagen? Een prima voorbeeld hiervan is de hoeveelheid informatie die de laatste jaren in het jaarverslag wordt gepubliceerd en de oproep nog meer transparant te maken. Hoe kunnen wij er nu voor zorgdragen dat de kosten op een juiste evenwichtige wijze worden toegelicht en ook begrijpelijk zijn voor belanghebbenden zonder daarbij door te slaan in vele pagina’s met specificaties?



De aanleiding van kostentransparantie

Een van de belangrijkste bevindingen van het rapport van de AFM was dat veel pensioenfondsen niet alle kosten rapporteren. De Pensioenfederatie is aan de slag gegaan en heeft op 10 november 2011 aan Pieter Omtzigt haar Aanbevelingen aangeboden. Vervolgens is de “Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer” in april 2012

(Pensioenfederatie, 2012) en een herziene versie in oktober 2013 (Pensioenfederatie, 2013) uitgegeven.

De Aanbevelingen luiden:

- Rapporteer de kosten van pensioenbeheer in euro per deelnemer. Het aantal deelnemers is de som van het aantal actieve deelnemers en gepensioneerden;
- Rapporteer de kosten van vermogensbeheer in % van het gemiddeld belegd vermogen. Bekijk deze kosten ook in relatie tot:
 - de gekozen beleggingsmix en bijbehorende benchmarkkosten;
 - het rendement over een langere termijn
- Rapporteer separaat (eventueel geschatte) transactiekosten in % van het gemiddeld belegd vermogen.

Deze kengetallen moeten worden opgenomen in het jaarverslag van het pensioenfonds.

Kosten zijn relatief

Vermogensbeheer

Ieder pensioenfonds is uniek. Mede op basis van de specifieke kenmerken van een pensioenfonds wordt door het Bestuur de risicobereidheid van het beleggen vastgesteld en wordt vervolgens een bepaalde beleggingsmix gekozen. Een pensioenfonds kiest de beleggingsmix niet alleen uit het oogpunt van risico, maar ook om een zo hoog mogelijk verwacht rendement te bereiken. Voor het verwachte rendement geldt zeer vereenvoudigd: hoe hoger het vooraf gedefinieerde risicoplaafond, hoe hoger het verwachte rendement. Zo zal een fonds met een zeer vergrijsd deelnemersbestand naar verwachting meer in vastrentende waarden beleggen waarmee relatief lage beheerskosten zijn gemoeid. Een jong fonds heeft daarentegen een hoog risicoprofiel en een hoog verwacht rendement maar daarmee ook in de regel hogere beleggingskosten. De resultante hiervan zijn de kosten. De kosten per beleggingscategorie verschillen aanzienlijk. Zo zijn de kosten van een hedgefonds mandaat ca. 15 keer zo hoog als de kosten van een vastrentend mandaat. Streven naar een zo hoog mogelijk rendement bij een gegeven risicoprofiel betekent dus dat de kosten niet geminimaliseerd kunnen en moeten worden.

In het door het Bestuur vastgestelde beleggingsplan wordt o.a. de beleggingsmix vastgelegd. Een indicatieve berekening van de reguliere beleggingskosten kan dus al vooraf worden opgesteld. Aanbevolen wordt reeds in dit stadium het Bestuur hierover te informeren teneinde verrassingen te voorkomen.

Naast de beleggingsmix heeft ook de keuze tussen actief of passief beheer, een belangrijke

invloed op de hoogte van de kosten. Indien sprake is van passief beheer, ofwel het volgen van een marktindex, zijn de kosten lager in vergelijking met actief beheer.

De twee bovengenoemde aspecten beleggingsmix en de keuze of actief/passief wordt belegd bepalen voor een belangrijk deel de omvang van de kosten vermogensbeheer. Daarnaast spelen ook de mate waarin via een directe of indirecte beleggingsstructuur belegd wordt alsmede de schaalgrootte een rol bij de omvang van de kosten vermogensbeheer.

Het vergelijken van de transactiekosten met andere pensioenfondsen heeft op dit moment geen zin

Pensioenbeheer

Ook bij pensioenbeheer wordt door keuzes van de Sociale partners de omvang van de pensioenbeheerkosten voor een groot gedeelte vooraf bepaald. Is bijvoorbeeld sprake van een complexe berekening en een veelvoud van verschillende regelingen, dan zullen de kosten hoger zijn in vergelijking met een eenvoudige uniforme geautomatiseerde berekening. Keuzes van het bestuur hebben ook invloed op de kosten. Welke service graad streeft het pensioenfonds na? Een helpdesk die 24 uur per dag 7 dagen per week bereikbaar moet zijn brengt hogere kosten met zich mee in vergelijking met een e-mail service.

Ook de aard van het pensioenfonds zorgt voor een verschillend kostenniveau. Een ondernemingspensioenfonds zal nauwelijks middelen moeten besteden voor het incasseren van de premies in tegenstelling tot een bedrijfstakpensioenfonds die een opsporings- en incassoafdeling hiervoor in moeten richten.

Bijzonderheden bij het rapporteren van kosten

Beheerfee van onderliggende managers zijn niet zichtbaar

In de regel is het rapporteren van de beheerfee geen probleem. Indien echter sprake is van een indirecte belegging via een beleggingsfonds of een fonds van fondsen, is de beheerfee van deze tussenlaag niet direct zichtbaar en dienen deze kosten alsnog opgevraagd te worden bij de “tussenliggende” manager. In extreme gevallen kan zelfs sprake zijn van meer dan 5 kostenlagen die meegenomen moeten worden bij het berekenen van de kosten.

Prestatieafhankelijke vergoedingen vaak van toepassing over langere periode

Prestatieafhankelijke vergoedingen kunnen een looptijd langer dan een jaar hebben. Pas aan het eind van de meerjarige periode wordt de uiteindelijke prestatieafhankelijke vergoeding bepaald. Gedurende de looptijd moeten op rapportagemomenten reserveringen worden gemaakt voor de tot op dat moment toe te rekenen prestatievergoeding. Indien een extra rendement is behaald, dienen de prestatievergoedingen hieraan toegerekend te worden (matchingprincipe). Deze tussentijdse reserveringen worden niet altijd gemaakt.

Transactiekosten niet of niet eenduidig berekend leidt tot aanzienlijke verschillen in kostenniveau

Transactiekosten worden eveneens aangemerkt als kosten. Dit is een revolutionair uitgangspunt. Het zijn kosten en derhalve heeft de Pensioenfederatie ervoor gekozen om deze transactiekosten inzichtelijk te maken. Vreemd is het echter niet, immers transactiekosten zijn kosten die gemaakt worden bij de aan- en verkoop van beleggingstitels. Het was gebruikelijk om deze kosten niet separaat in kaart te brengen en vast te leggen in de administratie, maar direct in mindering te brengen op het rendement. Het inzichtelijk maken van de kosten is echter niet eenvoudig; de kosten zijn vaak letterlijk verborgen, omdat ze impliciet onderdeel zijn van een zogenaamde nettoprijs die bij een transactie is overeengekomen. Dit geldt met name bij aankopen van vastrentende waarden maar ook bij over-the-counter instrumenten. De acquisitiekosten bij illiquide beleggingen (kosten adviseurs, zoals accountants, taxateurs, fiscalisten en juristen) worden in de regel wel vastgelegd in de administratie en is derhalve minder lastig om te rapporteren.

Voor het berekenen van de transactiekosten is vooralsnog gekozen voor een praktische werkwijze. Pensioenfondsen beleggen voornamelijk via beleggingsfondsen. Inzicht in totstandkoming van de individuele transacties worden in de regel niet beschikbaar gesteld aan de pensioenfondsen. In tegenstelling tot het beleggen in mandaten hebben pensioenfondsen dus (nog) niet het inzicht in alle individuele transacties. Besloten is dan ook de in- en uitstapvergoeding vooralsnog als quote voor de transactiekosten te hanteren. Dit kan dus het (scheve) beeld opleveren dat de transactiekosten bij het beleggen in een mandaat hoger zijn dan de transactiekosten in een beleggingsfonds. Immers bij beleggingen in mandaten moet op individueel niveau de transactiekosten bepaald worden. De omvang van de transactiekosten kan dus op verschillende manieren worden bepaald. De wijze waarop de berekening geschiedt, heeft behoorlijke impact op de totale transactiekosten en kan derhalve leiden tot aanzienlijke verschillen met andere pensioenfondsen wat betreft transactiekosten als percentage van het beheerd vermogen. Pensioenfondsen hebben inmiddels aangegeven dat zij een nadere uitwerking wensen met name op het gebied van transactiekosten. Nu hebben zij terecht het gevoel dat appels met peren worden vergeleken.

Uitvoeringskosten toegelicht in het jaarverslag

Het bestuur is verantwoordelijk voor de communicatie naar belanghebbenden. Door de Pensioenfederatie (Pensioenfederatie, 2011) wordt aanbevolen om de informatie over de uitvoeringskosten, inclusief een adequate toelichting, op te nemen in het jaarverslag. Het verdient de voorkeur om hier direct een relatie te leggen met de risicobereidheid van het pensioenfonds en hiervan afgeleid, de beleggingsmix. De kosten zijn vervolgens een resultante. De wijze waarop de kosten worden gepresenteerd in een jaarverslag, jaarrekening of andere uitingsvorm, is aan het bestuur van het pensioenfonds met inachtneming van relevante verslaggevingsregels.

De afgelopen jaren hebben pensioenfondsen in toenemende mate in het jaarverslag aandacht besteed aan de uitvoeringskosten. Er is sprake van een grote variatie in de wijze waarop dit geschiedt en dito het aantal pagina's (van ½ tot 5 pagina's). Vaak wordt zelfs een apart hoofdstuk aan kosten besteed. Van belang is aan te geven waarom de kosten zijn zoals ze zijn. Immers de hoogte van de uitvoeringskosten is het resultaat van een groot aantal beslissingen op het gebied van pensioenbeheer en vermogensbeheer. Dit betekent dat de hoogte van de uitvoeringskosten altijd vergezeld moet gaan met de informatie over beleidskeuzes. Met andere woorden: relateer de gepresenteerde kosten dan ook aan de factoren die de kosten veroorzaken en vermeld de afwegingen die het bestuur daarbij maakte.

Relateer vermogensbeheerkosten aan benchmarkkosten

Wat moet wettelijk gerapporteerd worden?

Met ingang van 1 januari 2015 is het wettelijk verplicht de volgende gegevens in het jaarverslag te rapporteren:

1. administratieve uitvoeringskosten, opgenomen als totaalbedrag en bedrag per deelnemer of pensioengerechtigde;
2. kosten van vermogensbeheer als totaalbedrag en als percentage van het in het jaarverslag gemiddeld belegde vermogen;
3. transactiekosten als totaalbedrag en als percentage van het in het jaarverslag gemiddeld belegde vermogen.

Toegelicht wordt dat is aangesloten bij de Aanbevelingen. Afwijkend is echter het opnemen van het totaalbedrag aan kosten dat opgenomen moet worden in het jaarverslag. Een uitgebreide toelichting is niet noodzakelijk. Wel wordt gesteld dat via het Verantwoordingsorgaan of

belanghebbenden orgaan, belanghebbenden het fondsbestuur kunnen verzoeken de omvang van de ontwikkeling van de beheerskosten te verklaren.

Naast de Pensioenwet heeft ook de Raad voor de Jaarverslaggeving in Richtlijn 610 een passage opgenomen over de wijze waarop een toelichting gegeven dient te worden op de uitvoeringskosten: Inzicht geven in de uitvoerings- en transactiekosten van vermogensbeheer in overeenstemming met de normen die daaromtrent in het maatschappelijk verkeer (“Aanbevelingen Uitvoeringskosten” zoals gepubliceerd door de Pensioenfederatie) als aanvaardbaar worden beschouwd.

Onderzoek door AFM

De AFM heeft medio 2013 een onderzoek uitgevoerd AFM-onderzoek naar jaarverslagen pensioenfondsen inzake kosten van vermogensbeheer en transactiekosten over 2012 (AFM, 2014). In haar rapportage geeft AFM een zestal verbeterpunten die uiteindelijk geresulteerd hebben in een zevental “Aanbevelingen AFM” die bij voorkeur in de jaarverslagen worden verwerkt. Ik onderschrijf deze Aanbevelingen AFM met uitzondering van de aanbeveling dat uiteengezet moet worden wat de kosten van vermogensbeheer en transactiekosten zijn per beleggingscategorie om zodoende het totale niveau te verklaren. Bovendien wordt aanbevolen aan te geven in welke mate sprake is van actief/passief beleggingsbeleid. De Pensioenfederatie is van mening dat de AFM met het aangeven van deze voorkeur te ver gaat. Ook ik ben van mening dat, indien de aanbevelingen van de AFM volledig conform worden gerapporteerd, dit leidt tot een situatie dat een onevenredig groot deel van het jaarverslag gericht is uitsluitend op uitvoeringskosten. Dit leidt tot kostenminimalisatie in plaats van de gewenste kostenoptimalisatie. Bovendien is bij verstreken van deze gegevens wellicht sprake van concurrentie gevoelige informatie.

Kanttekeningen bij uitvoeringskosten in de media

In de media verschijnen berichten over de wijze waarop de pensioenfondsen haar uitvoeringskosten rapporteren. Zo ook in de gepubliceerde jaarverslagen. De toonzetting van deze berichten is eenzijdig en soms ook onjuist.

Lane Clark & Peacock rapporteert al enkele jaren over de uitvoeringskosten zoals die zijn opgenomen in het jaarverslag. In het rapport Inzicht in de pensioenbeheer-, vermogensbeheer- en transactiekosten van Nederlandse pensioenfondsen (LCP, 2014) wordt het gemiddeld vermogensbeheer kostenniveau benadrukt. Van belang is het gemiddeld kostenniveau te nuanceren, immers de gemiddelde kosten van pensioenfondsen laten zich lastig vergelijken. De kosten zijn sterk afhankelijk van de samenstelling en karakteristieken van het individuele pensioenfonds en dienen per pensioenfonds gemeten en gewogen te worden. Nuancering is op zijn plaats. Immers, een pensioenfonds met lagere gerapporteerde kosten is niet per se beter dan

een pensioenfonds dat hogere kosten rapporteert. Een belangrijke factor voor de omvang van vermogensbeheerskosten is de allocatie naar beleggingscategorieën. Ieder pensioenfonds maakt hierin haar unieke keuze, afhankelijk van de specifieke situatie. Nu de gemiddelde uitvoeringskosten van de pensioenfondsen berekend en gepubliceerd worden, wordt dit wellicht ten onrechte gebruikt als een kostennorm voor het pensioenfonds. Indien een pensioenfonds om hen moverende redenen bijvoorbeeld belegt in duurdere beleggingscategorieën, dienen de kosten dienovereenkomstig beoordeeld te worden. Ook kan bewust gekozen zijn voor een kwalitatief betere vermogensbeheerder met wellicht hogere beheerskosten echter met een beter (exces) rendement. Een kostenconclusie op basis van een gemiddeld kostencijfer geeft derhalve een vertekend beeld over het uitvoeringskostenniveau.

Het LCP rapport stelt dat ook de kostensoorten zoals die zijn onderscheiden in de Aanbevelingen separaat gerapporteerd moeten worden in het jaarverslag. Hierbij wordt door LCP onderscheid gemaakt in vaste beheerskosten, prestatieafhankelijke vergoedingen, bewaarloon, belastingen en overige kosten. Dit is onjuist, op geen manier wordt dit voorgeschreven.

De gemiddelde uitvoeringskosten wordt ten onrechte gezien als een norm

Recent is wederom een uitgave (Pensioen Pro, 2014) verschenen met de sector in cijfers waarin de wel bekende, in mijn ogen onjuiste, top x lijsten (hoogste vermogensbeheerskosten, laagste vermogensbeheerskosten, hoogste rendement, laagste rendement). Bovendien wordt aangegeven welke pensioenfondsen in staat zijn geweest de vermogensbeheerskosten het meest te verlagen. Dergelijke publicaties hebben kostenminimalisatie als doel in plaats van de gewenste kostenoptimalisatie.

Benchmarking als oplossing voor genuanceerde vergelijking van uitvoeringskosten

Het antwoord op de vraag in de inleiding was reeds in de Aanbevelingen voorzien: de vermogensbeheerskosten moeten in relatie tot de gekozen beleggingsmix en bijbehorende benchmarkkosten worden gezien. In de brief van de Pensioenfederatie d.d. 30 oktober jl. aan de besturen van pensioenfondsen adviseert de Pensioenfederatie conform de Aanbevelingen, dat pensioenfondsen hun kosten in perspectief te zetten. Een benchmarkgetal is namelijk de meest eenvoudige wijze waarop kosten in context worden gezet, waarbij rekening gehouden

met de specifieke kenmerken van het pensioenfondsen. Het Institutioneel Benchmarking Instituut² levert het IBI Benchmarking rapport dat belangrijke informatie bevat waarmee met name voor de vermogensbeheerkosten genuanceerd uitleg gegeven kan worden over het kostenniveau van het pensioenfondsen. De ontwikkelde indices, gebaseerd op de belangrijkste kostendrijvers, zijn een goede basis voor het verklaren van het kostenniveau. Ook bevat het rapport de IBI Benchmark die kan dienen als een referentie (norm) voor de vermogensbeheerkosten. Afwijkingen ten opzichte van de normkosten kunnen vervolgens worden uitgelegd door het pensioenbestuur aan haar deelnemers vanwege door het bestuur gemaakte bewuste keuzes. Een voorbeeld betreft een meer dan gemiddelde beleggingsportefeuille die actief beheerd wordt met naar verwachting een hoger rendement: dit rechtvaardigt een hoger kostenniveau. Met behulp van deze gegevens kan de toelichting op de vermogensbeheerkosten genuanceerd en beperkt worden.

Conclusies

Pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren veel meer aandacht besteed aan de uitvoeringskosten. Meer dan ooit worden gesprekken gevoerd met vermogensbeheerders om de beheervergoedingen te verlagen. Ook worden contracten heronderhandeld teneinde kosten transparanter te laten rapporteren aan de pensioenfondsen. Ook worden mede vanwege de hoge beheervergoedingen wellicht “dure” alternatieve beleggingscategorieën afgestoten. Lijstjes met de pensioenfondsen met hoogste vermogensbeheervergoedingen werken hier helaas aan mee. De tendens tot nog meer specificaties en toelichtingen in het jaarverslag is nog niet ten einde. Op deze wijze wordt teveel nadruk gelegd op uitsluitend de uitvoeringskosten. Het doel verschuift hierdoor naar kostenminimalisatie in plaats van kostenoptimalisatie. Relateer de uitvoeringskosten aan de benchmarkkosten. Dit geeft een genuanceerd beeld en bovendien kan de terecht noodzakelijke toelichting op de uitvoeringskosten worden beperkt tot een met name kwalitatieve toelichting die begrijpelijk is voor de gebruikers van het jaarverslag. ■

Literatuurlijst

- AFM, 2011, Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht, Amsterdam.
- AFM, 2014, AFM-onderzoek naar jaarverslagen pensioenfondsen inzake kosten van vermogensbeheer en transactiekosten, Amsterdam.
- Institutioneel Benchmarking Instituut, 2013, www.institutionalbenchmarking.org, Amsterdam
- LCP, 2014, Inzicht in de pensioenbeheer-, vermogensbeheer- en transactiekosten van Nederlandse pensioenfondsen, Utrecht.
- Pensioenfederatie, 2011, Aanbevelingen uitvoeringskosten, Den Haag.
- Pensioenfederatie, 2012, Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer, Den Haag.
- Pensioenfederatie, 2013, Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer herziene versie met aanvullingen, Den Haag.

- Pensioenfederatie, juli 2014, AFM slaat plank mis. Pensioenfondsen wél transparant over kosten, Den Haag.
- Pensioen Pro, 2014, Amsterdam.

Noten

- 1 Eric J.F. Veldpaus RA is directeur van het Institutioneel Benchmarking Instituut. In het verleden is hij nauw betrokken geweest bij het opstellen van de *Aanbevelingen uitvoeringskosten* en *Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer (incl. de herziene uitgave)* uitgegeven door de Pensioenfederatie. Daarnaast geeft hij (internationale) presentaties en is docent in het nieuwe vakgebied aan de Business Universiteit Nyenrode.
- 2 Het institutioneel Benchmarking Instituut heeft als primair doel het bestuur van de pensioenfondsen te voorzien van informatie zodat zij zich een overwogen oordeel

kunnen vormen over het niveau van de uitvoeringskosten in relatie tot rendement en risico, in vergelijking met de peergroep en met het universum. IBI heeft daartoe een speciale benchmarking ontwikkeld samen met PFZW, Pensioenfonds TNO, PNO Media, PME, Pensioenfonds Randstad en Pensioenfonds Vervoer, die gehoor geeft aan de wensen van de sector. IBI is onafhankelijk en werkt samen met Nyenrode Business Universiteit in de ontwikkeling van benchmarking en industrie standaardisering. In 2013 is een aanvang gemaakt met de ontwikkeling van een nieuwe Nederlandse benchmarking voor pensioenfondsen, geënt op Nederlandse wet- en regelgeving en die gebruik maakt van overwegend al beschikbare, uniforme en gecontroleerde gegevens. In 2014 is de nieuwe IBI Benchmarking tot stand gekomen.